

Spliid, Robert

Doctoral Thesis

Kapitalfondenes metoder og kompetencer

PhD Series, No. 16.2014

Provided in Cooperation with:

Copenhagen Business School (CBS)

Suggested Citation: Spliid, Robert (2014) : Kapitalfondenes metoder og kompetencer, PhD Series, No. 16.2014, ISBN 9788793155336, Copenhagen Business School (CBS), Frederiksberg, <https://hdl.handle.net/10398/8934>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/208892>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/>

COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL
HANDELSHØJSKOLEN
SOLBJERG PLADS 3
DK-2000 FREDERIKSBERG
DANMARK

www.cbs.dk

ISSN 0906-6934

Print ISBN: 978-87-93155-32-9
Online ISBN: 978-87-93155-33-6

Kapitalfondenes metoder og kompetencer

Ph.d. Serie 16.2014



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Kapitalfondenes metoder og kompetencer

Robert Spliid

Ph.D. skolen for Økonomi og Ledelse

Ph.d. Serie 16.2014

Kapitalfondenes metoder og kompetencer

Robert Spliid

Juni 2014

PhD-afhandling

Copenhagen Business School

Vejleder: Caspar Rose

Robert Spliid
Kapitalfondenes metoder og kompetencer

1. udgave 2014
Ph.d. Serie 16.2014

© Forfatter

ISSN 0906-6934

Print ISBN: 978-87-93155-32-9
Online ISBN: 978-87-93155-33-6

Ph.D. skolen for Økonomi og Ledelse er et tværvideenskabeligt forskningsmiljø på Copenhagen Business School for ph.d.-stipendiater, der teoretisk og empirisk beskæftiger sig med organisation og ledelse i private, offentlige og frivillige organisationer.

Alle rettigheder forbeholdes.

Kopiering fra denne bog må kun finde sted på institutioner, der har indgået aftale med COPY-DAN, og kun inden for de i aftalen nævnte rammer. Undtaget herfra er korte uddrag til anmeldelse.

Indhold

Dansk resume	7
English summary	10
1. Indledning	13
1.1. Virksomhedens livsfaser og ejerstruktur	13
1.2. Kapitalfondenes baggrund	18
1.3. Kritik af kapitalfondene	20
1.4. Kapitalfondenes historiske performance	21
1.5. Problemformulering	24
2. Metode	26
2.1 Valg af metode	26
2.2. Casebaserede analyser bidrager med unik detailviden	27
2.3. Afhandlingens forskningsdesign	29
2.3.1. Kontrol af fejlkilder	30
2.3.2. Rapportering	31
2.3.3. Caseudvælgelse	32
2.4. Interviews	33
2.4.1. Interviewpersoner	33
2.4.3. Interviewspørgsmål	37
2.4.4. Kodning	38
2.4.5. Analyse	38
2.4.6. Præsentation	39
3. Litteratur	40
3.1. Virksomhedens kapitalstruktur	41
3.1.1. Kapitalstrukturens irrelevans	42
3.1.2. Tradeoff-teorien	43
3.1.3. Signal-teorier	43
3.1.4. Hækkeordensteorien	45
3.1.5. Klienteffekten	46
3.1.6. Kapitalfondenes fordele	49
3.2. Ejernes agentomkostninger	51
3.3. Informationsasymmetri	55
3.4. Værditransferering mellem stakeholders	57
3.5. Netværk	61
3.6. Involvering	62
3.7. Specialisering	64
3.8. Deduktion af metoder og kompetencer	65
4. Case: DT	73
4.1. Historisk kontekst	73
4.2. Specielle forhold	74
4.3. Interviewpersoner	75
4.4. Resultater	77
4.4.1. Virksomhedens kapitalstruktur	77
4.4.2. Ejernes agentomkostninger	84
4.4.3. Informationsasymmetri	92
4.4.4. Værditransferering	96
4.4.5. Netværk	98

4.4.6. Involvering.....	100
4.4.7. Specialisering.....	107
4.4.8. Konklusion.....	111
5. Case: Logstor.....	117
5.1. Historisk kontekst	117
5.2. Specielle forhold.....	118
5.3. Interviewpersoner.....	119
5.4. Resultater	121
5.4.1. Virksomhedens kapitalstruktur	121
5.4.2. Ejernes agentomkostninger	123
5.4.3. Informationsasymmetri.....	128
5.4.4. Værditransferering	130
5.4.5. Netværk.....	132
5.4.6. Involvering.....	135
5.4.7. Specialisering.....	140
5.4.8. Konklusion.....	144
6. Case: Nycomed	150
6.1. Historisk kontekst	150
6.2. Specielle forhold.....	152
6.3. Interviewpersoner.....	153
6.4. Resultater	154
6.4.1. Virksomhedens kapitalstruktur	155
6.4.2. Ejernes agentomkostninger	161
6.4.3. Informationsasymmetri.....	170
6.4.4. Værditransferering	174
6.4.5. Netværk.....	178
6.4.6. Involvering.....	181
6.4.7. Specialisering.....	191
6.4.8. Konklusion.....	198
7. Cross Case Analyse	203
7.1. Virksomhedens kapitalstruktur	203
7.1.1. Kapitalstrukturens værdi.....	203
7.1.2. Klienteffekter.....	207
7.1.3. Ejerkredibilitet.....	208
7.1.4. Hurtigere adgang til egenkapital.....	212
7.2. Ejernes agentomkostninger	215
7.2.1. Motivationseffekten.....	216
7.2.2. Disciplinerings-effekten	219
7.2.3. Kontrol.....	220
7.3. Informationsasymmetri.....	225
7.3.1. Opportunitetsidentifikation	226
7.3.2. Loyalitet over for hidtidige aktionærer	230
7.4. Værditransferering	232
7.4.1. Kreditorer	232
7.4.2. Medarbejdere	234
7.4.3. Skatteydere.....	237
7.4.4. Klarere regler begrænser brugen af værditransfereringer.....	237
7.5. Netværk.....	238
7.5.1. Køb og salg af virksomheder.....	238
7.5.2. Akkvisitionsfinansiering.....	240

7.5.3. Udvælgelse af bestyrelse og ledende medarbejdere	241
7.5.4. Brug af konsulenter	242
7.6. Involvering	243
7.6.1. Governance.....	243
7.6.2. Kapitalfondens attitude.....	245
7.6.3. Aktiv involvering.....	247
7.6.4. Betydningen af kapitalfondens urgency	250
7.7. Specialisering	252
7.7.1. Kapitalfondens egne industrielle kompetencer	253
7.7.2. Bestyrelsesmedlemmernes industrielle kompetencer	254
7.8. Konklusion	257
8. Forskningsbidrag.....	262
8.1. Kapitalstruktur	262
8.2. Ejernes agentomkostninger	264
8.3. Informationsasymmetri.....	265
8.4. Værditransferering mellem stakeholders.....	266
8.5. Netværk	267
8.6. Involvering	268
8.7. Specialisering	268
8.8. Behov for videre forskning	269
A. Forskningsspørgsmål og koder	271
B. Interviewspørgsmål.....	273
C. Bilag: DT	280
D. Bilag: Logstor	333
E. Bilag: Nycomed	362
F. Litteraturliste.....	425

Dansk resume

Afhandlingens overordnede forskningsspørgsmål er, *hvordan kapitalfondene skaber værdi for deres porteføljevirksomheder ved brug af metoder og kompetencer*. Metoderne er de instrumenter, kapitalfondene anvender, mens kompetencerne er deres evne til at benytte metoderne effektivt.

Siden den første kapitalfond så dagens lys i midten af 70'erne, har der været betydelig fokus på denne ejerskabsform. På den ene side er kapitalfondene blevet kritiseret for at skabe værdi for aktionærerne på andre stakeholderes bekostning, på den anden side er der gjort adskillige forsøg på at påvise, at virksomheder i kapitalfondsejerskab klarer sig bedre end andre virksomheder.

Udgangspunktet for denne undersøgelse er, at ingen ejerskabsform er den optimale under alle forhold. Alle virksomheder gennemlever forskellige faser, og kapitalfondsejerskabet egner sig bedst for virksomheder, der har behov for hurtig transformation. Undersøgelser af, hvordan kapitalfondsejede virksomheder klarer sig i sammenligning med andre virksomheder, bidrager derfor ikke til at fremme forståelsen for kapitalfondenes værdiskabelsesproces.

Kapitalfondenes funktion som tidsbegrænset ejer forstås bedst ved at analysere dem i den kontekst, de opererer. Kapitalfondene udgør ikke en homogen investorgruppe, der handler ens på alle udfordringer, men de råder over bestemte instrumenter og kompetencer, som tegner et mønster i den måde, de arbejder på.

Afhandlingens formål er at afdække dette mønster. Metoden er en **casebaseret analyse** af tre danske kapitalfondsejede virksomheder, som er udvalgt efter en række krav til forskellighed. De tre cases er byggevarekæden DT, som var ejet af en kapitalfond fra 2003 til 2006, fjernvarmerørsproducenten Logstor, som var ejet af kapitalfonde i to omgange fra 1999 til 2013, og medicinalvirksomheden Nycomed, som var ejet af kapitalfonde i tre omgange fra 1999 til 2011. Der er således i alle tre tilfælde tale om virksomheder, som er exited, så kapitalfondsejerskaberne kan ses i deres helhed.

Undersøgelsen er baseret på interviews med 21 personer, hvoraf de 20 har haft en tilknytning til en af de tre virksomheder, mens den sidste repræsenterer en bank, der har deltaget i finansieringen af alle tre virksomheder. De 20 personer med direkte tilknytning til de tre virksomheder repræsenterede fire grupper: kapitalfondene, bestyrelsen, ledelsen og medarbejderne. Repræsentanterne for de fire grupper redegjorde fra hver deres synsvinkel for, hvorledes de mente, kapitalfondene arbejdede med virksomheden.

Det teoretiske grundlag for analysen er **syv grupperinger af teorier**, som hver især belyser delelementer af kapitalfondenes arbejdsmetoder. Teorierne omhandler således

kapitalstruktur, agentomkostninger, informationsasymmetri, værditransferering, netværk, involvering og branchespecialisering.

Ud fra det overordnede forskningsspørgsmål og på baggrund af de syv grupper af teorier, formuleredes 20 underordnede forskningsspørgsmål, som dannede baggrund for interviewspørgsmålene. Interviewspørgsmålene var grundlaget for det **semistrukturerede interview**, hvor der derudover spurgtes om virksomhedsspecifikke forhold, ligesom interviewpersonerne fik mulighed for at berette om relevante iagttagelser, som interviewerens ikke var opmærksom på på forhånd. Derved begrænsedes interviewpersonerne ikke af interviewerens dikotomi.

Interviewene blev efterfølgende **kodet** ud fra de underordnede forskningsspørgsmål, interviewerens mente, at interviewpersonens udsagn gav svar på.

Interviewpersonernes udsagn blev herefter blevet analyseret for konvergens. I det omfang holdningerne konvergerede på tværs af de fire grupper, styrkedes argumentet. Når der omvendt var tale om divergerende holdninger, analyseredes baggrunden for holdningsforskellene, herunder viden og interessesituation.

Casene blev i første omgang analyseret hver for sig for at finde et overordnet casespecifikt mønster. Derefter udførtes en **cross case analyse**, hvor kapitalfondenes arbejdsmetoder og kompetencer blev vurderet på tværs af casene med henblik på at finde fælles mønstre.

Undersøgelsens resultat er, at kapitalfondene bidrog til at optimere virksomhedernes **kapitalstruktur** ved at tilpasse den i overensstemmelse med hakkeordensteorien. Klienteffekter udnyttedes ved at udstede investortilpassede fordringer, og kapitalfondene kunne generelt arbejde med mindre egenkapital i virksomhederne, fordi de hurtigt kunne tilpasse den gennem kapitaltilførsel.

Kapitalfondene søgte generelt at reducere **agentomkostningerne** ved at implementere incitamentsprogrammer (for at motivere), ved at forgælde virksomheden (for at disciplinere) og ved at lade formulere klare strategier og mile stones (for at kontrollere).

Ledelserne mente ikke selv, at deres beslutninger var påvirket af incitamentsprogrammerne, og dermed rejstes tvivl om programmernes effekt. Forklaringen kan både være kulturelle forskelle, idet nordisk ledere generelt har mere feminine værdier end f. eks. amerikanske, og at lederne ønskede at udvise beskedenhed.

Undersøgelsen viser også, at høj gæld havde en disciplinerings effekt, hvis virksomheden var på rette spor. En af virksomhederne befandt sig imidlertid i en presset situation, og her bidrog den høje gæld blot til at stresses virksomheden yderligere.

I alle tre cases havde ledelsen og/eller bestyrelsen erkendt virksomhedens forandringsbehov, inden kapitalfonden overtog selskabet. Intet tyder således på, at kapitalfondene udnyttede **informationsasymmetri** til at identificere skjulte værdier. Til gengæld havde kapitalfondene vilje og ressourcer til at implementere forandringerne, i modsætning til de tidligere ejere.

Det kan hverken påvises eller afvises, at ledelserne udnyttede deres viden om virksomhedens potentiale til at varetage egne interesser i samarbejde med kapitalfonden og dermed handlede illoyalt over for hidtidige aktionærer. Processen i forbindelse med virksomhedssalg var imidlertid stramt styret af bestyrelserne, og det vanskeliggjorde den daglige ledelses mulighed for at forhold sig illoyalt.

Kapitalfondene er ofte blevet beskyldt for at **transferere værdier** fra andre stakeholders til aktionærerne. Ingen af kapitalfondene transfererede dog værdier fra kreditorerne, ligesom medarbejdernes aflønning ikke blev påvirket af ejerforholdene. Derimod reduceredes medarbejdernes direkte indflydelse væsentligt. De selskaber, der kunne fremvise driftsoverskud, fik reduceret deres skattebetalinger mærkbart gennem selskabs- og kapitalstrukturen.

Kapitalfondene brugte deres vidstrakte **netværk** til at source deals, finde købere til porteføljeselskaber og optimere bankfinansieringen. I flere tilfælde fandtes ledelse, ledende medarbejdere og bestyrelsesmedlemmer også gennem netværket.

Kapitalfondene **involverede** sig i forskellig grad i virksomhederne. Der indsattes ofte tidligere industriledere i bestyrelsen, som i alle tre tilfælde primært havde en rådgivende funktion. De reelle beslutninger blev truffet i mindre fora, hvor kun kapitalfonden og den daglige ledelse var repræsenteret. Kapitalfonden involverede sig direkte i kapitalstruktur og køb og salg af virksomheder, mens driften blev overladt til den daglige ledelse. I reglen tog det 6-12 måneder at opbygge tilliden mellem kapitalfond og ledelse.

Behovet for branchespecifik viden afhæng af branchen. I vidensintensive virksomheder, typisk i medicinalindustrien og finanssektoren, er specifik brancheviden forudsætningen for, at kapitalfonden forstår, hvordan virksomheden skaber værdi. Kapitalfonde, der investerer i disse sektorer, er således nødt til at **specialisere** sig. Derfor var branchespecifik viden vigtig i Nycomed, mindre vigtig i Logstor og uden betydning i DTGroup. Kapitalfondene tilførte dog primært industriel viden gennem de eksterne bestyrelsesmedlemmer.

English summary

The overall research question of this dissertation is, *how private equity firms can create value for their portfolio companies by the use of specific methods and skills*. The methods are the instruments, used by private equity firms, whereas the skills are their ability to use these methods in an efficient way.

Since private equity emerged in the mid-1970's there has been a considerable focus on this type of ownership. Some have criticized private equity for creating value to the shareholders at the expense of other stakeholders. Others have attempted to prove that private equity owned companies perform better than other companies.

The basis for this study is that no type of ownership is optimal under all circumstances. All companies undergo different stages and private equity ownership is best suited for companies with a need for swift transformation. Studies of the performance of private equity owned firms relative to the performance of other firms therefore do not further the understanding of the process of private equity value creation.

Private equity firms' role, as owners for a limited period of time, is best understood by analyzing them in the context they operate in. Private equity firms are not a homogeneous investor group responding in the same way to all challenges; however, they possess certain instruments and skills that form a pattern of the way they operate.

The purpose of this dissertation is to uncover this pattern. The method is a **case based analysis** of three Danish private equity owned firms, selected on the basis of a number of diversification requirements. The three cases are the building product retailer DT, which was private equity owned from 2003 to 2006, the producer of district heating pipes Logstor, which was owned by private equity in two stages from 1999 to 2013, and the pharmaceutical company Nycomed, which was owned by private equity in three stages from 1999 to 2013. In all three cases, the companies were exited so that the private equity ownership can be analysed as a whole.

The study is based on interviews with 21 persons, 20 of them directly associated with one of the three companies, while the last person represented a bank, participating in the financing of all three companies. The 20 persons, who were directly associated with the three companies, represent four groups: the private equity firms, the board of directors, the management and the employees. The representatives of the four groups explained, each from their perspective, how they thought the private equity firm worked with the company.

The theoretical basis for the study is **seven groups of theories**, each highlighting parts of the working methods of private equity. Thus the theories cover capital structure, agency

costs, information asymmetry, valuetransfer, networking, involvement and industry specialization.

Besides the overall research question, and based on the seven groups of theories, 20 subordinated research questions were formulated, forming the basis for the interview questions. The interview questions were the basis for the **semi structured interview**, where also company specific questions were asked, just as the interviewees had the opportunity to report relevant observations beyond the attention of the interviewer. Thus the interviewees were not restricted by the dichotomy of the interviewer.

The interviews were subsequently **coded** on the basis of the specific subordinated research question, which the interviewer believed the statement of the interviewee was answering.

The statements of the interviewees were then analyzed for convergence. To the extent the opinions converged across the four groups, the arguments were strengthened. However, when divergent opinions were expressed, the background for the divergence was analyzed, including knowledge and interest positions.

The cases were first analyzed separately to find case specific patterns. Then a **cross case analysis** was conducted, assessing the working methods and the skills across cases, to identify common patterns.

The study showed that the private equity firms contributed to the optimization of the **capital structure** of the companies by adjusting it in accordance with the pecking order theory. Client effects were utilized by issuing investor customized debt, and the private equity firms were able to operate with less equity in the portfolio companies as they were capable of swift capital adjustments.

The private equity firms were in general reducing **agency costs** by the implementation of incentive programmes (to motivate), by increasing the firm's debt (to discipline) and by the approval of strategies with mile stones (to control).

The managers themselves rejected the idea that their decisions were affected by the incentive programmes, thereby doubting the impact of the programmes. The statements can be explained by cultural differences, as Nordic managers in general have more feminine values than their American counterparts, or by the fact that the managers wanted to express modesty.

The study shows that high debt had a disciplinary impact on the well performing companies. One of the companies, however, was in a pressure situation, and in this case the high debt just stressed the company further.

In all three cases the management and/or the board of directors acknowledged the need for change before the company was bought by private equity. Thus, nothing indicates that the private equity firms exploited **information asymmetry** to identify hidden values. However, the private equity firms had the will and the resources to implement changes, unlike the former owners.

It can neither be confirmed nor rejected that the management exploited their knowledge about the company's potential to look after personal interests in cooperation with the private equity firm, thereby acting disloyally towards the former shareholders. The sales process of the company, however, was strictly managed by the board of directors, restricting the managements room for being disloyal.

Private equity has often been accused of **valuetransfers** from other stakeholders to shareholders. None of the private equity firms, however, transferred values from creditors, just as the pay conditions were unaffected by ownership. On the other hand, the participation rights of employees were markedly reduced. The tax payments of the well performing companies were significantly reduced by the company and capital structure.

The private equity firms used their extensive **network** to source deals, to find buyers for their portfolio companies and to optimize bank financing. In several cases, managers and board members were identified via the network.

The extent of **involvement** differed between the private equity firms. Often former industrial managers were appointed to the board of directors, in all three cases having primarily an advisory function. Real decisions were made in smaller forums, where only the private equity firm and the management were represented. The private equity firms were directly involved in all matters regarding capital structure as well as acquisitions and divestments, whereas the operation of the company was left to the management. As a rule, it took 6-12 months to build confidence between the private equity firm and the management.

The need for industry specific knowledge depends on the industry. In knowledge intensive companies, typically in the pharmaceutical industry and the finance sector, private equity's specific industry knowledge is the precondition for understanding how the company creates value. Thus private equity firms, investing in these industries, have to **specialize**. Therefore industry knowledge was essential at Nycomed, less essential at Logstor and unimportant at DT. However, private equity primarily contributes with industry knowledge through the appointment of external board members.

1. Indledning

Selv om forsøget ofte er blevet gjort, er det endnu ikke lykkedes at udpege den bedste ejerskabsform for virksomheder, formentlig fordi det ikke lader sig gøre. Alle ejerskabsformer har således fordele og ulemper, som det ikke er muligt at sammenvægte til en samlet overordnet, objektiv vurdering.

Det personligt ejede selskab har entydige beslutningsstrukturer, det familieejede sikrer langsigtet kontinuitet, det børsnoterede kan hente finansiering på kapitalmarkedet, og det industrielt ejede har adgang til synergier og ekspertise fra moderselskabet. Og så er der det kapitalfondsejede selskab, som denne afhandling handler om.

Det er ikke hensigten at sammenligne ejerskabsformerne, ej heller at foretage en vurdering af, om kapitalfondsejede selskaber klarer sig bedre eller dårligere end andre selskaber. Dels er gennemsnitsbetragtninger ikke nødvendigvis interessante, dels er det ikke muligt at isolere for alle de faktorer, der netop gør, at den ene selskabsform vælges frem for den anden.

Det er således ikke tilfældigt, at et selskab vælger at blive børsnoteret. Ofte overgår personligt ejede eller familieejede virksomheder til denne selskabsform, fordi virksomhedens indtjening ikke rækker til at finansiere selskabets fremtidige vækst, eller fordi de hidtidige ejere ønsker at reducere deres eksponering mod virksomheden. Og ofte bliver en virksomhed kapitalfondsejet, fordi de hidtidige aktionærer enten ikke vil eller ikke tør foretage de investeringer, der skal til for sikre virksomhedens vækst, eller ikke vil eller tør foretage de nedskæringer, der skal til for at gøre virksomheden profitabel.

1.1. Virksomhedens livsfaser og ejerstruktur

Virksomheder har forskellige livsfaser, og det er sjældent, at den samme ejerskabsform passer lige godt til samtlige livsfaser. Der er skrevet en del om både virksomhedens livsfaser og om optimal ejerstruktur. Det er dog ikke lykkedes mig at finde litteratur, der systematisk beskriver sammenhængen mellem livsfaser og optimal ejerstruktur, eller som identificerer virksomhedens livsfase som en væsentlig forklaring på dens ejerstruktur.

James (1973) beskriver i sin *Theory of the Corporate Life Cycle* virksomhedens fem mulige livsfaser:

1. Udviklingsfasen (the emergent phase)
2. Vækstfasen (the growth phase)
3. Den modne fase (the maturity phase), som følges af enten
4. A. Regenereringsfasen (the regeneration phase) eller
B. Nedgangsfasen (the declining phase)

James beskriver, hvordan finansiering, marketing, produktion og administration ændres ved overgangen fra den ene fase til den anden, men han tager ikke stilling til, hvilket ejerskab der passer virksomheden bedst i den givne situation.

I udviklingsfasen tilvejebringes kapitalen primært af ejerledelsen samt af nogle få eksterne investorer, og eventuelt overskud geninvesteres i virksomheden. I vækstfasen foretages en kapitalkrævende opskalering af produktionen samt eventuelt tilkøb af mindre virksomheder, idet den nødvendige kapital ofte hentes ved at bønnotere en mindretalsposition.

I den modne fase topper omsætning og indtjening i virksomheden, som samtidigt oplever faldende afkast af investeringer og faldende indtjeningsmarginal. Kreativiteten er vigende, og vigtige specialistmedarbejdere begynder at forlade virksomheden, som nu står ved en skillevej: enten fortsætter den i regenereringsfasen eller også indtræder den i nedgangsfasen.

Foretager virksomheden ingen aktive valg, risikerer den at påbegynde nedgangsfasen. Selskabet kan i stadigt mindre grad matche konkurrenternes produkter, og omsætningen, indtjeningen og aktiekursen er stærkt faldende. Helt centrale nøglepersoner forlader virksomheden, og det bliver stadigt vanskeligere at tiltrække kvalificerede medarbejdere. Virksomheden ender med at træde i likvidation.

Virksomhedens alternativ er at påbegynde regenereringsfasen gennem intern eller ekstern regeneration. Intern regeneration sker ved virksomhedens egen kraft. Urentable dele sælges fra, og der skaffes likviditet ved frasalg af aktiver, som ikke er strengt nødvendige for driften. Antallet af produktionsenheder reduceres og processerne automatiseres.

Virksomheden kan imidlertid nå frem til den erkendelse, at den ikke kan regenereres ved egen kraft. James peger her på fire muligheder for ekstern regeneration:

1. Den kontrollerende aktiepost sælges til et andet selskab mod et kapitalindskud i virksomheden.
2. Der søges en stærkere fusionspartner, og kontrollen overlades til den ny partner.
3. Virksomheden lader sig opkøbe af et mere succesfuldt selskab, som kan tilføre værdi til virksomhedens markedsposition, produkter og personale.
4. Der søges støtte hos offentlige myndigheder, hvis virksomheden er vigtig for den nationale eller lokale beskæftigelse.

I 1973 forestillede James sig formentlig, at andre virksomheder skulle indtræde i rollen som køber eller fusionspartner, men siden blev det i høj grad kapitalfondene, som påtog sig denne rolle.

Miller & Friessen (1984) opdeler ligeledes virksomhedens livscyklus i fem faser, idet regenerationsfasen dog erstattes af genoplivningsfasen (revival phase). Forfatterne ser allerede virksomhedens udfordringer i den modne fase, som karakteriseres af stærk konkurrence, begrænset produktdifferentiering og faldende vækst.

Disse udfordringer imødegår virksomheden i genoplivningsfasen gennem en divisionaliseret struktur, øget fokus på innovation og større produktdiversifikation. Det forudsættes således implicit, at virksomheden foretager det, James kalder "intern regeneration". Miller & Friessen ser imidlertid ikke på muligheden for ekstern regeneration, altså at udefra kommende potentielle ejere virker som katalysatorer for forandringsprocessen.

Ifølge Hansmann (1988) er den mest effektive ejerstruktur den, der minimerer de samlede kontrakt- og ejerskabsomkostninger. Kontraktomkostningerne påføres de interessenter, som ikke er ejere, mens ejerskabsomkostningerne påføres ejerne, som påtager sig residualrisikoen, dvs. den del af virksomhedens risiko, som ikke reguleres af kontrakter. Ejerskabsomkostningerne hidrører fra overvågning, fælles beslutningstagning og risici.

Overvågningsomkostningerne, som også påvises af Jensen og Meckling (1976), omfatter omkostningerne ved 1) at holde sig informeret om, hvad der foregår i virksomheden, 2) kommunikation mellem ejerne med henblik på at udveksle informationer og træffe beslutninger samt 3) at få ledelsen til at omsætte beslutningerne. Jo færre ejere, virksomheden har, desto lavere er overvågningsomkostningerne.

Omkostningerne ved at skulle træffe fælles beslutninger afhænger af, hvor afvigende ejernes indbyrdes interesser er. Jo større afvigelser, desto større omkostninger, specielt hvis der ikke eksisterer en effektiv mekanisme til afbalancering af de enkelte gruppers interesser. Risikoomkostningerne relaterer sig endelig til ejernes evne til at bære residualrisikoen.

Thomsen & Pedersen (1998) finder både branchemæssige og nationale forklaringer på udbredelsen af forskellige ejerskabsstrukturer. Kooperativer, multinationale datterselskaber og offentligt ejede selskaber ser således ud til at koncentrere sig om specifikke brancher. Derimod synes ejerskabskoncentrationen i højere grad at kunne forklare af nationale forhold. Omfanget af virksomheder med spredt ejerskab, dominerende mindretalsaktionærer eller familieejerskab er således i højere grad en funktion af forskelle i nationale rammebetingelser, såsom regulering af finanssektoren, skat af privat ejerskab (f. eks. formueskat), ejerskabsreguleringer (aktieklasser) samt aktiemarkedets effektivitet.

Franks et al. (2012) finder primært de nationale rammebetingelser afgørende for ejerskabsstrukturen. Der peges således på, at familieejede virksomheder kun udvikler

spredt ejerskab, typisk gennem en børsnotering, i lande med stærk investorbeskyttelse, veludviklede kapitalmarkeder og et aktivt marked for corporate control. Er disse betingelser ikke opfyldt, vil virksomheden ofte forblive i familieejerskab.

Teorierne om virksomhedens livscyklus på den ene side og teorierne om virksomhedens optimale ejerstruktur på den anden side giver et samlet fingerpeg om, i hvilken fase kapitalfondsejerskabet kan være den optimale ejerstruktur.

Udviklings- og vækstfasen: Det vil være naturligt for en virksomhed at starte som et personligt ejet selskab. Ideens skaber ved oftest bedst, hvordan ideen skal implementeres, og det personlige ejerskab minimerer derfor både omkostningerne ved at holde sig informeret og omkostningerne ved at omsætte ejerens beslutninger. I denne fase har selskabet desuden en størrelse, der muliggør direkte kommunikation mellem ejerleder og medarbejdere.

Den modne fase: Ofte lykkes det ejerlederen at engagere et eller flere familiemedlemmer, som entusiastisk viderefører virksomheden i grundlæggerens ånd. Men familiemedlemmernes engagement ebber som regel ud i tredje generation¹. Formuen har vokset sig stor nok til at finansiere en "arbejdsfri" tilværelse, ejerskabet er blevet spredt på mange familiemedlemmer med vidt forskellige interesser, og virksomheden har nået en størrelse, hvor der ikke længere er kontakt mellem ejerledere og medarbejdere.

Overvågningsomkostningerne stiger betydeligt, dels fordi flere ejere skal sætte sig ind i virksomhedens forhold, dels fordi det bliver stadigt vanskeligere at sammenføre de mange ejeres forskellige interesser. Nogle familiemedlemmer vil således ønske at binde kapitalen i virksomheden, mens andre vil foretrække højere udbyttebetalinger.

Familiemedlemmerne vil holde aktierne i virksomheden en tid, men stadigt flere vil af naturlige årsager ikke være engageret i virksomheden, og de vil formentlig ønske at reducere eksponeringen på selskabet. Det kan ske ved at sælge virksomheden til en anden virksomhed, ved at børsnotere den, eller ved at sælge den til en kapitalfond.

Sælges den til en industriel virksomhed, vil den enten blive fuldt integreret i virksomheden eller videreført som en division eller et datterselskab. Videreføres den som en selvstændig enhed, sker det ofte, at ejerens ledelsesmæssige fokus på virksomheden forsvinder, og at virksomhedens udvikling forsømmes. Det kan gøre virksomheden til et attraktivt target for en kapitalfond.

Forudsætningen for, at virksomheden kan børsnoteres er, at de institutionelle rammebetingelser er til stede. Både Thomsen & Pedersen (1998) samt Franks et al. (2012) peger på vigtigheden af, at der eksisterer et effektivt aktiemarked. Sammenlignet med

¹ Eksempler herpå er A. P. Møller, F. L. Smith og Louis Poulsen.

verdens største PE-marked (USA) og Nordens ditto (Sverige) er det danske aktiemarked imidlertid relativt beskedent, både målt på market cap og omsætning i pct. af BNP (Spliid, 2013). Allerede i den modne fase udgør kapitalfondene derfor et nærliggende investoralternativ for en periode.

Regenereringsfasen/nedgangsfasen: Forsømmes udviklingen, vil virksomheden før eller siden ikke opfylde ejerens afkastkrav, og den vil derfor blive sat til salg. I denne situation er virksomheden ikke børsnoteret, men har brug for en ejer, der kan og vil foretage rentabilitetsskabende omstruktureringer. Den ny ejer kan være en industriel investor, som kan opnå synergier ved at integrere virksomheden, eller en finansiel investor, som er villig til at finansiere de investeringer, der skal til for at øge virksomhedens rentabilitet.

Om det bliver en industriel eller en finansiel investor, der byder højst, afhænger af mange parametre, men konjunkturudsigterne og renteniveauet er formentlig de vigtigste makroøkonomiske faktorer.

I langt de fleste tilfælde er den industrielle investor allerede eksponeret mod målselskabets branche. Er udsigterne for branchen gode, vil en industriel investor føle sig komfortabel med at øge sin (i forvejen store) branchemæssig eksponering, er de derimod usikre, vil der blive udvist tilbageholdenhed. Da kapitalfonden omvendt har spredt sine investeringer på flere brancher, vil den være mindre bekymret for branchens konjunkturudsigter. Til gengæld vil renteniveauet og adgangen til lånekapital være afgørende.

Kapitalfondene må derfor antages at kunne byde en relativt bedre pris, når renten er lav, og konjunkturudsigterne er usikre. Omvendt må den industrielle investor alt andet lige kunne forventes at byde højst, når konjunkturudsigterne er gode og renten er høj, eller der er knaphed på lånefinansiering. En nærmere undersøgelse af disse sammenhænge kunne være interessant, men indgår ikke i denne afhandling.

Som udgangspunkt påtager kapitalfonden sig aldrig rollen som langfristet investor. De investeringstilsagn, kapitalfonden tildeles af sine investorer, gælder i langt de fleste tilfælde for en periode på ti år. Inden for denne tidshorisont skal porteføljevirksomhederne købes, udvikles og sælges. Det betyder, at ejerskabet som regel vil vare mellem tre og syv år.

Virksomheder vil således typisk være i kapitalfondsejerskab, når

1. virksomheden har behov for omstruktureringer for at blive rentabel.
2. virksomheden har et stort uudnyttet potentiale, som de hidtidige ejere ikke vil, tør eller kan udnytte.
3. renten er lav og lånemulighederne gode.
4. konjunkturudsigterne er usikre.

Det giver derfor ingen mening at sammenligne kapitalfondsejerskabet med andre ejerskaber. Ejerskaberne tjener forskellige formål, har forskellig varighed, er forbundet med forskellige risici og foretages ofte i forskellige konjunktursituationer.

Derimod giver det i høj grad mening at undersøge hvilke metoder, kapitalfondene anvender, og hvilke kompetencer, de besidder. Ikke for at sammenligne med andre ejerskabsformer, men for at forstå, om det overhovedet giver mening, at kapitalfondene indtræder som midlertidige ejere af virksomheder.

1.2. Kapitalfondenes baggrund

Kapitalfonde, som vi kender dem i dag, opstod i USA i midten af 70'erne. Fra starten var konceptet² at investere i virksomheder for at videresælge dem efter 3-7 år. Det var ligeledes fra starten et vigtigt element, at en stor del af købesummen blev fremmedfinansieret ved optagelse af bank- eller obligationslån.

Da kapitalfonden KKR i midten af 70'erne startede op i USA, var det de stabile cash flows, der var interessante. LBO-modellens kerne var dengang, at det løbende cash flow ikke blot skulle kunne betale renterne af den (høje) gæld, men også række til en betydelig nedbringelse af gælden i kapitalfondens ejerperiode. Princippet kaldtes *bootstrapping*, fordi gælden blev nedbragt gennem virksomhedens eget cash flow (Baker & Smith, 1998).

Senere kom *filetering* af virksomheder gennem frasalg af randaktiviteter (*asset stripping*) til at spille en stadigt mere fremtrædende rolle. I 80'erne handledes synergiløse konglomerater med en discount i forhold til den indre værdi, og mange kapitalfonde så derfor en mulighed for at skabe merværdi gennem opsplitning af konglomeraterne. Det skete i første omgang ved at "frikøbe" datterselskaber med aktiviteter uden for moderselskabets kerneaktiviteter. Senere opkøbtes hele konglomerater, som derefter blev opsplittet og børsnoteret eller videresolgt til industrielle investorer (Renneboog & Simons, 2005).

Både bootstrapping og filetering var primært baseret på finansielle og analytiske færdigheder, som frem til slutningen af 80'erne var kapitalfondenes kernekompetencer. Det handlede om at kunne foretage den rigtige værdiansættelse og om at sammensætte den optimale finansiering. Derimod foretog kapitalfondene kun i begrænset omfang fundamentale omstruktureringer af de opkøbte virksomheder.

Frem til slutningen af 80'erne skabte kapitalfondene hovedsageligt merværdi gennem finansielle tiltag. Fra midten af 80'erne hentes en stor del af finansieringen på det store og likvide junk bond marked, som gav kapitalfondene mulighed for at gennemføre stadigt større transaktioner (Zey, 1993). Så længe renterne var til at betale ud af

² For en nærmere beskrivelse af kapitalfondenes arbejdsmetoder, se Spliid (2007) pp. 13-50.

porteføljevirksomhedernes cash flow, kunne kapitalfondene skabe et betydeligt afkast til både investorerne og managerne ved at indkassere forskellen mellem cash flowet og renteudgifterne. Netto cash flowet brugtes til løbende nedbringelse af gælden, så gearingen, og dermed investeringsrisikoen, kunne reduceres væsentligt i løbet af investeringsperioden. Ifølge Kaplan & Schoar (2003) udviste kapitalfonde, etableret mellem 1983 og 1989, et væsentligt højere afkast end kapitalfonde etableret i periode 1990 til 1997.

Mange privatejede og børsnoterede selskaber var overkapitaliserede, enten fordi ejeren ikke ønskede at trække kapital ud, eller fordi direktionen skabte sig et bekvemt råderum til imødegåelse af fejlpositioner (Jensen & Meckling, 1976). Resultatet var ineffektiv kapitalanvendelse, men det lagde kapitalfondenes aktiviteter efterhånden en betydelig dæmper på. Overkapitaliserede virksomheder kom i søgelyset, fordi kapitalfondene kunne skabe merværdi uden at påtage sig store udviklingsrisici.

I 1990 brød junk bond markedet sammen, og dermed forsvandt en afgørende finansieringskilde for kapitalfondenes overtagelsesaktiviteter. Da aktiemarkedet og de industrielle investorer samtidigt var blevet bedre til at spotte overtagelseskandidaternes skjulte værdier, blev det efterhånden stadigt vanskeligere for kapitalfondene at skabe merværdi ved bootstrapping og filetering (Kaufman & Englander, 1993).

I midten af 90'erne startede en lang periode med faldende renter og stigende aktiekurser, og det fik virksomhedernes indtjeningsmultipler til at stige. Det blev samtidigt indledningen til en ny periode, hvor en stor del af kapitalfondenes afkast kunne skabes gennem videresalg af porteføljevirksomheder til stadigt højere multipler (multiple-riding). Omstruktureringerne i slutningen af 90'erne lagde vægten på *balanceoptimering* og også egentlige *driftsmæssige tiltag*. Mens balanceoptimeringen lå inden for kapitalfondenes traditionelle finansielle kernekompetencer, repræsenterede de operationelle tiltag en helt ny disciplin.

Balanceoptimeringen skabtes ved at øge cash flowet gennem en reduktion af virksomhedens arbejdskapital. Leverandørernes og kunders betalingsfrister krævedes forlænget hhv. forkortet. Antallet af leverandører blev reduceret, så der blev større ordrer til de udvalgte, som så til gengæld måtte indrømme betydelige rabatter. Og varelagrene nedbragtes typisk gennem mere fleksibel produktion, en reduktion i antallet af varenumre og en effektivisering af distributionsstrukturen. Disse tiltag kunne foretages på tværs af brancher og forudsatte kun et begrænset industrispecifikt kendskab (Meerkat et al., 2008).

Netop omkring begyndelsen af 90'erne så de første nordiske kapitalfonde dagens lys, og de første pionerer var tre svenskere. Björn Savén etablerede i 1989-90 Industri Kapital, og Robert Andreen startede stort set samtidigt Nordic Capital. I 1994 fulgte Conni Jonsson efter med EQT, og i 2003 forlod Harald Mix Industri Kapital for at starte kapitalfonden

Altor. Disse fire kapitalfonde, som i dag investerer i alle de nordiske lande, har i de sidste ti år stået for langt hovedparten af de nordiske kapitalfondes investeringer.

De to største dansk baserede kapitalfonde er Axcels, som etableredes i 1994, og Polaris, som fulgte i 1998, men danske kapitalfonde er langt fra ene om at investere i danske virksomheder. Svenskerne er således meget aktive i Danmark, og både britiske, franske og amerikanske kapitalfonde har eller har ejet danske virksomheder.

1.3. Kritik af kapitalfondene

I begyndelsen af 70'erne var der slet ingen kapitalfondene. I begyndelsen af 80'erne var de betydende aktører i USA og gennemførte en række spektakulære transaktioner. I 90'erne startede de første nordiske kapitalfonde, og i 00'erne kom de danske kapitalfonde for alvor på banen.

Kapitalfonde har i de sidste 30-40 år bredt sig globalt, formentlig fordi de har dækket et behov, andre aktører ikke har været i stand til at dække. Ikke desto mindre har kapitalfondene været kritiseret skarpt for at have skabt deres succes på andres bekostning. Ved at tilsidesætte uskrevne moralske spilleregler skulle de således have været i stand til at generere overnormale afkast.

Kritikken for tilsidesættelsen af moralske spilleregler fremføres bl.a. af Faludi (1990), Münterefering (2005) og Nyrup (2007).

Den amerikanske journalist, Susan Faludi, skrev i 1990 en artikel i Wall Street Journal³, hvor hun fremhævede de negative sociale konsekvenser som følge af den amerikanske kapitalfond KKR's overtagelse af supermarkedskæden Safeway. Hun skrev bl.a.

In stores around the country, employees report that management is pushing out older, skilled and well-paid employees, turning to cheap part-time help (who don't get medical insurance and other benefits) and piling extra work on the remaining staff. Union officials estimate the average age of the stores' work force has dropped 10 years since the buy-out; a company spokesman disputes this, but says Safeway doesn't track age.

Artiklen indbragte Faludi Pulitzer prisen for forklarende journalistik i 1991.

Franz Müntefering, den daværende formand for det tyske SPD, udtalte i 2005 følgende til en tysk avis⁴:

Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir.

Udtalelserne blev starten på den såkaldte "Heuschreckendebatte" i Tyskland.

"Heuschrecken" er det tyske ord for græshopper, og analogien er, at der er tale om skadedyr, der overfalder marker, plyndrer dem og drager videre til den næste mark.

³ Wall Street Journal, 16.05.1990.

⁴ Bild am Sonntag, 17.04.2005.

I Danmark blev det forhenværende statsminister, Poul Nyrup Rasmussen, der satte sit præg på debatten med bogudgivelsen *I grådighedens tid, kapitalfonde og kasinoøkonomi (2007)*. I bogen skriver Nyrup bl.a.

Jeg tror, de fleste af os – i Danmark og Europa – mener, at vores virksomheder også skal være her om 10 eller 20 år. Derfor skal der helst også være overskud i morgen og i overmorgen. Derfor skal der investeres – og det skal en del af overskuddet bruges til sammen med en fornuftig fremmedfinansiering. Men når kapitalfondene køber op med enorm låntagning og overførsel af gæld på virksomheden, så er det i virkeligheden ikke anden end ren og skær *financial engeneering*. Det er jo endbetydende med, at *fremtidens* indtjening og aktionærer betaler for *nutidens grådighed*. Og det går stærkt. Det ved vi fra de såkaldte *Quick flips*, hvor man trækker værdier ud og hurtigt sælger virksomheden videre inden for ét til to år. Grundholdningen om hurtigst muligt og størst muligt afkast til aktionærerne – den såkaldte *shareholder value* – har også bredt sig til store ikke-opkøbte virksomheder.

I sin egenskab af formand for de europæiske socialdemokrater tog Nyrup kapitalfondstemaet op i den socialistiske gruppe i Europaparlamentet. Parlamentsgruppen besluttede at nedsætte en arbejdsgruppe, som i 2007 udgav rapporten "Hedge Funds and Private Equity, a critical analysis". I rapporten hedder det bl.a. om hedgefondes og kapitalfondes investeringsstrategi:

Hedge funds and private equity funds are based on investment strategies with a much shorter time horizon than is needed for long-term investment in the real economy of Europe. Looking at the LBOs' major strategies, there is an even stronger shortening of the time horizon for retrieving the money invested with extremely high benefits. Several methods of ensuring these returns and fees are at his disposal: extraordinary shareholder dividends, stepped increases in leverage, fees, job cuts, sale or flotation. The LBO managers take their time and choose the exit method that would maximise the cash-flow. All this is done quite independently of the long-term interest of the company.

Holdningen til kapitalfondenes overskridelse af udskrevne regler er den ene side af kritikken, den anden er, at der skabes overnormale profitter ved at forfølge denne strategi.

1.4. Kapitalfondenes historiske performance

Der er dog ingen videnskabeligt belæg for at påstå, at kapitalfonde er i stand til at præstere signifikant højere afkast end passive investeringer i aktiemarkedet, og slet ikke hvis der korrigeres for risiko.

Kaplan & Schoar (2003) undersøgte 746 amerikanske kapitalfonde (alle med mindst 5 mio. USD commitment) for perioden 1980-2001 og nåede frem til, at buyout-fonde ikke overperformer det amerikanske aktieindeks S&P500, om end analysen ikke er kontrolleret for risiko og selection bias:

Over the entire sample period (1980 to 1997), average fund returns net of fees are roughly equal to those of the S&P 500. Weighted by committed capital, venture funds outperform the S&P 500 while buyout funds do not. Our estimates also suggest that gross of fees, both types of private equity partnerships earn returns exceeding the S&P 500. We acknowledge, however, that the average return results are potentially biased because we do not control for differences in market risk and because of possible sample selection biases.

Meerkat et al. (2008) sammenlignede afkastet af 218 kapitalfonde, som var startet mellem 1980 og 2002 med afkastet på MSCI World Indeks. I sammenligningen mellem aktiemarkedets og kapitalfondenes afkast justeredes for tre faktorer: (1) Leverage, (2) Likviditet og (3) Indtjeningsstabilitet, idet kapitalfondsejede selskaber generelt har højere leverage, er mindre likvide og har en mere stabil indtjening end gennemsnittet af

børsnoterede selskaber.

Kapitalfondene havde i perioden et IRR-afkast på 13%, mens MSCI World Index afkastede en IRR på 10% p.a. 4% af kapitalfondenes 13% skyldes dog leverage (fratrækkes), og 1% at der investeredes i mere illikvide selskaber (fratrækkes). Til gengæld investerede kapitalfondene i mere indtjeningsstabile selskaber, og det kan forklare 2% af de 13% (tillægges). Justeret for risiko afkastede kapitalfondene således det samme som aktiemarkedet.

Tabel 1. Sammenligning mellem kapitalfondenes og aktiemarkedets afkast.

Kapitalfondenes IRR	Leverage fradrag	Illikviditets fradrag	Stabilitets tillæg	Kapitalfondenes risikojusterede IRR	MSCI World Indeks' IRR
13%	-4%	-1%	+2%	10%	10%

Kilde: Meerkat et al. (2008)

Meerkat et al. (2008) konkluderer således, at

on a risk adjusted basis, private equity does not outperform the public capital markets; nevertheless it remains an attractive asset class for investors.

Intet tyder således på, at kapitalfondene som klasse giver et systematisk højere afkast end passive investeringer på aktiemarkedet, og da slet ikke når der modregnes for kapitalfondenes gebyrer, som typisk består af et management fee og et performance fee. Management fee udgør normalt 2 pct. af det tilsagte (committede) beløb i de første fem år og 2 pct. af det investerede beløb efterfølgende. Hertil kommer management fee på 20 pct. af den del af afkastet, der overstiger 20 pct. af en hurdle rate på typisk 8 pct.

Phalippou & Gottschalg (2009) undersøgte 852 fonde, rejst mellem 1980 og 1993, som alle var realiseret på undersøgelsestidspunktet. De nåede frem til, at fondene i gennemsnit overperformede S&P 500 med 2,96 pct. før gebyrer, men underperformede med 3,83 pct. efter gebyrer. Kapitalfondenes gebyrer reduceredes således alfa med 6,79 pct.

Det interessant er, at kapitalfondenes partnere synes at få mest ud af dette arrangement, mens investorerne opnår et lavere afkast, end de ville kunne på aktiemarkedet. Der kan være mange forklaringer på, at investorerne desuagtet allokerer betydelige midler til denne aktivklasse.

Phalippou & Gottschalg peger således på, at investorerne muligvis har et biased syn på afkastet, fordi der typisk rapporteres afkast før gebyrer. Investorerne kan også vildledes af høje IRR, som overvurderer det reelle afkast. IRR tager således ikke hensyn til, at tilsagn kræver et lavt forrentet likviditetsberedskab hos investor, og at et højt IRR kan dække over et højt afkast for en meget kort periode.

Der kan heller ikke ses bort fra, at der er betydelige forskellige i kapitalfondenes afkast. Selv om kapitalfondene ifølge Phalippou & Gottschalg i gennemsnit underperformer med

næsten 4 pct., overperformede de 25 pct. bedste fonde med 12 pct. Det kan ikke afvises, at (for) mange investorer har en forventning om at investere i netop en fond med topperformance.

Der er foretaget adskillige kvantitative sammenligninger mellem kapitalfondsejede virksomheder og virksomheder i andet ejerskab for enten at bevise eller at modbevise, at kapitalfondene har større succes end andre ejere.

Fra Danmark bør fremhæves tre forsøg på at teste udviklingen i en række nøgletal i kapitalfondsejede virksomheder (KEV) i forhold til virksomheder i andet ejerskab (VAE).

Erhvervs- og Økonomiministeriet (2006) analyserede udviklingen 1995-2005 i 108 KEV i forhold til en referencegruppe af VAE med mere end 120 ansatte (vækst i beskæftigelse, omsætning, kapitalapparat, kapitalintensitet og produktivitet). Metoden tog dog ikke hensyn til forskelle i brancher, og derved lykkes det ikke at isolere branchespecifikke konjunkturer. Rapporten konkluderer bl.a., at både beskæftigelse og omsætning vokser kraftigere i kapitalfondsejede virksomheder end i referencegruppen. Kapitalapparatet vokser langsommere, men dog hurtigere end før overtagelsen.

Frederik Vinten (2008) testede udviklingen 1991-2004 i 73 KEV i forhold til 545 kontrolvirksomheder (GROA, OROA, Asset Turnover, ROCE og Asset Growth). For hver KEV udvalgte de 5 VAE (kontrolvirksomhederne), som både branchemæssigt og størrelsemæssigt matchede den enkelte KEV bedst. Selv om KEV og VAE lå i samme NACE-gruppe, er der inddraget VAE, som er så forskellige i forhold til KEV hvad produkter, teknologi og markeder angår, at værdien af en sammenligning må betvivles. Vintens konklusioner er, at kapitalfondsejerskab har en negativ udvikling på selskabets performance i forhold til kontrolvirksomhederne.

Achleitner & Lichtner (2011) analyserede for DVCA⁵ værdiskabelsen i exitede danske KEV fra 11 kapitalfonde. I analysen indgik 44 KEV, som benchmarkedes i forhold til børsnoterede VAE, som indgår i Dow Jones Europe Total Market index. Kravene til den enkelte VAE var tilhørsforholdet til samme ICB-sektorkode som KEV samt en lavest mulig procentvis afvigelse i salg og EBITDA mellem KEV og VAE på investeringstidspunktet. Analysen omfattede dog hverken konkursramte KEV-selskaber eller danske VAE-virksomheder (selection bias). Analysen viste, at KEV opnåede en IRR på 28% efter fraregning af leverageeffekten, mens VAE afkastede 22%. Det operationelle alfa (merafkast) udgjorde dermed 6%.

Der er således ikke noget entydigt billede af, hvordan kapitalfondsejede virksomheder klarer sig i forhold til andre virksomheder. Kaplan & Strömberg (2008) påpeger desuden, at analyser af kapitalfondenes performance potentielt lider under selection bias, fordi

⁵ DVCA = Danish Venture Capital and Private Equity Association, de danske kapitalfondes interesseorganisation.

detaljerede data fra private firmaer ikke altid er til rådighed. Det største problem i Danmark er imidlertid snarere vanskeligheden ved at finde kontrolvirksomheder, der matcher de kapitalfondsejede selskaber, specielt for de større virksomheders vedkommende.

Når kapitalfonde alligevel påkalder sig investorernes interesse, kan der være to forklaringer: (1) Kapitalfondes afkast har en lav korrelation til aktiemarkedet, og giver dermed investorerne en diversifikationsmulighed og (2) Nogle kapitalfonde udviser markant højere afkast end andre.

Der er således stor spredning i kapitalfondenes afkast, og de fonde, der ligger blandt de 25% bedste, har en tendens til at bevare toppositionen igennem en længere periode. Thomson Reuters analyse⁶ af europæiske kapitalfonde viser, at fondene i gennemsnit gav et afkast på 16,3% i perioden 1980-2007. Den fjerdedel af fondene, der klarede sig bedst, nåede et gennemsnit på 34,2%, idet alle fonde i denne gruppe opnåede et afkast på mindst 19,1%. Det indikerer, at kapitalfondenes afkast ikke blot er drevet af markedsbestemte faktorer, men at nogle er mere kompetente end andre.

Spredning i afkast er imidlertid ikke forbeholdt kapitalfonde. Også porteføljemanagere af aktiefonde udviser en betydelig spredning i performance. Det peger i retning af, at det ikke er det overordnede koncept, der skaber succes. Såvel kapitalfondsmanagernes aktive ejerskab som aktieporteføljemanagernes passive ejerskab kan resultere i såvel gode som dårlige afkast.

1.5. Problemformulering

Formålet med denne afhandling er ikke at vurdere hvilke typer ejerskaber, der er bedst, men at finde frem til, hvordan kapitalfondene skaber værdi. Det forudsætter en dybdegående analyse af udvalgte kapitalfondsejede porteføljevirkomheder, så de konkrete tiltag kan vurderes i en kapitalfondsmæssig sammenhæng. I kapitel 2 redegøres nærmere for metodevalget.

Der er foretaget mange analyser af kapitalfonde med udgangspunkt i, at der er tale om en relativ homogen gruppe af kapitalforvaltere, som tænker og arbejder efter nogenlunde samme mønster. Men der er betydelige forskelle i kapitalfondenes tilgang, og hvert porteføljeselskab er en enkeltstående udfordring.

Udgangspunktet for denne afhandling er, at den enkelte kapitalfond skaber værdi ved brug af både metoder og egne kompetencer. Metoderne er de konkrete instrumenter, kapitalfonden anvender, mens kompetencerne er evnen til at bruge disse instrumenter

⁶ Afkastet er beregnet som pooled IRR, dvs. at alle kapitalfondenes cash flows samt værdien af ikke realiserede investeringer lægges sammen, som hvis der havde været tale om én enkelt fond. I den samlede undersøgelse indgik 1.223 privat equity fonde, hvoraf 399 var de buyout-fonde (kapitalfonde), som jeg referer til. Alle fondene påbegyndte deres aktiviteter i perioden 1980-2007.

effektivt. Kompetencerne afhænger således af, hvilke erfaringer og færdigheder, kapitalfondens medarbejdere har erhvervet sig, både fra udviklingen af porteføljeselskaber i kapitalfondsregi og fra tidligere jobs i M&A- og akkvisitionsfinansieringsafdelinger i banker eller konsulenthuse.

Det overordnede forskningsspørgsmål er derfor:

Hvordan skaber kapitalfondene værdi for deres porteføljevirkksomheder ved brug af metoder og kompetencer?

I princippet kan alle potentielle investorer benytte sig af de metoder, kapitalfondene anvender, men det forudsætter, at de også har kompetencerne, eller kan skaffe sig adgang til dem, og at de har adgang til kapital på linje med kapitalfondene.

Metoderne og kompetencerne er genstand for en nærmere undersøgelse i denne afhandling. Der tages udgangspunkt i eksisterende teorier inden for de specifikke områder, og det undersøges, hvorvidt de observerede cases bekræfter eller afkræfter teoriernes forudsigelser.

2. Metode

Formålet med denne afhandling er at belyse de metoder, kapitalfondene anvender og at analysere, om kapitalfondene har særlige kompetencer til at anvende disse metoder. Det belyses bedst i sin helhed ved at udvælge konkrete investeringscases, hvor kompetenceanvendelsen vurderes gennem interviews af både dem, der formodes at besidde kompetencerne (kapitalfondenes medarbejdere) og af dem, som i første række berøres af resultaterne af deres anvendelse (bestyrelse, direktion, medarbejdere og banker).

Ved at foretage casebaserede analyser ses forløbet i sin helhed, og kapitalfondenes brug af metoder og kompetencer ses i den kontekst, hvori de er blevet anvendt. Grundlaget for denne afhandling er derfor en *casebaseret analyse af tre danske virksomheder*, som er købt, udviklet og videresolgt af kapitalfonde.

2.1 Valg af metode

Hovedvalget stod imellem en kvantitativ og en kvalitativ analyse. Fordelen ved den *kvantitative* analyse er, at der kan foretages statistiske generaliseringer fra en stikprøve til hele populationen. På baggrund af repræsentativt udvalgte kapitalfondsinvesteringer ville det således være muligt at bevise sammenhænge inden for videnskabeligt accepterede statistiske signifikansniveauer. Den kvantitative analyse kunne tage udgangspunkt i regnskabstal, performedata eller en spørgeskemaundersøgelse.

Der har tidligere været foretaget en række undersøgelser af, hvorledes kapitalfondsejede virksomheder klarer sig i forhold til virksomheder i andet ejerskab, jf. afsnit 1.4. Undersøgelserne har dog primært haft en investeringsvinkel med det formål at analysere kapitalfondenes evne til at generere afkastmæssigt alfa i forhold til aktiemarkedet.

En kvantitativ tilgang ville have været relevant, hvis det havde været muligt at måle effekten af kapitalfondenes metoder og kompetencer i forhold til andre ejeres metoder og kompetencer, altså at beregne "kapitalfondenes metode- og kompetencemæssige alfa". Både metoder og kompetencer er imidlertid vanskelige at kvantificere, og frem for alt er de vanskelige at isolere fra alle de mange andre faktorer, der bestemmer den enkelte investerings performance.

Ved *spørgeskemaundersøgelser* er det muligt at få relevante faktorer med, som ikke nødvendigvis afspejler sig i regnskabet og værdiudviklingen. Fordelen ved denne metode er, at der kan fokuseres på faktorer, der er ejerskabs- eller kompetencespecifikke, og at der således kan inddrages andre faktorer end regnskabs- og afkasttal.

En sådan undersøgelse vil dog ikke alene kunne støtte sig på besvarelser fra kapitalfondene. Det vil således være nødvendigt at inddrage andre informanter for at undgå, at resultatet farves af kapitalfondenes selvopfattelse. Der er imidlertid ingen acceptabel løsning på, hvordan man skal forholde sig, hvis informanter med forskellige roller giver modstridende svar. En sammenvægtning af svarerne er meningsløs, og det er ikke muligt at gå dybere ned i begrundelsen for svarene uden en (muligvis endeløs) række af nye spørgeskemaer.

Det kvalitative interview giver, i modsætning til spørgeskemaundersøgelser, interviewpersonerne lov til, i hvert fald i princippet, at protestere mod forskerens spørgsmål og fortolkninger (Kvale & Brinkmann, 2009). Derved opnås to ting: for det første reduceres sandsynligheden for, at interviewpersonens svar er baseret på en misfortællelse af det stillede spørgsmål. For det andet er det muligt at dykke ned i svarets kompleksitet og stille følgespørgsmål, som kan afsløre sammenhænge, der ikke er antaget på forhånd.

Denne afhandling har, som nævnt, en *kvalitativ, casebaseret* tilgang. For at styrke argumentationen vil der ligeledes blive henvist til resultaterne af kvantitative videnskabelige undersøgelser fra udlandet, primært USA, hvor forudsætningerne for denne metode er opfyldt mht. antal observationer, reliabilitet og datavaliditet.

2.2. Casebaserede analyser bidrager med unik detailviden

Når valget er faldet på en multipel casebaseret analyse skyldes det således, at det er muligt at vurdere individuelle årsagssammenhænge. Kvantitative analyser er nok relevante, hvis der kan findes gennemgående (og entydige) forklaringer på årsagssammenhænge, til gengæld er det ofte vanskeligt at sondre mellem årsag og virkning, hvortil kommer problemerne med at finde egnede instrumentvariable (Angrist & Krueger, 2001).

Casestudier synes således bedre egnede til at beskrive komplicerede sammenhænge. Metoden giver desuden mulighed for at anlægge flere teoretiske synsvinkler, at undersøge et fænomen i dets kontekst og at undersøge flere niveauer. Netop fænomenets kontekst er væsentligt i denne afhandling, hvor tre *danske cases* analyseres. Langt de fleste analyser af kapitalfondenes metoder og kompetencer baserer sig i sagens natur på amerikanske data, men spørgsmålet er, om der kan generaliseres fra USA til forhold i andre lande.

Governance mechanisms and the institutional environment in which they are embedded are strongly influenced by forces developed at the national level, and for this reason it is difficult to extend the result of a one country study to other national settings (Zattoni & van Ees, 2012).

Ifølge Zattoni et al. (2013) er der foretaget relativt få kvalitative analyser med fokus på corporate governance. Som en af årsagerne peges på den restriktive adgang til de centrale spillere, ikke mindst bestyrelsesmedlemmerne. Flere kvalitative analyser er imidlertid nødvendige for at kunne forstå sammenhængen:

We need to consider how industry and national context influences corporate governance behaviors and outcomes, as well

as how path dependent corporate governance actually is.

Individuelle cases kan ganske vist ikke bruges til at bevise en teori (f. eks. at A altid fører til B), men de kan anvendes til at modbevise en antagelse (Siggelkow, 2007). Konkrete cases kan altså sandsynliggøre, at kapitalfonde *ikke* nødvendigvis besidder en given kompetence. Gennem de enkelte cases er det muligt at komme tættere på sammenhænge.

Regardless of how cases are eventually used, research involving case data can usually get much closer to theoretical constructs and provide a much more persuasive argument about causal forces than broad empirical research can (Siggelkow, 2007).

Kvalitative analyser er også åbne over for uventede hændelser (unanticipated events), og giver mulighed for beskrivelser af helheder, som ikke kan reduceres til nogle få variable (Gephart, 2004). Desuden kan et signifikant fænomen undersøges under sjældent forekomne eller ekstreme omstændigheder (Eisenhardt & Graebner, 2007).

Hver case er et separat eksperiment, som står alene. Som en serie relaterede laboratorieforsøg er multiple cases individuelle eksperimenter som tjener til replikationer, modsætninger og udvidelser af den teori, der bygges op (Yin, 1994).

Eisenhardt & Graebner (2007) påpeger dog, at mens laboratorieforsøg isolerer fænomenet fra dets sammenhæng, bidrager case studies til forståelsen af hele den omfattende reale sammenhæng, som fænomenet forekommer i.

Mens analysen af en specifik case kan beskrive eksistensen af et fænomen, giver analysen af flere cases et bedre grundlag for at udvikle en teori (Yin, 1994). Flere cases giver desuden mulighed for sammenligninger med henblik på at fastslå, om en sammenhæng er specifik (idiosynkratisk) eller generel.

Casebaserede analyser er ofte blevet kritiseret for at være baseret på anekdotisk evidens, dvs. at der generaliseres ud fra enkeltstående tilfælde. Men det er vigtigt at forstå, at casebaserede analyser ikke søger *statistisk generalisering* ved at generalisere fra casen til hele populationen. Denne metode er forbeholdt den statistiske (kvantitative) analyse, som netop generaliserer fra stikprøven til hele populationen.

I den casebaserede analyse foretages der alene en *teoretisk generalisering*, dvs. fra casen til teorien. Anvendelsen af flere cases, som i denne afhandling, kan dog ikke sammenlignes med en udvidelse af stikprøven i en statistisk analyse. Formålet med at bruge flere cases er alene at styrke udsagnet ved at påvise, at et mønster gentager sig (repliceres) i flere cases.

Den analyserede formodning styrkes yderligere ved at inddrage flere datakilder og/eller metoder i analysen. Hvis det samme fænomen kan iagttages ved brug af forskellige kilder eller metoder, styrkes formodningen. Brugen af forskellige vinkler til besvarelsen af samme spørgsmål kaldes *triangulering*, og i det omfang resultaterne peger i samme retning, er der tale om *konvergens*.

2.3. Afhandlingens forskningsdesign

Denne afhandling er baseret på en multipel caseanalyse med en deduktiv analysestrategi, idet der tages udgangspunkt i eksisterende teorier. *Analyseenheden* er kapitalfondenes investeringsansvarlige medarbejdere. Da fænomenet er et særligt aspekt i casen, og ikke selve casen, er der tale om en indlejret analyse.

Formålet er at undersøge, hvordan kapitalfondene direkte og indirekte skaber værdi i kapitalfondsejede virksomheder ved at kombinere metoder og kompetencer. Den samlede værdiskabelse vurderes ud fra den gevinst, kapitalfonden har opnået ved at have investeret i virksomheden, når der ses bort fra den generelle markedsudvikling. Det er imidlertid ikke muligt at foretage en kvantitativ opdeling i metodernes og kompetencernes bidrag til værdiskabelsen. Til gengæld belyses det, i hvilke omfang stakeholderne (partnere, bestyrelsesmedlemmer, topledelse, medarbejderrepræsentanter og bank) vurderer de to parametres relative betydning.

Der er tale om en deduktiv analyse, idet der tages udgangspunkt i eksisterende teorier. De i afsnit 3.8 oplyste forskningsspørgsmål stilles således alle med henblik på at teste, om casene bekræfter, afviser eller giver basis for at udvide eksisterende teorier.

Det er hensigten at besvare forskningsspørgsmålene ved hjælp af *mønstergenkendelse* (pattern matching). De mønstre og sammenhænge, der kan iagttages i casene, vurderes i forhold til de mønstre, teorierne forudsiger. Såfremt casene bekræfter teoriernes forudsagte mønstre, bidrager caseanalyserne til at styrke teorierne. Hvis mønstrene ikke kan genfindes i casene, søges forklaringer på afvigelserne. I det omfang samme afvigende mønstre kan genfindes i flere cases, vurderes det, om afvigelserne er casespecifikke eller om de bedre kan forklares ved at tilpasse eksisterende teori. Såvel bekræftelse som afvisning og udvikling af eksisterende teorier må betragtes som et bidrag til forskningen.

Der er ingen kvantitative/statistiske kriterier for, hvornår mønstre kan genkendes. Vurderingen beror således alene på de etablerede eksplicite links mellem de stillede spørgsmål, de indsamlede data og de trufne konklusioner, idet der opstilles en række formodede kausale links som forklaring på bestemte hændelser.

Disse forklaringer analyseres i den første case og søges repliceret i de efterfølgende cases. Ved at analysere flere cases tilstræbes det at styrke udsagnet ved at påvise det samme eller et lignende mønster i flere cases, der i øvrigt afviger fra hinanden på en række vigtige punkter.

De indsamlede data omfatter interviews, årsrapporter samt tidsnær omtale i nyhedsmedier. I det omfang, der nås frem til lignende resultater i de forskellige cases, styrkes udsagnene. Forskningsspørgsmålene bevares for hver enkelt case. Der foretages

ligeledes en afsluttet undersøgelse for den enkelte case for at give den bedst mulige forklaring på casens egen dynamik.

Konklusionerne i de enkelte cases sammenholdes i den efterfølgende cross-case analyse, hvor forskelle og ligheder mellem forklaringerne undersøges. Der inddrages yderligere kvantitative undersøgelser fra andre lande. På denne baggrund vurderes det, i hvilket omfang der kan generaliseres i forhold til udsagnene. Modsat ved kvantitative analyser er det ikke muligt at foretage statistisk generalisering til en større population, men der kan derimod foretages en generalisering i forhold til de anvendte teorier (teoretisk generalisering).

2.3.1. Kontrol af fejlkilder

Dataindsamlingen må kvalitetssikres ved at minimere fejlkilderne i forbindelse med dataindsamlingen (Yin, 2009, Ramian, 2012). Det er således vigtigt at sikre intern validitet, ekstern validitet og reliabilitet.

Intern validitet testes gennem en kritisk vurdering af, hvorvidt følgeslutningerne er korrekte. Det vurderes således, om der kan være andre forklaringer på fænomenet end de antagne. Denne fejlkilde tages der højde for ved at inddrage andre mulige forklaringer og hypoteser, som vurderes i forhold til den antagne forklaring.

Der foretages udforskende analyse ved hjælp af *mønstergenkendelse*. Det observerede sammenlignes med antagelsens forudsagte mønster samt med det forudsagte mønster, alternative hypoteser eller forklaringer tegner. I det omfang antagelsens forudsagte mønster matcher det observerede mønster bedst, styrkes argumenterne for den antagne kausale struktur.

Det vurderes, i hvilket omfang beviserne fra de forskellige datakilder konvergerer. I det omfang, det er tilfældet, styrkes argumentet for eller imod udsagnet.

Ekstern validitet testes ved at vurdere, om det virkeligt er det ønskede, der undersøges. Det er forudsætningen for, at fundene kan generaliseres ud over casen.

Dataene styrkes yderligere ved triangulering. Denzin (1984) skelner mellem fire former for triangulering:

- data-triangulering, når der benyttes forskellige datakilder.
- undersøger-triangulering, når flere undersøgere analyserer det samme fænomen.
- teori-triangulering, når der bruges forskellige forklarende teorier.
- metode-triangulering, når der bruges flere forskellige fremgangsmåder.

I denne afhandling anvendes data- og teori-triangulering.

Data-trianguleringen opnås ved at interviewe personer, der har eller har haft forskellige roller i casen, samt ved at anvende årsrapporter og nyhedsmedier som datakilder. Et væsentligt problem ved at benytte interviewet som datakilde er således, at interviewpersonen kan have interesse i at fremstille begivenhederne til egen fordel eller at beskytte andre interviewpersoner. Derfor vil personer med forskellige roller blive interviewet, så casen kan belyses ud fra flest mulige synsvinkler.

Det antages, at den størst mulige troværdighed af interviewpersonernes udsagn opnås, hvis der ikke længere består et afhængighedsforhold mellem interviewpersonerne og kapitalfonden. De udvalgte cases er derfor alle virksomheder, som har været, men ikke længere er, i de analyserede kapitalfondes ejerskab.

Teori-triangulering skabes ved at anvende forskellige teorier til at beskrive fænomenet. Der er imidlertid ingen specifik (direkte) teori, der beskriver kapitalfondenes (eller andre specifikke ejertypers) metoder og kompetencer. Til gengæld er der adskillige teorier, der beskriver rationalet bag kapitalfondes beslutninger og metoder.

Reliabiliteten afhænger af, om andre kan nå frem til de samme konklusioner på den samme case. Påvisningen forudsætter en detaljeret og gennemskuelig dokumentation af casen, ikke mindst af kæden fra forskningsspørgsmål til konklusion. I afhandlingens casedatabase dokumenteres det, under hvilke omstændigheder dataene er fremskaffet. Desuden er det muligt her at følge kæden fra researchdata til de endelige konklusioner.

2.3.2. Rapportering

Rapporteringen er lineær-analytisk. Caseanalyserne indledes med en beskrivelse af selskabet, den historiske kontekst bag købet, specielle forhold ved transaktionen og interviewpersonerne. Herefter præsenteres resultaterne.

Der foretages en opsummering af de tiltag, der ifølge interviewpersonerne skabte værdiforøgelse for virksomheden. Tiltagene fordeles på de respektive aktiviteter, som er beskrevet i tabel 2. Udsagnene vurderes ved at relatere til de oplysninger, der kan findes gennem andre datakilder, herunder oplysninger fra andre interviewpersoner, årsrapporter samt tidsnære oplysninger fra nyhedsmedierne. Der søges efter kausale forbindelser mellem handlinger og resultater.

For hver case drages der konklusioner, der efterfølgende anvendes i cross-case analysen sammen med andre ikke-casespecifikke datakilder, herunder internationale forskningsresultater.

2.3.3. Caseudvælgelse

Casene (virksomhederne) er udvalgt inden for følgende univers:

1. Virksomhederne skal være i samme land, i dette tilfælde har jeg valgt Danmark. Inddragelse af virksomheder i andre lande ville vanskeliggøre isolering af forskelle i økonomiske og juridiske rammebetingelser.
2. Virksomhederne skal være ejet af en kapitalfond, da formålet netop er at undersøge kapitalfondenes metoder og kompetencer.
3. Virksomhederne skal være ejet for at sikre, at en kapitalfondsejerperiode kan beskrives samt for at undgå, at interviewpersonerne lader deres udsagn påvirke af eksisterende relationer og magtforhold.
4. De relevante personer skal så vidt muligt være tilgængelige, så det er muligt at gennemføre interviewene.

Casene er udvalgt med henblik på at sikre et så bredt billede af kapitalfondsejede virksomheder i Danmark som muligt. Der er altid risiko for at udvælge cases, som netop passer ind i teorien. Derfor er det vigtigt at redegøre for de relevante diversifikationskriterier, som casene er valgt ud fra.

Der er foretaget en stratificeret udvælgelse af casene, hvilke indebærer en spredning på forskellige dimensioner. Dermed opnås indblik i forskellene mellem de enkelte cases i modsætning til udvælgelse af typiske cases, hvor man kan lære mest om lighederne (Ramian, 2012).

De tre cases er valgt således, at der i videst mulig omfang opnås spredning mht.

1. tidligere ejerskab (børsnoteret, familieejerskab, industrielt ejerskab).
2. akkvisitør (kapitalfondens baggrund).
3. exit-strategi (børsnotering, salg til kapitalfond, salg til industriel aktør).
4. hvorvidt exiten var succesfuld.
5. hvorvidt der blev foretaget indbetalinger for at dække driftsunderskud.
6. hvorvidt der blev foretaget indbetalinger for at tilkøbe virksomheder.
7. hvor mange gange selskabet har skiftet kapitalfondsejer.
8. om selskabet har været en turnaround-case.
9. branchekompleksitet.

På denne baggrund blev følgende cases valgt: DT, Logstor og Nycomed, jf. tabel 2.

Tabel 2. De tre udvalgte cases og deres karakteristika.

Karakteristikum	DT	Logstor	Nycomed
Tidligere ejerskab	Børsnoteret	Familieejerskab	Industrielt ejerskab
Akkvisitor	Britisk kapitalfond	1. Danske kapitalfonde 2. Britisk kapitalfond	1. Svensk kapitalfond 2. Amerikanske kapitalfonde 3. Svensk og amerikanske kapitalfonde
Exit-strategi	Industrielt salg	1. Finansielt salg 2. Finansielt salg	1. Finansielt salg 2. Finansielt salg 3. Industrielt salg
Succesfuld exit	Ja	Ja/Nej	Ja
Indskud pga. driftsunderskud	Nej	Ja	Nej
Indskud pga. tilkøb	Nej	Ja	Ja
Antal KF-skift	0	2	2
Turn around	Nej	Ja	Nej
Branchekompleksitet	Lav	Mellem	Høj

2.4. Interviews

Kvalitative undersøgelser kan foretages ved hjælp af spørgeskemaer eller interviews. Fordelen ved at anvende spørgeskemaer er, at svarene kan organiseres efter en ordinal skala, så de også kan analyseres kvantitativt.

Kvale & Brinkmann (2009) påpeger dog en række svagheder ved spørgeskemaundersøgelser (SU) i forhold til interviewundersøgelser (IU). For det første giver SU ikke mulighed for at udfordre den intuitive holdning. For det andet kan svaralternativerne i SU få svarpersonen til at acceptere forskerens dikotomier, når svarmulighederne begrænses til ”ja” eller ”nej”. I IU er feltet af svarmuligheder derimod åbent.

IU er særdeles effektive til at indsamle data, specielt hvis det undersøgte fænomen ikke forekommer hyppigt. Bedst er det at bruge informanter, som ser fænomenet ud fra forskellige synsvinkler (Eisenhardt & Graebner, 2007).

Udgangspunktet for denne afhandling er min forhåndsviden om kapitalfonde (helheden), og gennem interviewene får jeg indblik i interviewpersonernes opfattelser af kapitalfondenes metoder og kompetencer (delen), som jeg vurderer i forhold til hinanden. Herved tilpasser jeg min opfattelse af helheden.

2.4.1. Interviewpersoner

Interviewene er foretaget over to perioder. Den første runde af interviews blev udført i perioden 2006-07 i forbindelse med udarbejdelse af bogen ”Kapitalfonde – rå pengemagt eller aktivt ejerskab” (Spliid, 2007). Disse 43 interviews var *helt åbne og udforskende*.

Den viden, der er indhentet i forbindelse med udarbejdelse af bogen, har været af stor betydning for strukturering af den anden runde af interviews, som udførtes i perioden maj-august 2013 som *semistrukturerede interviews*.

I forbindelse med første runde foretoges indgående analyser af, hvorledes danske og udenlandske kapitalfonde arbejder med danske porteføljevirkksomheder. I bogen analyseres 22 cases, hvoraf der gås i dybden med 7 af dem. Dette arbejde har dannet baggrund for den efterfølgende udvælgelse af netop de tre cases, der belyses i denne afhandling.

De personer, der blev interviewet i første runde med relation til de tre udvalgte cases, fremgår af tabel 3.

Tabel 3. Personer, interviewet 2006-2007.

Selskab	Person	Funktion	Interviewform	Registrering
DT	Hans Werdelin	Tidl. best. fmd. (børsnoteret)	Face-to-Face	Båndet
	Søren Vestergaard-Poulsen	KF-Partner	Face-to-Face	Båndet
	Steen Weirsøe	CEO	Face-to-Face	Båndet
	Finn Sehested	Tidl. CEO (børsnoteret)	Telefon	Båndet
	Kristian Bagger	Finansierende bank	Face-to-Face	Båndet
Logstor	Christian Frigast	Ledende Partner	Face-to-Face	Båndet
	Viggo Nedergaard Jensen	Ledende Partner	Face-to-Face	Båndet
	Ludvig Hybschmann	CEO under familieejerskabet	Telefon	Notat
	Preben Tolstrup	CEO	Face-to-Face	Båndet
	Henrik Ottosen	Advokat under familieejerskabet	Telefon	Notat
Nycomed	Robert Andreen	Ledende KF-partner	Face-to-Face	Båndet
	Toni Weitzberg	KF-partner, bestyrelsesformand	Telefon	Båndet
	Christian Dyvig	KF-Partner	Face-to-Face	Båndet
	Håkan Björklund	CEO	Face-to-Face	Båndet
	Christian Seidelin	SVP Corporate Finance	Face-to-Face	Båndet
Nordea (bank)	Ivan Rasmussen	Head of Acquisition Finance	Face-to-Face	Båndet

Interviewene er dels foretaget ”Face to Face”, dels gennemført som telefoninterviews. Interviewene er i videst muligt omfang søgt optaget på bånd, men det har ikke altid været muligt at opnå interviewpersonens accept af en bånding af samtalen. I sådanne tilfælde har jeg støttet mig til notater.

I anden runde blev interviewpersonerne i højere grad end i første runde selekteret med henblik på at give den bredest mulig vurdering af kapitalfondenes metoder og kompetencer.

Interviewpersonerne blev opdelt i følgende grupper:

- A. Kapitalfondens partnere og investeringsansvarlige.
- B. Eksterne bestyrelsesmedlemmer, som er udpeget af, men ikke arbejder for kapitalfonden.
- C. Topledere i virksomheden, CEO, CFO og personer, der refererer til disse.
- D. Medarbejdere, medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen eller tillidsmænd.
- E. Banken.

Ved at udsørge denne brede kreds af stakeholders, med delvist indbyrdes modstridende interesser, tilstræbes det at komme så tæt på "sandheden" som muligt. Casebaserede analyser er i sagens natur subjektive, idet de skildrer den enkelte interviewpersons subjektive opfattelse af virkeligheden. I det omfang, der kan iagttages et mønster i udsagnene, styrkes argumentationen dog.

De personer, der blev interviewet i anden runde, fremgår af tabel 4.

Tabel 4. Personer, interviewet i maj-august 2013.

Selskab	Person	Funktion	Interviewform	Registrering
DT	Søren Vestergaard-Poulsen	KF-Partner	Face-to-Face	Båndet
	Ole Steen Andersen	Bestyrelsesmedlem	Face-to-face	Båndet
	Steen Weirsoe	CEO	Face-to-Face	Båndet
	Jørgen Clausen	CFO	Face-to-Face	Båndet
	Ole Mikael Jensen	Daværende sourcing-chef	Face-to-Face	Båndet
	Katja Borregaard	Medarbejderrepr. i bestyrelsen	Face-to-Face	Båndet
Logstor	Søren Lindberg	KF-Partner	Face-to-Face	Båndet
	Viggo Nedergaard Jensen	Ledende KF-Partner	Face-to-Face	Båndet
	Ole Andersen	Bestyrelsesformand	Face-to-Face	Båndet
	Ole Bøgelund Nielsen	CEO	Telefon	Båndet
	Preben Tolstrup	CEO	Face-to-Face	Båndet
	Ib Johansen	Fællestillidsmand	Telefon	Båndet
Nycomed	Toni Weitzberg	KF-partner, bestyrelsesformand	Telefon	Båndet
	Tom Dean	KF-partner, bestyrelsesformand	Telefon	Båndet
	C. G. Johansson	Bestyrelsesmedlem	Telefon	Båndet
	Håkan Björklund	CEO	Face-to-Face	Båndet
	Runar Björklund	CFO	Face-to-Face	Båndet
	Christian Seidelin	SVP Corporate Finance	Face-to-Face	Båndet
	Karin Andersen	VP Project Operations	Face-to-Face	Båndet
Nordea	Conny Ditlevsen	Medarbejderrepr. i bestyrelsen	Face-to-Face	Båndet
	Ivan Rasmussen	Head of Acquisition finance ⁷	Face-to-Face	Båndet

Jeg ville også have interviewet repræsentanter for Montagu, som er den kapitalfond, der ejede Logstor i perioden 2006-2013. Hverken kapitalfonden eller den ledelse, kapitalfonden indsatte i 2012, ønskede imidlertid at stille op til et interview. Afvisningen skal formentlig ses i lyset af, at selskabet i 2010 løb ind i alvorlige problemer, som kapitalfonden ikke ønskede at delagtiggøre offentligheden i.

2.4.2. Interviewform

I begge runder var der tale om det, Kvale & Brinkmann (2009) kalder *eliteinterviews*. Fordelen er, at interviewpersonerne har betydelig indsigt i emnet og derfor kun i begrænset omfang lader sig påvirke af omgivelserne i forbindelse med interviewsituationen samt af spørgsmålenes udformning.

Interviewpersonerne er generelt trænete i at fremme de synspunkter, de ønsker at kommunikere. Der er således tale om et afbalanceret magtforhold mellem interviewer og interviewperson, og interviewers fagkompetence er derfor afgørende.

⁷ Nordea deltog i finansieringen af alle tre selskaber.

Spørgsmålene fokuserer på de konkrete investeringscases, så generaliserende betragtninger undgås. Der stilles åbne spørgsmål med henblik på at sikre de mest fuldstændige svar.

Problemet er imidlertid, at selv om magtforholdet er afbalanceret mht. viden om emnet, er forholdet ikke afbalanceret, når det gælder interessen i interviewets gennemførelse. Mens interviewpersonen kan reagere omkostningsfrit på en konfronterende form ved at afbryde interviewet, har intervieweren, ved afbrydelse, ingen sammenlignelig alternativ interviewmulighed til belysning af casen (Kvale og Brinkmann, 2009).

Mit udgangspunkt er ikke, at interviewpersonerne nødvendigvis beskriver en "objektiv sandhed". Dels ser interviewpersonerne et forløb fra deres egen subjektive synsvinkel, dels kan de have en interesse i at fremstille sagen ud fra det, de opfatter som socialt acceptable kriterier.

I lærebøger om kvalitative undersøgelser udtrykkes ofte bekymring for fænomenet, at interviewpersonen tilpasser sit udsagn til det, som er "social acceptabelt" (social desirability). Polit & Beck (2004) definerer problemet som

a bias in self-report instruments created when participants have a tendency to misrepresent their opinions in the direction of answers consistent with prevailing social norms.

Collins et al. (2005) peger på, at man kan reducere problemet ved at anonymisere interviewpersonerne, hvilket dog også kræver en anonymisering af casene. Problemet er imidlertid, at beskrivelsen af de foretagne tiltag efter overtagelsen gør det relativt simpelt at identificere virksomheden.

Der er ingen tvivl om, at flere interviewpersoner efterrationaliserede for at stille deres egne beslutninger i et bedre lys. Der er heller ingen tvivl om, at udsagnene blev modereret, fordi interviewpersonerne ikke ønskede at kritisere navngivne personer alt for voldsomt. Collins et al. (2005) peger da også på, at

although they may welcome an opportunity to tell their stories, participants in face-to-face interviews for a qualitative research project also may experience considerable apprehension about the researcher's evaluation of them.

Alle interviewene blev transskriberet og sendt til godkendelse hos interviewpersonerne. Ved at give mulighed for efterfølgende rettelser i den skriftlige version af interviewet sikredes det, at interviewpersonen kunne udtale sig frit under selve interviewet frygt for at blive citeret for uoverlagte udtalelser. Jeg har således prioriteret tillidsforholdet mellem interviewer og interviewpersoner over interviewpersonens autenticitet.

Tre af interviewpersonerne foretog betydelige rettelser i transskriptet, hovedsageligt ved at udelade eller moderere markante udtalelser om andre personer. Det er imidlertid min opfattelse, at rettelserne ikke ændrer substansen i interviewpersonernes udsagn.

Generelt var interviewene præget af, at kapitalfondene og den daglige ledelse gav et (måske for) positivt billede af samarbejdet, selv om der også var undtagelser af ”hudløs ærlighed”. Den største udfordring i det efterfølgende analysearbejde var derfor at sammenligne forskelle i betoning af samarbejdet. Nogle af interviewpersonerne interviewede jeg også i 2006-7 i forbindelse med udarbejdelse af min bog (Spliid, 2007), hvilket gav mig mulighed for at identificere eventuelle efterrationaliseringer.

Inddragelsen af medarbejderrepræsentanter og uafhængige bestyrelsesmedlemmer har i høj grad bidraget til at få belyst kapitalfondens ejerskabsperiode ud fra helt andre synsvinkler. Flere af de eksterne bestyrelsesmedlemmer var således ikke tilbageholdne med at fremhæve problemer i samarbejdet mellem kapitalfond, bestyrelse og daglig ledelse, hvilket tydeligt fremgår af citaterne.

Selv om interviewundersøgelser baserer sig på subjektive holdninger, har udvælgelsen af interviewpersoner med til dels modsat rettede interesser og holdninger i høj grad medvirket til at give et afbalanceret billede af, hvordan kapitalfondene arbejder.

2.4.3. Interviewspørgsmål

I tilknytning til hvert forskningsspørgsmål blev der udformet en række standardiserede interviewspørgsmål, som fremgår af bilag B. For hvert enkelt interviewperson blev det vurderet, om der kunne forventes et meningsfyldt svar på det specifikke spørgsmål, før det blev stillet. Det gav således ingen mening at spørge kapitalfonden om fordelene ved det nye i forhold til det gamle ejerskab eller at spørge medarbejderrepræsentanten om kreditorernes stilling efter overtagelsen.

Standardspørgsmålene blev grundlæggende stillet til alle de personer, som forventedes at kunne give et meningsfyldt svar. I visse tilfælde afslørede interviewets forløb dog, at efterfølgende standardspørgsmål var irrelevante. Hvis interviewpersoner allerede i starten af interviewet tilkendegav manglende viden om emnet, blev spørgsmål i tilknytning hertil således ikke stillet.

Interviewformen var *semistruktureret*. Udgangspunkt var at følge en spørgestruktur, men sådan at samtalen ikke blev styret af strukturen, for i så fald kunne opgaven lige så vel være løst med en spørgeskemaundersøgelse. Interviewpersonerne havde derimod mulighed for at lede interviewer hen på emner, som ikke var forudsat i formuleringen af spørgsmålene, men som ikke desto mindre var relevante for besvarelsen af forskningsspørgsmålene.

2.4.4. Kodning

Alle de transskriberede interviews blev efterfølgende kodet. Til kodningen blev anvendt programmet HyperResearch.

I tilknytning til hvert forskningsspørgsmål udformedes koder, som gengav essensen af interviewpersonens svar. I forbindelse med den første kodning identificeredes mere end 200 koder. Transskriptionerne blev herefter endnu engang gennemarbejdet med henblik på at fusionere koder med nogenlunde samme substans. Dette resulterede i en reduktion til 102 koder. Koderne fremgår af bilag A.

Kodningen blev ikke bestemt af spørgsmålet, men af svaret. Det forekom således ofte, at interviewpersonen blev stillet et interviewspørgsmål, som var afledt af forskningsspørgsmål A, men gav et svar, som indikerede en holdning til forskningsspørgsmål B. I sådanne tilfælde blev anvendt en kode i tilknytning til forskningsspørgsmål B.

For hver af de tre cases udarbejdedes herefter en tabel med koder i kolonnerne og interviewpersonerne i rækkerne. De klareste udsagn blev herefter kopieret ind i tabellen, så der herved skabtes et overblik over, (1) hvad en bestemt interviewperson mente om bestemt emne (kode) og (2) holdningerne til et bestemt emne (kode) på tværs af interviewpersoner. Disse tabeller er gengivet i bilag C (DT), bilag D (Logstor) og bilag E (Nycomed).

2.4.5. Analyse

I de enkelte cases analyseres interviewpersonernes holdninger til de enkelte forskningsspørgsmål. I det omfang, der er tale om konvergerende holdninger på tværs af de i afsnit 2.4.1. nævnte grupper, tages det som udtryk for, at det med stor sandsynlighed giver et sandt billede.

I det omfang, der er divergerende holdninger mellem grupperne eller inden for grupperne, fremdrages de forskellige holdninger, og det analyseres, hvilke interesseforhold, der kan sandsynliggøre holdningsafvigelserne.

I cross case analysen sammenholdes koderne med alle interviewpersoner på tværs af virksomhederne for at analysere, om der er mønstre i opfattelsen, dvs. om der er konvergens på tværs af personer, eller om der er konvergens inden for samme gruppe af personer.

Interviewpersonernes opfattelser sammenholdes med andre data, herunder offentliggjorte regnskaber, tidsnær presseomtale og internationale undersøgelser. Der foretages på denne

baggrund en samlet analyse af, hvorvidt det observerede stemmer overens med de teorier, der beskrives i det følgende kapital.

2.4.6. Præsentation

Jeg har konsekvent overholdt følgende præsentationsregler:

- Min egne kommentarer skrives i 12 pitch.
- Citater fra bøger, artikler, aviser og interviews skrives i 9 pitch.
- I interviewene skrives mine spørgsmål i *kursiv*, mens svarene skrives i antikva.
- Når interviewpersoner refereres, benævnes de altid med forkortelser, som henfører til deres funktion, f. eks. KF for repræsentanten for kapitalfonden. Herved fokuserer analysen udelukkende på personen rolle.
- Samme citat kan bringes flere gange, hvis det vurderes at have betydning for det pågældende emne.

3. Litteratur

Formålet med dette kapitel er at skabe et samlet overblik over de teorier, der kan bidrage til forklaringen af kapitalfondenes metoder og kompetencer. Bidragene sammenfattes i overordnede teori-grupperinger, som testes på de tre cases. I afsnit 3.8 sammenfattes teoriernes bidrag i tabel 5. Denne sammenfatning danner grundlaget for den efterfølgende formulering af de underordnede forskningsspørgsmål.

Det er ikke lykkedes mig at finde litteratur, som systematisk belyser kapitalfondenes kompetencer til at udvikle virksomheder. Derimod har forskere i tidens løb, specielt siden midten af 80'erne, foretaget analyser og udviklet teorier, som bidrager til forståelsen af de metoder, kapitalfondene anvender. Analyserne og teorierne kan groft opdeles i følgende syv hovedtemaer:

1. Virksomhedens kapitalstruktur
2. Ejernes agentomkostninger
3. Informationsasymmetri
4. Værditransferering mellem stakeholders
5. Ejernes netværk
6. Ejernes involvering
7. Branchespecialisering

Emnerne er ikke ordnet efter tidspunktet for teoriernes tilblivelse, men efter hvor langt henne i kapitalfondenes arbejdsproces, de begynder at få relevans.

Fordelene ved gearing (virksomhedens kapitalstruktur) og ved at tilbyde den daglige ledelse medejerskab (ejernes agentomkostninger) var allerede centrale elementer i de første LBO-transaktioner i midten af 70'erne.

I løbet af 80'erne kom der mere fokus på transaktionernes værdiskabelsesproces, ikke mindst i kølvandet på en række overtagelser⁸, som bragte kapitalfondene hurtige gevinster. Det rejste spørgsmålet om, hvorvidt gevinsterne skabtes på bekostning af de hidtidige aktionærer (informationsasymmetri), og om kreditorerne og medarbejderne betalte de nye ejeres gevinster (værditransferering mellem stakeholders).

Med junkbondmarkedets sammenbrud i 1990 reduceredes kapitalfondenes betydning på det amerikanske M&A-marked for en tid. Nogenlunde samtidigt så de første svenske (og senere danske) kapitalfonde dagens lys. De arbejdede med noget mindre gearing og baserede i høj grad deres arbejde på grundlæggernes (ejernes) netværk⁹. I løbet af 90'erne

⁸ Susan Faludi (1990): *The Reckoning. Safeway LBO Yields Vast Profits but Exacts a Heavy Human Toll* samt Burrough & Helvar (1990): *Barbarians at the Gate. The Fall of RJR Nabisco*.

⁹ Industri Kapitals netværk var bygget op omkring SEB, Skandia og Esselte, Nordic Capitals udsprang af Svenska Handelsbanken, mens EQT's forbindelser fandtes i Wallensberg-gruppen.

blev det stadigt mere klart, at kapitalfondene ikke alene kunne skabe værdi ved anvendelse af traditionelle teknikker, såsom gearing og ledelsesincitamenter, men at kapitalfondene også måtte bidrage til skabelsen af driftsmæssige forbedringer i porteføljevirkomhederne (ejernes involvering).

Endelig har den stigende konkurrence blandt kapitalfondene i de seneste år gjort det relevant for fondene at overveje specialisering med henblik på at opnå et forspring i branchekendskabet (branchespecialisering).

3.1. Virksomhedens kapitalstruktur

Kapitalfondenes måske vigtigste og mest gennemgående handling i forbindelse med købet af en virksomhed er ændringen af virksomhedens kapitalstruktur. I langt de fleste tilfælde øges gældsandelen betydeligt, angiveligt fordi fremmedkapital er billigere end egenkapital¹⁰.

Spørgsmålet er imidlertid, om virksomhedens *samlede* kapitalomkostninger kan reduceres ved at ændre finansieringens sammensætning. Modigliani & Millers teorier fra 1958 er stadig udgangspunktet for de fleste anerkendte teorier om kapitalstruktur. Som udgangspunkt mener de to forskere, at virksomhedens samlede finansieringsomkostninger bestemmes af aktivernes sammensætning og afkast og dermed er helt uafhængig af, hvordan finansieringen fordeler sig på gæld og egenkapital. Modigliani & Miller anerkender dog, at forskellen i den skattemæssige behandling af renter og udbytter kan gøre det fordelagtigt at have en høj gældsandel.

De fleste anerkendte kapitalstruktur-teorier bygger videre på Modigliani & Millers resultater. *Tradeoff-teorien* søger det balancepunkt, hvor besparelsen ved at øge gælden opvejes af omkostningerne ved at øge konkursrisikoen.

Signal-teorierne antager, at der er informationsasymmetri, idet virksomhedsledelsen ved mere om virksomheden end investorerne. Teorierne påviser, hvordan ledelsen, ved hjælp af finansielle dispositioner, kan sende signaler til investorerne.

Ifølge *hakkeordensteorien* vil virksomhederne benytte de forskellige finansieringskilder i en bestemt hakkeorden. Den interne likviditet vil blive anvendt først, hvorefter optagelse af seniorgæld følger. Herefter vil virksomheden søge mere og mere efterstillet kapital for til sidst at rejse aktiekapital. Hvis ledelsen varetager de gamle aktionærers interesser kan det, ifølge teorien, næsten aldrig betale sig at udstede nye aktier.

Eksistensen af *klienteffekter* er argumentet for at anvende finansieringsinstrumenter, som er rettet mod et specifikt investorklientel. Teorien er, at investorerne er villige til at betale

¹⁰ En anden grund er fremmedkapitalens disciplinerende effekt på ledelsen. Dette emne behandles i afsnit 3.2. Agentomkostninger.

en højere pris (henholdsvis nøjes med et lavere afkast), hvis instrumentet er skræddersyet til deres investeringspræferencer.

3.1.1. Kapitalstrukturens irrelevans

Ifølge Modigliani & Miller (1958) har kapitalstrukturen ingen indflydelse på den enkelte virksomheds samlede kapitalomkostninger. Proposition I antager således, at

the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate $p(k)$ ¹¹ appropriate to its class.

Virksomhedens værdi afhænger således udelukkende af nutidsværdien af det forventede afkast, beregnet med den diskonteringsrate, der passer til den specifikke virksomhedstype. Det er således kun muligt at øge virksomhedens værdi ved at øge indtjeningen og/eller reducere indtjeningsusikkerheden, ikke ved at ændre på finansieringens sammensætning. Modigliani & Miller (MM) mener, at hvis det ikke var sådan, ville investorerne kunne arbitrere mellem aktier og obligationer, udstedt af firmaer inden for samme risikoklasse:

For if Proposition I did not hold, an investor could buy and sell stocks and bonds in such a way as to exchange one income stream for another stream, identical in all relevant respects but selling at a lower price. The exchange would therefore be advantageous to the investor quite independently of his attitudes towards risk. As investors exploit these arbitrage opportunities, the value of the overpriced shares will fall and that of the underpriced shares will rise, thereby tending to eliminate the discrepancy between the markets values of the firms.

Heraf følger, ifølge Proposition II, at

for all firms in a class, the relation between the yield on common stock and financial structure, measured by $D(j)/S(j)$ ¹², will approximate a straight line.

Det forventede afkast af egenkapitalen (common stock) stiger altså proportionalt med forholdet mellem fremmedkapital og egenkapital. Dvs., at jo større gældsandelen, desto større er det forventede afkast af egenkapitalen. Forklaringen er, at en lavere egenkapitalandel øger den enkelte akties risikobelastning, hvilket må kompenseres af et højere forventet afkast.

MM anerkender dog, at skattemæssige forhold kan have indflydelse på kapitalstrukturen, fordi renter, modsat udbytte, kan fradrages i selskabsskatten:

Although Proposition I remains unaffected as long as the yield curve is the same for all borrowers, the relation between common stock yields and leverage will no longer be the strictly linear once given by the original Proposition II. If "r" increases with leverage, the yield "i" will still tend to rise as D/S increases, but at a decreasing rather than a constant rate. Beyond some high level of leverage, depending on the exact form of the interest function, the yield may even start to fall.

Ses der bort fra skatteeffekten, mener MM således ikke, at leverage i sig selv er værdiskabende. Denne holdning støttes af Rappaport (1990), som dog mener, at øget gæld kan reducere agentomkostningerne (se afsnit 3.2):

borrowing per se creates no value other than tax benefits. Value comes from the operational efficiencies debt inspires.

MM påpeger dog, at det forventede afkast kan øges gennem gearing:

¹¹ $p(k)$ er den diskonteringsfaktor, der bør anvendes til beregning af værdien af en virksomhed inden for risikoklassen "k".

¹² $D(j)$ er virksomhed j's gæld (debt), mens $S(j)$ er virksomhed j's egenkapital (shares).

In particular, the use of debt rather than equity funds to finance a given venture may well increase the expected return to the owners, but only at the cost of increased dispersion of the outcomes.

Prisen for det højere forventede afkast er altså en større spredning i afkastet, og dermed er vi tilbage ved den opfattelse, der har præget de sidste 50 års investeringsteori: med stigende afkastforventninger følger øget investeringsrisiko. Hvis det altid forholdt sig sådan, ville kapitalfondenes gearing ikke tjene andet formål end at øge det forventede afkast mod påtagelsen af en større investeringsrisiko.

3.1.2. Tradeoff-teorien

Kraus & Litzenberger (1973) ser den optimale kapitalstruktur som et *tradeoff* mellem lave finansieringsomkostninger på den ene side og konkursrisikoen på den anden side. Virksomhederne vil således låne op til det punkt, hvor den marginal værdi af skatteskjoldet ved yderligere gældsætning opvejes af stigningen i nutidsværdien af fremtidige finansielle stresomkostninger. Der består således et tradeoff mellem besparelsen ved at øge gældsfinansieringen og omkostningen ved at øge konkursrisikoen.

Graham (2000) belyser gearingens skatteeffekt og når frem til, at muligheden for at kunne fradrage renter i skat bidrog med en effekt på 9,4% af den gennemsnitlige amerikanske virksomheds EV i den analyserede periode (1980-94). Til gengæld beskattes investor hårdere af renter end af udbytter, og hvis der tages hensyn til dette, reduceres effekten til 4,7%. I forbindelse med de største LBO-transaktioner fra slutningen af 80'erne, RJR Nabisco og Safeway, er bruttoeffekten dog helt oppe på 20%.

Graham mener, at amerikanske virksomheder med fordel kunne øge gælden betydeligt. Han beregner det såkaldt "kink" (knæk), som er det antal gange, renteutgifterne kan forøges, uden at den marginale skattebesparelse falder. 44% af de analyserede selskaber har et kink på mindst 2 og kan således med fordel mindst fordoble gælden.

Fra 80'erne til 90'erne har de amerikanske virksomheder dog øget gearingen betydeligt. Det har resulteret i, at kink'et er faldet fra 3,1 i 1980 til 1,9 i 1993. Ved at øge gælden op til kink'et kunne virksomhederne have øget EV med 28% i 1980, men blot med 8% i 1993.

3.1.3. Signal-teorier

Modigliani & Millers teorier forudsætter fuld forudseenhed, og at alle deltagere i markedet er i besiddelse af eller kan få adgang til de samme informationer. Der kan imidlertid være informationsasymmetri, fordi ledelsen i en virksomhed (insiderne) besidder flere informationer om virksomheden end investorerne (outsiderne). Ved deres handlinger har insiderne imidlertid mulighed for at sende signaler til outsiderne.

Problemet er analogt med principal-agent problemet, som er nærmere beskrevet i afsnit 3.2. Agenten arbejder for principalen, men besidder langt flere informationer end denne. Principalens udfordring er derfor at reducere informationsasymmetriens negative effekter. Det var oprindeligt Spence (1973) der påviste, hvordan agenten kan sende signaler til principalen, idet han brugte arbejdsmarkedet som eksempel. En arbejdsgiver har således ikke mulighed for at vurdere en ansøgers kvalifikationer på forhånd, men ansøgeren kan gennem oplysninger om sin uddannelse sende signaler til arbejdsgiveren.

Ross (1977) udvidede teorien til de finansielle markeder med sin teori om "financial incentive signalling". Den viser, hvordan virksomhedslederen gennem sin ansættelseskontrakt kan motiveres til at vælge en kapitalstruktur, der sender et klart signal til investorerne om virksomhedens reelle værdi.

Mens MM's irrelevans-teori implicit indebærer, at markedet har fuld information om firmaet, er Ross' udgangspunkt, at ledelsen besidder insiderinformationer. Ross antager, at investorerne ikke kender det fremtidige afkast, men at virksomhedens værdi vurderes ud fra det formodede afkastmønster. Formodningen kan imidlertid påvirkes ved at ændre finansieringsstrukturen, idet højere gearing skaber forventninger om et højere afkast.

Virksomhedslederen aflønnes efter en incitamentsmodel, som er kendt af investorerne, og som er positivt korreleret til gælds niveauet. Ross arbejder med en to-periodemodell, hvor lederens eneste finansielle beslutningsvariabel er gælden på tidspunkt 0. Incitamentsprogrammet tilskynder lederen til at optage mest mulig gæld, men ikke mere, end den forventede indtjening kan bære. Dermed sender lederen et klart signal til investorerne om hans insidersyn på afkastudsigterne.

Ifølge Leland & Pyle (1977) sender ejerlederen et vigtigt signal til investorerne gennem sin egen ejerandel. Han er den, der bedst kender investeringens forventede afkast, og jo højere hans ejerandel er, desto mere vil investorerne være villige til at betale for virksomhedens aktier. I forbindelse med en IPO kan den hidtidige ejer derfor sende et positivt signal til investorerne ved selv at beholde en betydelig andel af aktierne.

Der er dog omkostninger ved at give markedet informationer, ikke mindst fordi de også opsnappes af konkurrenterne. Campbell (1979) fremfører, at sådanne informationer må kunne gives gennem formidlere under diskretion, f. eks. banker.

Bhattacharya & Ritter (1983) påpeger, at alle signaler modtages af både investorer og (utilsigtet) af konkurrenter, og at konkurrenternes informationsadgang potentielt kan reducere virksomhedens værdi. Derfor søges efter det balancepunkt, hvor investorerne får de nødvendige signaler uden at konkurrenterne kommer i besiddelse af for mange informationer.

Ifølge Rendleman (1980) kan investorerne enten overvurdere eller undervurdere værdien af virksomhedens aktiver og investeringsmuligheder, Undervurderede virksomheder vil således foretrække at hente ekstern kapital ved øget gældsætning, mens overvurderede virksomheder med fordel kan hente kapitalen på aktiemarkedet. Valg af finansieringskilde er således primært et spørgsmål om timing.

3.1.4. Hakkeordensteorien

Forløberen for hakkeordensteorien er Myers & Majlufs (1984) påvisning af, at virksomheder med eksternt kapitalbehov altid bør foretrække at øge gælden frem for at udvide aktiekapitalen. Det antages, at virksomhedens ledelse ved mere om selskabets værdi end de eksterne investorer (informationsasymmetri), at ledelsen handler i de hidtidige aktionærs interesser, og at de hidtidige aktionærer er passive, dvs. at de ikke tilpasser porteføljen til virksomhedens investerings- og finansieringsbeslutninger.

Står virksomheden over for en NPV-positiv investering, er de hidtidige aktionærer bedst tjent med, at gevinsten ikke deles med nye aktionærer gennem en aktieemission. Det kan således kun betale sig at udstede nye aktier, hvis de nye aktionærer er villige til at betale en overpris for aktierne. Det ved de potentielle aktieinvestorer, og derfor vil nye investorer opfatte en aktieudvidelse negativt, hvilket vil få aktiekursen til at falde. Denne antagelse bekræftes i øvrigt af empiriske analyser fra Asquith & Mullins (1986), som viser, at aktiekursen i gennemsnit faldt 3 pct. i forhold til kursen før aktieudvidelsen.

Virksomheden kunne naturligvis udstede aktier til en lavere kurs end aktiernes reelle værdi, men det ville føre til en omfordeling af værdi fra gamle til nye aktionærer, og det er i modstrid med forudsætningerne.

Virksomheden vil derfor i første omgang søge at finansiere nye investeringer med egne likvide midler (financial slack). Rækker de ikke, vil virksomheden foretrække at øge gælden. Hvis gælden er risikofri (set fra et investorsynspunkt), er gældsoptagelsen sågar lige så god som besiddelsen af financial slack.

Modsat Rendleman mener Myers & Majluf aldrig, at det kan betale sig at aktiefinansiere investeringer. For virksomheden giver det nemlig kun mening at udstede nye aktier, når de efterfølgende falder i værdi, og det ved den rationelle investor på forhånd. Myers and Majlufs teorier bygger dog på den forudsætning, at virksomheden kan udstede risikofri gæld. Men jo mere gælden stiger, desto større er risikoen for, at virksomheden kommer i økonomisk stres.

Myers (2001) påpeger derfor også, at der kan være tilfælde, hvor aktieudvidelser giver mening, nemlig når det er blevet for dyrt at lånefinansiere,
for example, because the firm is already at a dangerously high debt ratio where managers and investors foresee costs of financial distress.

Denne modificering leder frem til en hakkeorden i anvendelsen af finansieringskilder. Virksomheden vil i første omgang investere på baggrund af egne midler. Hvis der er behov for ekstern finansiering, vil virksomheden altid vælge at udstede den sikreste fordring først, dvs. gældsoptagelse frem for udvidelse af aktiekapitalen. Efterhånden som det eksterne finansieringsbehov stiger, vil virksomheden arbejde sig ned i hakkeordnen fra sikre til mere risikable gældsinstrumenter (efterstillet kapital). Først til sidst kommer en aktieudvidelse i betragtning.

Hakkeordnen stemmer overens med den måde, kapitalfondene finansierer virksomhedsovertagelser på: først anvendes porteføljevirkomhedens egen likviditet, derpå optages gæld, som om nødvendigt understøttes med mezzaninfinansiering, og endelig indskydes den egenkapital, leverandørerne af fremmedkapitalen kræver som betingelse for at yde lån.

3.1.5. Klienteffekten

MM konkluderer, at det aldrig kan betale sig at strukturere en finansiering:

Our Propositions I and II ... do not depend for their validity on any assumption about individual risk preferences. Nor do they involve any assertion as to what is an adequate compensation to investors for assuming a given degree of risk. They rely merely on the fact that a given commodity sell at more than one price in the market; or more precisely that the price of a commodity representing a "bundle" of two other commodities cannot be consistently different from the weighted average of the prices of the two components (the weight being equal to the proportion of the two commodities in the bundle).

MM's analyse er således baseret på, at de gennemsnitlige finansieringsomkostninger ikke kan sænkes ved at splitte finansieringen op i forskellige risikokomponenter, som sælges til forskellige investorgrupper. Eller sagt på en anden måde: "the value of a pizza does not depend on how it's sliced".

Denne opfattelse udfordrer Myers (2001):

After all, the values of pizzas do depend on how they are sliced. Consumers are willing to pay more for the several slices than for the equivalent whole.

Myers peger på, at virksomhedens værdi måske alligevel afhænger af, hvordan dets aktiver, cash flows og vækstmuligheder splittes op og videresælges til investorerne som gælds- og egenkapitalfordringer. De seneste årtiers innovationen inden for strukturering af finansielle fordringer viser, at kapitalstrukturering må skabe merværdi, ellers var der intet incitament til at skabe de nye fordringer.

Miller & Modigliani (1961) erkender ganske vist eksistensen af en *klienteffekt*, dvs. at selskaber kan tiltrække bestemte investorgrupper ved at føre en udbyttepolitik, der er målrettet mod et specifikt investorklientel. Forskelle i skattemæssig status kan således føre til, at et højt udbytte er attraktivt for nogle, mens indirekte udlodning gennem aktietilbagekøb er attraktivt for andre typer af investorer.

MM påpeger dog, at det i sig selv ikke kan ændre virksomhedens værdi, for "det ene klientel kan være lige så godt som det andet". Hertil kommer, at investorerne kan replicere den ønskede struktur ved at kombinere forskellige instrumenter:

Even if there were a "shortage" of some particular payout ratio, investors would still normally have the option of achieving their particular saving objectives without paying a premium for the stock in short supply simply by buying appropriately weighted combinations of the more plentiful payout ratios.

Herved afviser MM både investorernes villighed og behov for at betale en præmie på investeringsprodukter med skræddersyede risiko-/afkastprofiler. En væsentlig forudsætning for denne antagelse er dog, at omkostningerne ved at udstede fordringer er minimal i forhold til virksomhedens værdi.

Myers når dog frem til, at udviklingen af nye fordringstyper udmærket kan forenes med MM's antagelser om kapitalstrukturens irrelevans. Kun "first mover" kan således sikre sig en (kortfristet) fordel gennem risikostrukturering. Brugen af (succesfulde) nye fordringstyper vil imidlertidigt hurtigt spredes og ende som standardiserede produkter.

Før eller siden ender vi atter i MMs ligevægt, muligvis med nye fordringstyper, men hvor sammensætningen af kapitalstrukturen fortsat er irrelevant for de samlede kapitalomkostninger.

Formålet med at strukturere er således netop at opnå en gunstigere finansiering ved at fordele risici, så de matcher *forskellige* investors præferencer. Det handler altså ikke om at tiltrække et bestemt investorklientel, men om at tiltrække forskellige typer investorer ved at individualisere investeringsstrukturerne.

Så længe der kun opereres med begreberne "lån" og "egenkapital", kan det hævdes, at den enkelte investor selv kan sammensætte sit optimale mix mellem de to investeringsklasser. Men lånekapitalen har en lang række andre dimensioner, som investor ikke selv kan sammensætte. Det gælder f. eks.

- løbetid og afdragsprofil
- covenants
- rangordning i forhold til andre lån, herunder placering i forhold til cash flow (hvor højt oppe i holdingstrukturen)
- optionale elementer

Investorerne har ikke en fælles efterspørgselskurve langs en kontinuerlig linie. Banker er typisk kun interesserede i højt rangerede lån med korte løbetider, mens forsikringselskaber og pensionskasser er villige til at investere i efterstillede lån med længere løbetider. De produkter må skabes, før der kan investeres i dem.

Hvis hele lånefinansieringen blev solgt som et "enhedslån", ville finansieringsomkostningerne efter al sandsynlighed være højere, end hvis lånet blev struktureret. Det er anskueliggjort i nedenstående eksempel:

Teoretisk eksempel på struktureringsgevinst

En kapitalfond skal tilvejebringe 10 mia. kr. til lånefinansieringen af et virksomhedskøb. Lånet kan sælges som et enhedslån med en rating på BB og en løbetid på syv år. Problemet er blot, at kun en håndfuld pensionskasser er villige til at investere i et lån, der har en så lang absolut løbetid og er udstyret med en så lav kreditrating. Kapitalfonden opdeler derfor lånet i tre trancher: en A-rated tranche med en løbetid på tre år, en BBB-rated tranche med en løbetid på fem år og endelig en B-rated tranche med en løbetid på syv år. Den A-ratede tranche sælges til banker, den BBB-ratede til investeringsforeninger og den B-ratede til pensionskasser. Lånet er dermed spredt på forskellige investorgrupper, som kun investerer i de produkter, der passer til deres respektive risikoprofil.

Forskellen i investorpræferencer kan skyldes forskelle i beskatning, kapitalkrav og risikovillighed.

Private, virksomheder, banker og pensionsopsparinger beskattes således vidt forskelligt i stort set alle lande. Skattesatsen varierer ikke blot mellem investortyperne, men også mellem indkomstarten, idet der er forskel på beskatningen af renter, udbytter samt kursgevinster af henholdsvis obligationer og aktier. Der kan derfor være betydelig forskel på, hvad der er optimalt for den enkelte investortype, givet samme risikovillighed.

Mens private ikke er underlagt kapitalkrav, har banker (Basel III) og livsforsikringsselskaber (Solvency II) vidt forskellige krav til kapitaldækning ved investering i de forskellige aktivklasser. Alt andet lige er det relativt mere attraktivt for private at købe efterstillede lån og aktier, end det er for banker og livsforsikringsselskaber, som belastes med betydelige kapitaldækningskrav ved investering i lavt rankede aktivklasser.

Endelig spiller forskelle i risikovilligheden en rolle. Teoretisk kan investorerne ganske vist konstruere sig frem til nogle aktivtyper, men det er f. eks. ikke muligt at konstruere efterstillet kapital ved hjælp af seniorlån og aktier. Det er heller ikke muligt at konstruere lån med covenants på baggrund af lån, der ikke indeholder dem.

Principielt kan en hvilken som helst virksomhed selv foretage den samme strukturering af finansieringen, som kapitalfondene gør. Når det i praksis sjældent sker, hænger det formentlig sammen med de stramme betingelser, der knytter sig til struktureringen. Der fastsættes således ofte meget stramme covenants, som binder virksomheden til at levere et bestemt cash flow i forhold til renteudgifterne, og som sætter loft over udviklingen i både gældsætning og investeringer. Brydes disse covenants, kan lånene opsiges, og dermed kan virksomheden havne i en stressituation.

Sker det, er konsekvensen vidt forskellig for en kapitalfondsejer og for en børsnoteret virksomhed. Kapitalfonden har således bedre muligheder for at forhandle nye

lånebetingelser på plads end ledelsen i et børsnoteret selskab. For det første kan kapitalfonden (om fornødent) hurtigere hente yderligere egenkapital til virksomheden end det børsnoterede selskab, som har dårlige kort på hånden i en stressituation. Og for det andet har kapitalfondene, som storleverandører af LBO- og M&A-forretninger, generelt en noget stærkere forhandlingsposition over for bankerne.

Hertil kommer, at ledelsen i børsnoterede virksomheder sjældent har interesser i en alt for tæt forbindelse mellem finansiering og indtjening. Ledelsen må i forvejen leve med aktionærernes skiftende forventninger til selskabets overordnede strategi, og alt for stramme lånebetingelser kan vanskeliggøre (markedspåtvungne) strategiske ændringer.

3.1.6. Kapitalfondenes fordele

Udgangspunktet for MM's analyse er det børsnoterede selskab med det spredte ejerskab. Den væsentligste parameter til bestemmelse af prisen på fremmedkapital er konkursrisikoen, men den er næppe den samme for et børsnoteret og for et kapitalfondsejet selskab.

Det er tværtimod sandsynligt, at långiverne beregner sig en lavere risikopræmie, når ejeren er en kapitalfond. Fondens rådighed over egenkapitaltilsagn fra investorerne muliggør således hurtige kapitalindskud, hvis virksomheden kommer i likviditets- eller indtjeningsproblemer. Det skal ses i modsætning til det børsnoterede selskab med det spredte ejerskab. Proceduren i forbindelse med rejsning af børskapital er både kompliceret og langstrakt. Hertil kommer, at det er vanskeligt at overbevise en spredt aktionærkreds om det fornuftige i at skyde penge ind i en kriseramet virksomhed.

Der er naturligvis også mange børsnoterede selskaber, der kontrolleres af få ejere, som føler sig forpligtet over for selskabet. Det gælder typisk selskaber, hvor staten eller store erhvervsdrivende fonde har en betydelig ejerandel. Sådanne selskaber vil i mange tilfælde ligeledes kunne regne med, at ejeren er parat til at indskyde kapital, hvis selskabet kommer i problemer.

Selv om den høje gældsætning fører til, at kapitalfondsejede virksomheder oftere kommer i vanskeligheder end børsnoterede, har sidstnævnte desuagtet større konkursrisiko. Det konkluderer Michael C. Jensen (1989):

LBOs do get into financial trouble more frequently than public corporations do. But few LBOs ever enter formal bankruptcy. They are reorganized quickly (a few months is common), often under new management, and at much lower costs than under a court-supervised process.

Strömberg (2007) undersøger data fra Capital IQ-databasens 21.397 LBO-transaktioner for perioden 01.01.1970-30.06.2007. Undersøgelsen viser, at de kapitalfondsejede selskaber i gennemsnit havde en nettogæld/EV på 67% og en nettogæld/EBITDA på 5,4.

Sammenlignelige børsnoterede selskaber havde derimod en nettogæld/EV på kun 14% og en nettogæld/EBITDA på 1,1. Der skulle således være grund til at forvente en væsentlig større konkursrisiko i de kapitalfondsejede selskaber.

Strömberg når da også frem til, at 7% af transaktionerne¹³ ender i konkurs eller omstruktureringer, svarende til en konkursrisiko på årsbasis på 1,2%. Det er ganske vist højere end de 0,6%, Compustat beregner for børsnoterede amerikanske selskaber for perioden 1983-2002, men det er lavere end de 1,6%, som er gennemsnittet for virksomhedsobligationer. Det er dog de amerikanske transaktioner, der trækker de kapitalfondsejede selskabers konkursrisiko op. Mens 9% af de amerikanske selskaber endte i konkurs, gjaldt det kun for 3% af de kontinentaleuropæiske selskaber (inklusive de skandinaviske).

Analysen for andre perioder kommer frem til lignende resultater. Chapman & Klein (2009) undersøger perioden 1984-2006, hvor konkursrisikoen estimeres til 2,66%. Guo et al. (2009) beregner den til 3,14% for perioden 1990-2006. Og endelig når Thomas (2010) frem til, at konkursrisikoen for kriseårene 2008-2009 blot udgjorde 2,84%.

Det koncentrerede ejerskab betyder, at kapitalfondsejede virksomheder hurtigt kan træffe de beslutninger, der skal til for at redde virksomheden, uanset om der udelukkende er behov for tilførsel af yderligere kapital, eller det også er nødvendigt at udskifte den siddende ledelse. Kapitalfonden kan herefter hurtigt optage forhandlinger med kreditorerne, så en konkurs undgås.

Vinten & Thomsen (2008) peger dog på, at kapitalfondenes muligheder for at træde til med kapital ikke er omkostningsfri. Dette "soft commitment" svarer således til, at kapitalfonden har skrevet en option på at levere porteføljeselskabet kapital. Man kan således argumentere for, at prisen på denne option burde tillægges de kapitalfondsejede virksomheders finansieringsomkostninger.

Pga. det spredte ejerskab er det derimod ikke muligt for det børsnoterede selskab at træffe beslutninger med samme hastighed. Kreditorernes sikre valg er derfor at begære virksomheden konkurs, inden der destrueres endnu mere værdi.

Familieejede virksomheder har det heller ikke meget nemmere. Selv om det koncentrerede (familie-)ejerskab kan sikre hurtige beslutninger, har familierne sjældent mulighed for eller vilje til at øge en i forvejen betydelige eksponering på selskabet. Schäfer & Fisher (2008) konkluderer således, at

externe Finanzierungsbeschränkungen und der für kleine und mittlere Unternehmen kaum vorhandene Zugang zur Börsennotierung zwingen Unternehmerfamilien häufig zur Konzentration – nicht nur der persönlichen Arbeitskraft, sondern auch des persönlichen Vermögens im eigenen Unternehmen. Damit einher geht eine Toleranz gegenüber

¹³ Der er her kun medtaget LBO-transaktioner frem til 2002, da senere gennemførte transaktioner er for nye til at måle konkursrisikoen. Medtages alle transaktioner, falder andelen således til 6%.

klumpenrisiken, die durch Marktunvollkommenheiten aufgezwungen ist und oft nicht der Risikoeinstellung der Familienmitglieder entspricht.

3.2. Ejernes agentomkostninger

Virksomhedsejerne udpeger bestyrelsen, som ansætter en direktion til at lede virksomheden. For ejerne er det afgørende, at direktionen handler i ejernes interesser. Omkostningerne ved at kontrollere og sikre, at det sker, kaldes agentomkostningerne (agency costs), og analysen af konflikten mellem ejer og direktion kaldes agentteori (principal-agent theory).

Jensen & Meckling (1976) beskriver i deres analyse af ejerrettigheder (property rights), hvordan interessekonflikten mellem ejer og direktion påvirker adfærden:

if both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal.

Grossman & Hart (1983) fremfører problemerne ved at udforme en aftale mellem principal og agent, der både sikrer optimal risikodeling mellem begge parter og giver agenten optimale incitamenter. For principalen handler det således om at få agenten til at gøre sit yderste, men da agentens "yderste" ikke er målbart, kan den heller ikke fastlægges i en kontrakt (incomplete contracts).

For agenten ville den optimale risikodeling være en forsikring af agentens indtjening. Men det ville fratage agenten incitamentet til at gøre sit yderste. Principalen vil derfor tilbyde agenten en kontrakt, som ikke forsikrer indtjeningen fuldt ud, men til gengæld kompenserer agenten for risikoen.

Jensen & Meckling skelner mellem tre typer agentomkostninger: (1) ejernes omkostninger ved overvågning af direktionen (monitoring expenditures), (2) omkostninger ved binding af direktionen til ejernes interesser (bonding expenditures) og (3) resterende tab (residual loss).

Overvågningsomkostningerne omfatter omkostningerne ved at kontrollere direktionen genne aktivt ejerskab. Heri indgår f. eks. en effektiv bestyrelsesrapportering samt honorering af kvalificerede bestyrelsesmedlemmer. *Bindingsomkostningerne* omfatter incitamenter, f. eks. et bonus- eller aktieprogram til direktionen for at sikre interessesammenfald mellem ejer og daglig ledelse. Men selv overvågning og incitamenter antages ikke at sikre fuldstændigt interessesammenfald, og dette yderligere velfærdstab for ejerne kaldes *det resterende tab*.

Det manglende interessesammenfald mellem ejer og daglig ledelse i virksomheder med et stærkt cash flow er udgangspunktet for Michael Jensens "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Overs" (1986). Den daglige ledelse i cashflow-rige virksomheder har begrænset interesse i at udbetale cash flowet som udbytte til

aktionærerne, fordi den derved giver afkald på ressourcer. I stedet foretrækker ledelsen at anvende ressourcerne i selve virksomheden, f. eks. ved at ekspandere gennem opkøb. Det vil selv være tilfældet, hvis investeringerne afkaster mindre end kapitalomkostningerne (value destruction).

Jensen mener, at denne interesse modsætning kan fjernes ved at øge virksomhedens gæld, f. eks. ved at tilbagekøbe aktier eller øge udbyttet. Den højere rentebyrde vil hindre ledelsen i at investere det frie cash flow¹⁴ i projekter med ringe afkast, og derved får gælden en "disciplinerende rolle" ("control function of debt"). Gælden sikrer med andre ord, at ledelsen optimerer kapitalanvendelsen:

thus debt reduces the agency costs of free cash flow by reducing the cash flow available for spending at the discretion of managers¹⁵.

De cash flow-rige virksomheder, som ikke lykkes med at skabe en effektiv kontrol med cash flowets anvendelse, vil blive mål for fjendtlige overtagelsesforsøg. Det gælder specielt (1) dårligt ledede virksomheder og (2) succesrige virksomheder med et betydeligt cash flow, som ledelsen nægter at udbetale som udbytte til aktionærerne.

Den nye "disciplinerende gæld", som optages i forbindelse med overtagelsen, er ikke af permanent karakter. Den tvinger nemlig virksomhedens ledelse til at anvende cash flowet til betaling af renter og til nedbringelse af gæld. Ledelsen tilskyndes samtidigt til at frasælge de divisioner og datterselskaber, som har større værdi uden for virksomheden, idet salgsprovenuet vil blive anvendt til gældsnedbringelse. Denne hypotese testes¹⁶ af Phan & Hill (1995), som bekræfter, at

increased debt was associated with increased emphasis on efficiency goals.

Thompson et al. (1992) påpeger, at øget gæld ikke blot disciplinerer ledelsen, men at den også sikrer en tæt overvågning af virksomhedens performance fra de finansierende bankers side. Med deres krediteksptise har bankerne specielt gode forudsætninger for at kontrollere virksomhedens udvikling.

Jensen erkender dog også ulemperne ved øget gearing, fordi omkostningerne ved den forøgede konkursrisiko samtidig stiger. Den optimale fordeling mellem gæld og egenkapital befinder sig netop i det punkt, hvor gældens marginale omkostninger (konkursrisikoen) opvejer dens marginale fordele (disciplineringseffekten).

Konkursrisikoen lader sig dog næppe fastlægge ex ante, ikke mindst fordi den også afhænger af eksterne faktorer, som virksomheden ikke har indflydelse på. Rentestigninger eller en konjunkturedgang kan øge konjunkturrisikoen væsentligt mere end forudsat ved

¹⁴ Det frie cash flow defineres som det overskydende cash flow efter finansieringen af alle investeringsprojekter med en positiv nutidsværdi, når afkastet af disse tilbagelidiskonteres med en for virksomhedens risikoprofil relevant diskonteringsrente.

¹⁵ Jensen (1986), p. 3.

¹⁶ Undersøgelsen dækker 450 LBO-transaktioner (hvoraf 214 responderede), gennemført i perioden 1986-89. LBO defineredes som transaktioner med mere end 80% gældsfinansiering.

struktureringen af finansieringen (Singh, 1990; Rappaport 1990). På den anden side har kapitalfonden i så fald mulighed for at gribe ind ved at indskyde mere egenkapital. I sin analyse peger Jensen ganske vist også på virkningerne af at tilbyde den daglige ledelse medejerskab i virksomheden:

Managers and venture capitalists have a strong interest in making the venture succesful because their equity interests are subordinate to other claim¹⁷.

Han er dog ikke desto mindre mere optaget af disciplinerings-effekten (piskan) end af medejerskabets motivationseffekt (guleroden).

Phan & Hill når frem til den modsatte konklusion:

Management holdings seem to have a greater impact upon goals, strategy and structure than debt... This pattern of results again suggests that increase in debt may be less important in bringing about changes in the strategy and structure of firms that have experienced leveraged buyouts than increase in management stockholdings.

Phan & Hill's analyser viser således, at mens der er sammenhæng mellem medejerskab og performance helt op til 3-4 år efter overtagelsen, kan der på intet tidspunkt konstateres en sammenhæng mellem gæld og performance.

Cotter & Peck (2001) går i dybden med, hvorledes udformningen af gældsforholdene kan reducere agentomkostningerne¹⁸. De når frem til, at stramme låneforhold er velegnede til at kontrollere ledelsen. Jo kortere og jo mere senior gælden er, desto mindre råderum har ledelsen til at foretage fejlpositioner.

Analysen når imidlertid frem til, at det ikke ubetinget gælder kapitalfondskontrollerede virksomheder:

Buyout specialists are likely to more effectively monitor managers by having more seats on the board and by having smaller boards. The findings support our hypothesis that buyout specialists are more active monitors than other outside controlling investors.¹⁹

Resultatet af Cotter & Pecks analyser er således (1) at LBO-transaktioner finansieres med relativt mindre kortvarig og mindre senior gæld, hvis en kapitalfond ejer aktiemajoriteten, (2) at porteføljevirkomhedens performance kun stiger med gældandelen, hvis en kapitalfond *ikke* er involveret i transaktionen og (3) at kapitalfonde har større bestyrelsesrepræsentation og mindre bestyrelser, hvilket tyder på, at ledelsen overvåges aktivt. Cotter & Peck konkluderer altså, at det aktive ejerskab er vigtigere end finansieringsstrukturen som instrument til at kontrollere ledelsen.

Porter (1985) og Stabell & Fjeldstad (1998) opdeler værdiskabelsen i en LBO i primære og sekundære "levers" (løftestænger). De primære levers har direkte effekt på bundlinien, mens de sekundære tilskynder til beslutninger, der har samme effekt. Blandt sekundære effekter peges på kapitalfondenes direkte support af porteføljevirkomhederne samt de reducerede agentomkostninger som følge af ledelsens medejerskab.

¹⁷ Jensen (1986), p. 7

¹⁸ Cotter & Peck's analysegrundlag er de 763 amerikanske LBO'er, der foretages i perioden 1984-89. Heraf udtages 64 LBO'er som opfylder en række kriterier.

¹⁹ Cotter & Peck (2000), p. 137.

Nikoskelainen & Wright (2007) når i deres analyse²⁰ frem til, at governance mekanismer slet ikke er den væsentligste driver ved forøgelsen af virksomhedens værdi. Det afgørende er derimod (1) målselskabets størrelse og (2) om der er tale om en insiderdreven buy out eller en outsiderdreven buy in.

Reich (1989) mener ligefrem, at en høj gældsbyrde er negativt for virksomheden, fordi den tvinger ledelsen til kortsigtet tænkning. Investeringer i nyt kapitalapparat og i F&U reduceres, så virksomheden kan betjene den høje gæld.

Fox & Marcus (1992) finder det ikke tilstrækkeligt at se på en LBO's økonomiske aspekter, som udelukkende er baseret på incitamenter og effektivitet. Det er lige så vigtigt at forstå de adfærdsmæssige aspekter, såsom det organisatoriske spillerum ("organizational slack") og eksistensen af stakeholder commitments. Hvis ledelsens frihedsgrader begrænses, reduceres dens muligheder for at handle under usikkerhed, og det kan true stakeholderne velvillighed over for virksomheden. Resultatet kan blive, at ledelsen kun fokuserer på at skabe kortsigtede resultater.

Agentteorien har traditionelt haft en fremtrædende placering i vurderingen af kapitalfondsejerskabets fordele. Der er næppe heller tvivl om, at en virksomheds overgang fra spredt offentligt ejerskab (børsnotering) til fokuseret kapitalfondsejerskab fører til reducerede agentomkostninger. Derfor har agentteorien spillet en vigtig rolle i de mange analyser af (specielt amerikanske) public to private transaktioner.

Antallet af public to private transaktioner udgør imidlertid en relativ beskeden andel af kapitalfondenes virksomhedskøb. Fra 1970 til 2000 udgjorde de blot 6,0% af de samlede transaktioner, og selv i boomårene 2000-2007 var andelen nede på 6,8% Målt på EV kommer andelen dog op på 26,9% og 28,8% (Strömberg, 2007)²¹.

Størstedelen af transaktionerne har således været private to private, hvor sælgeren i hovedsagen har været enten et konglomerat, en anden kapitalfond eller en familie med en betydelig ejerandel. I disse tilfælde er virksomhederne altså blot gået fra ét koncentreret ejerskab til et andet, og reduktionen i agentomkostningerne må således have været forholdsvis begrænset (Chung, 2009).

Disciplinerings-effekten gennem høj belåning er også aftaget. I 80'erne var op til 90% af en LBO-transaktion lånefinansieret, men fra midten af 90'erne faldt låneandelen til omkring 70%, og siden starten af finanskrisen er andelen yderligere reduceret til 50%. Den lavere gældsætning og det lavere renteniveau i forhold til 80'erne har således reduceret disciplinerings-effektens betydning.

²⁰ Nikoskelainen og Wright analyserer 321 britiske buy outs, som er exited i perioden 1995-2004.

²¹ Målt på Capital IQ-databasens 21.397 LBO-transaktioner for perioden 01.01.1970-30.06.2007.

Kombinationen af lavere gældsætning, lavere renter og færre public to private transaktioner har således reduceret gældens betydning som disciplineringsinstrument. Incitamenter og effektiv overvågning er derimod stadig væsentlige instrumenter til reduktion af agentomkostningerne.

Incitamenter har også vundet betydelig udbredelse blandt virksomheder i andet ejerskab. Kapitalfondenes tradition for at kræve aktiekøb af den daglige ledelse sikrer dog bedre interessesammenfald mellem ledelse og ejer frem for warrants og aktieoptioner, som blot tilskynder til øget risikotagning, der langt fra altid er i ejernes interesser. Hertil kommer, at ledelsen først kan realisere værdien af deres aktier, når selskabet videresælges og opgaven dermed er fuldført (Kaplan & Strömberg, 2008).

Derimod handler overvågning og sparring med ledelsen i højere grad om kompetencer, som en kapitalfond må være i besiddelse af for at få succes.

De endelige ejere af porteføljevirkomheden er imidlertid ikke kapitalfonden, men kapitalfondens investorer. Investorerne har således også agentomkostninger ved at kontrollere, at kapitalfondene handler i investorernes interesse. Omkostningerne reduceres til dels gennem kapitalfondenes performancebaserede aflønning, som giver kapitalfondene et vist interessefællesskab med investorerne. En nærmere analyse af dette principal-agent forhold ligger dog uden for rammerne af denne afhandling.

3.3. Informationsasymmetri

Akerlof (1970) var først til at påvise, hvordan sælgeren af et produkt kan bruge informationsasymmetri til at give køberen en fejlagtig opfattelse af produktets kvalitet. Lowenstein (1985) mener, at en virksomhedens daglige ledelse kan benytte sig af "information advantage of underpricing", idet ledelsen (insiderne) besidder informationer, som ikke står til rådighed for andre (outsiderne). Hvis ledelsen på forhånd ved, at indtjeningen vil stige, kan den (eventuelt sammen med en kapitalfond) købe virksomheden billigt i forhold til virksomhedens indtjeningspotentiale.

Den daglige ledelse sidder med de stærkeste kort på hånden:

The decision to go private had been made at a time picked by management, the fragmented public investors had no mechanism for collective bargaining, and there was no opportunity for others to bid. Even though said to be fair, the price was suspect.

Udgangspunktet for Lowensteins analyse er MBO-transaktionerne i USA i første halvdel af 80'erne²². Blandt alle analyserede transaktioner betaltes en præmie på gennemsnitlig 56% i forhold til markedsprisen 30 dage før budet. Det interessante er imidlertid, at præmien

²² Lowenstein analyserer 28 MBO bud, afgivet i årene 1979-84, med en værdi på mindst 100 mio. USD for aktionærerne på basis af det vindende bud.

kun udgjorde 50% i gennemsnit, hvis der havde været færre end tre budgivere, men 60%, hvis der havde været tre eller flere.

Denne forskel indikerer, at management ofte er i stand til at købe virksomheden til en alt for lav pris, fordi der ikke iværksættes en officiel budrunde. Lowenstein afviser, at aktionærene blot burde glæde sig over at opnå en præmie i forhold til markedsprisen for budet. Managements loyalitet bør således være på aktionærernes side, og hvis management mener, at den kan øge virksomhedens værdi, bør den gøre det inden for rammerne af det hidtidige ejerskab.

Teorien om ledelsens informationsfordel testes af Kaplan (1988)²³, som afviser den af tre grunde. For det første vælger også informerede præ-MBO aktionærer at sælge aktier i forbindelse med en MBO, i gennemsnit svarende til 10% af præ-MBO aktiekapitalen. Hvis MBOen havde været prisfastsat for billigt, ville disse investorer efter Kaplans opfattelse have handlet irrationelt.

For det andet viser Kaplans analyser, at blandt de foreslåede MBOer blev de 46 slet ikke gennemført, mens 34 endte med at blive gennemført af en anden budgiver. Endelig sammenligner Kaplan for det tredje budgetter, som ledelsen har udarbejdet til aktionærene *før* overtagelsen, med de faktiske resultater *efter* overtagelsen. Intet tyder på, at budgetterne var undervurderede, snarere tværtimod.

Der har formentlig betydning, at Lowensteins teorier er udviklet i midten af 80'erne, hvor MBO-markedet var intransparent, og hvor LBO-markedet som helhed var præget af få, aktive aktører. Kaplans analyse er fra slutningen af 80'erne, hvor både antallet og omfanget af LBO-transaktioner var steget betydeligt i forhold til midtfirserne, og hvor langt flere managementledede bud blev ledsaget af konkurrerende bud.

Der kan dog ikke ses helt bort fra Lowensteins pointe, at ledelsen (insiderne) *kan* være i besiddelse af informationer, som den ikke nødvendigvis deler med de eksterne budgivere (outsiderne). Selv de skrappeste regler kan ikke hindre ledelsen i at nedtone de fremtidige indtjeningsmuligheder, som måske er hele grundlaget for ledelsens ønske om at overtage virksomheden:

financial measures may be subject to manipulation by the managers themselves (Fox & Marcus, 1992).

I en empirisk analyse påviser DeAngelo (1986) dog, at der ikke er belæg for at hævde, at direktioner systematisk nedtoner indtjeningsudsigterne op til offentliggørelsen af et LBO-bud. Mens Lowenstein (1985) foreslår virksomhedsauktioner ved lov, to best protect shareholders, the law should mandate open bidding,

mener DeAngelo & DeAngelo (1987), at lovbestemte auktioner vil mindske sandsynligheden for, at der overhovedet afgives bud på virksomheder.

²³ I Kaplans test indgik 76 virksomheder, som blev afnoteret fra New York og American Stock Exchange 1980-85 som led i en LBO.

Billett et al. (2008) påviser, at det gennemsnitlige antal budgivere per målvirksomhed har været faldende. Mens der i perioden 1980-1990 var 1,37 budgivere, faldt antallet til 1,10 i perioden 1991-2006. Tydeligere ses tendensen i antallet af transaktioner med mere end én budgiver, som faldt fra 25% i første fase til blot 8% i anden fase. Anden fase har desuden været præget af stadigt flere transaktioner med samtidig deltagelse af flere kapitalfonde.

Nu om dage er det snarere reglen end undtagelsen, at målvirksomhedens bestyrelse hyrer investmentbankere til at vurdere værdien af virksomheden, hvilket i nogen grad har reduceret problematikken. I modsat retning trækker, at flere kapitalfonde oftere går sammen om en transaktion. En af forklaringerne er formentlig de stadigt større transaktioner, som har nødvendiggjort mere risikospredning (hvilket dog er sket på bekostning af princippet om fuld kontrol med virksomheden). Men det kan ikke afvises, at det har medvirket til at reducere antallet af konkurrerende bud.

Udsigten til et attraktivt incitamentprogram kan dog påvirke den daglige ledelse, som næppe er uden indflydelse på bestyrelsens anbefaling til aktionærerne. Guo et al. (2008) samt Acharya & Kehoe (2008) mener således, at det lykkedes kapitalfondene at generere store afkast på deres public-to-private investeringer efter 1990, trods en relativ begrænset forbedring i målvirksomhedernes drift.

Bargeron et al. (2007) påviser, at kapitalfonde betalte lavere præmier end børsnoterede selskaber ved køb af selskaber²⁴. Resultatet viste, at de hidtidige aktionærer i gennemsnit opnåede en gevinst på 31,74 pct., når budgiveren var et børsnoteret selskab, 22,20 pct., når der var tale om en privat budgiver og 20,47 pct., når budet kom fra en kapitalfond.

Ifølge Kaplan & Strömberg (2008) er det et tegn på, at kapitalfonde er gode til at finde selskaber, som ex post viser sig at være undervurderede. Med andre ord er kapitalfondene enten gode forhandlere, eller også er målselskabernes bestyrelser og ledelser ikke i stand til/villige til at opnå den højest mulige pris ved salget af virksomheden. Det skal dog også påpeges, at industrielle investorer generelt kan byde højere i konjunkturopgangsperioder, mens kapitalfondene omvendt kan byde højere, når renten er lav og konjunkturerne er vigende, jf. afsnit 1.1.

3.4. Værditransferering mellem stakeholders

En LBO kan føre til, at nogle stakeholders ender som tabere. Det gælder kreditorer, medarbejdere og skatteydere, som typisk ikke har direkte indflydelse på egen situation efter overtagelsen på grund af *ufuldstændige kontrakter*. Spørgsmålet er, i hvilket omfang transferering af formuer og rettigheder fra eksisterende stakeholders til de nye ejere er en

²⁴ I undersøgelsen indgik 407 virksomheder, købt af private selskaber og 885 virksomheder, købt af børsnoterede selskaber i perioden 1990-2005.

væsentlig del af den værdi, der skabes ved transaktionen. Hirsch et al. (1990) tvivler således på, at sådanne værditransfereringer er varige.

Førnævnte insiderproblematik (afsnit 3.3) kan betragtes som en værditransferering fra gamle til nye aktionærer. Men derudover antager værditransfereringerne til de nye aktionærer typisk tre former²⁵:

- fra *kreditorer*, fordi værdien af deres tilgodehavende falder.
- fra *medarbejdere*, fordi deres forhandlingsposition over for ledelsen svækkes.
- fra *skatteyderne*, fordi målvirksomhedens skattebetalinger reduceres.

Kreditorer må som udgangspunkt leve med, at en LBO fører til stigende gældsætning og dermed øget risiko for kreditorerne²⁶. Risikoen er dog begrænset for banker, som i reglen stiller krav om change of control klausuler og/eller covenants, så kreditten kan opsiges ved et ejerskifte eller ved en væsentlig ændring af balancestrukturen.

Obligationsinvestorerne var derimod dårligere beskyttet i mange år. Frem til 2005 var det undtagelsen, at europæiske virksomhedsobligationer indeholdt kontrolændringsklausuler, hvorved obligationsejerne risikerede store værditab, hvis udstederens kreditværdighed skulle falde som følge af en LBO. Kapitalfondene kunne efterfølgende opkøbe gælden til lav kurs og derved indkassere gevinsten ved kurstabet. Den covenant-fri gæld kunne herefter erstattes med lavere forrentet gæld mod accept af stramme covenants.

Shleifer & Summers (1988) påpeger, at en stor del af den præmie, de sælgende aktionærer modtog i forbindelse med en LBO, finansieredes af obligationsejernes tab.

Warga & Welch (1993) finder en vis korrelation mellem størrelsen af hhv. aktionærernes gevinst og obligationsejernes tab, men sidstnævntes tab udgør ikke en væsentlig kilde til førstnævntes gevinst. I anden halvdel af 80'erne udgjorde kreditorernes tab kun 7% af aktionærernes gevinst. Aktionærerne opnåede i gennemsnit en gevinst på 36%, mens kreditorerne gennemsnitligt tabte 6%²⁷.

Også Asquith & Wizman (1990) samt Travlos & Cornett (1993) har dokumenteret, at obligationsejerne led et statistisk signifikant tab i forbindelse med LBO-transaktioner. Asquit & Wizman når således frem til, at annonceringen af en LBO førte til et gennemsnitligt tab på 5,2 pct. for obligationer uden covenant protection.

Obligationsejernes manglende beskyttelse mod virksomhedernes udforudsete finansielle dispositioner kan ses som et resultat af *ufuldstændige kontrakter* (incomplete contracts)

²⁵ Ændringer af kredittider fører også til transfereringer fra leverandører og kunder, men det er som led i den forretningsmæssige optimering, der foregår i alle virksomheder.

²⁶ Dette er nærmere beskrevet af Spliid (2007), pp. 362-365.

²⁷ Warga & Welch undersøgte udviklingen i 43 obligationer i 16 selskaber, som alle blev overtaget ved en LBO i perioden januar 1985 til april 1989. Udviklingen beregnedes fra en måned før til to måneder efter overtagelsen.

mellem principal (obligationsejerne) og agent (virksomhedsledelsen). Denne problematik analyseres indgående af Grossman & Hart (1986) og af Hart & Moore (1988).

Der peges her på vanskelighederne ved at forudsige og regulere alle fremtidige hændelser i kontrakten mellem to parter. I det konkrete tilfælde har obligationsejerne kun de rettigheder, der er aftalt i kontrakten, mens virksomhedsledelsen råder over samtlige residuale rettigheder. Med andre ord har virksomhedsledelsen ret til at foretage dispositioner til skade for obligationsejerne, med mindre andet er aftalt.

Udfordringen i slutningen af 80'erne var at finde et håndgribeligt aftalebegreb, som kunne beskytte obligationsejerne uden at indskrænke virksomhedsledelsens handlefrihed unødigt. Man kunne have indrømmet obligationsejerne en indløsningsret ved overskridelse af en på forhånd fastlagt gældskvote, men det kunne potentielt føre virksomheden ud i alvorlige likviditetsproblemer, hvis gældsforøgelsen var et resultat af manglende indtjening.

Da obligationsejerne primært ønskede beskyttelse mod nye ejereres uforudsete ændring af kapitalstrukturen, blev løsningen indførelsen af kontrolændringsklausuler. Dermed fik obligationsejerne ret til at kræve obligationerne indfriet, hvis selskabet skiftede ejer. Fra slutningen af 80'erne krævede amerikanske obligationsinvestorer i tiltagende omfang sådanne klausuler indført i aftalegrundlaget.

Denne nye praksis førte til en mærkbar reduktion i LBO-relaterede tab. Obligationsejernes værditab som følge af LBO-transaktioner udgjorde kun 4,9% i gennemsnit i 90'erne. Obligationer uden covenants tabte imidlertid 6,8% i værdi, mens obligationer med covenants kun faldt 2,3%. Selskaber uden kontrolændringsklausuler havde dobbelt så stor sandsynlighed for at blive mål for en overtagelse som selskaber med klausulen (Billett et al., 2008).

Mens kreditorerne foretrækker klausulen for at beskytte sig mod værditab, undgår aktionærene den helst, fordi indfrielse af bestående kreditter reducerer den præmie, kapitalfonden er villig til at betale de sælgende aktionærer (Billet et al., 2008). Ikke desto mindre har opmærksomheden omkring LBO-risikoen medført, at stadigt flere virksomhedsobligationer forsynes med klausulen. Mens det 1985-87 kun gjaldt 3% af nyudstedelserne, var andelen fra 1993 oppe på omkring 25% (Billet et al., 2008).

Mens kreditorerne som udgangspunkt kan styre LBO-risikoen over kreditbetingelserne (nu hvor de er opmærksomme på den), er det noget vanskeligere for virksomhedens medarbejdere. Spørgsmålet er, hvor stor en andel af kapitalfondenes gevinster, der skabes på bekostning af medarbejderne²⁸.

²⁸ Dette er nærmere beskrevet af Spliid (2007), pp. 355-361.

Shleifer & Summers (1988) samt Hirsch et al. (1990) påpeger, at kapitalfondenes bestræbelser på at øge virksomhedens effektivitet gennem besparelser kan føre til forringede aflønningsvilkår samt afskedigelser. Samtidig fører den øgede gældsætning til større konkursrisiko og dermed mindre jobsikkerhed. Det kan på langt sigt afholde medarbejdere fra at give sådanne virksomhedsspecifikke commitments, som er nødvendige for virksomhedens langsigtede succes og overlevelse.

Kaplan (1988) kan dog ikke påvise noget signifikant fald i beskæftigelsen i op til to år efter en LBO²⁹. Muscarella & Vetsuypens (1990) fandt et mindre fald i beskæftigelsen på 0,6%, hvilket ikke er statistisk signifikant.

Davis et al. (2011) undersøgte 3.200 amerikanske virksomheder, købt af kapitalfonde i perioden 1980-2005. Beskæftigelsen før og efter overtagelsen sammenlignedes, ligesom udviklingen i de kapitalfondsejede virksomheder sammenlignedes med lignende kontrolvirksomheder. I forhold til kontrolvirksomhederne faldt beskæftigelsen i de kapitalfondsejede virksomheder i de oprindelige lokationer med 3% to år efter og med 6% fem år efter overtagelsen. Kapitalfondsejede virksomheder skabte til gengæld flere nye jobs andre steder, end kontrolvirksomhederne gjorde. Medregnes denne effekt, udgjorde tabet af arbejdspladser efter overtagelsen mindre end 1% i kapitalfondsejede virksomheder.

To forhold fører til reducerede skattebetalinger efter en LBO: (1) stigende gældsandel øger de fradragsberettigede rentebetalinger på bekostning af ikke fradragsberettigede udbytter og (2) overtagelsespræmien øger virksomhedens fradragsberettigede goodwillnedskrivninger.

Lowenstein (1985) og Kaplan (1988) påviser, at skattefordelen udgør en betydelig del af den præmie, de nye ejere betaler for at overtage virksomheden. Kaplan når således frem til, at denne andel udgør mellem 21 og 143% af præmien³⁰, men mener at det primært er de gamle aktionærer, der scorer gevinsten.

Long & Ravenscraft (1989) betvivler dog, at LBO'er overhovedet fører til reduceret skatteprovenu. Det afhænger således af tre faktorer: (1) præmiens og dermed kapitalgevinstens størrelse, (2) de gamle aktionærers skattemæssige status og beskatningsprocent og (3) beskatningen af genvundne afskrivninger i forhold til fordelene ved at kunne afskrive fra et højere udgangspunkt (asset step-up).

I Danmark spiller det skattemæssige element efterhånden en underordnet rolle for udformningen af LBO-transaktioner. I juni 2007 vedtog Folketinget således nye skatteregler, som begrænser kapitalfondenes rentefradragsret³¹. Goodwillafskrivninger er

²⁹ Kaplan når frem til et beskedent branchjusteret beskæftigelsesfald efter tre år. Men det er ikke statistisk signifikant.

³⁰ Kaplan undersøger 76 MBO'er af børsnoterede selskaber, udført i perioden 1980-86.

³¹ De nye skatteregler er nærmere beskrevet af Spliid (2007), pp. 366-378.

reguleret i Afskrivningslovens paragraf 40, som giver mulighed for årlige afskrivninger på op til 1/7 af den erhvervede goodwill.

Hirsch et al. (1990) afviser, at kapitalfonde i længden kan skabe værdier på bekostning af andre stakeholders. Indførelse af kontrolændringsklausuler i låneaftaler, fagforenings- og lovgiverreaktioner på afskedigelser samt ændringer i skatteregler tyder således heller ikke på, at kapitalfondene i længden kan skabe succes gennem værditransferering fra andre stakeholders.

Fox & Marcus (1992) når frem til, at brud på langfristede implicitte forpligtelser ("long-term commitments") generelt har en negativ indflydelse på alle stakeholders villighed til at holde fast i sådanne forpligtelser.

3.5. Netværk

Kontakter til andre kapitalfonde, banker, konsulenthuse og industrivirksomheder spiller en afgørende rolle for kapitalfondene. Det skaffer ikke blot adgang til mulige virksomhedshandler, men netværket er også af stor betydning for at kunne vurdere det enkelte målselskabs værdi. Hertil kommer, at netværket både giver adgang til de kompetencer, der skal bruges i due diligence fasen, samt til de potentielle managementteams, der kan lede målselskabet frem mod en succesfuld exit.

Pionerkapitalfonden KKR var først til at opbygge de enkle netværksstrukturer, der i dag karakteriserer de fleste kapitalfonde. I begyndelsen af 80'erne bestod KKR's egen organisation således kun af 12 deal-makere, som uddelegerede en lang række centrale opgaver til samarbejdspartnere. Denne kreds omfattede bl.a. revisionsfirmaet Deloitte, Haskins & Sells, advokatfirmaerne Lathams & Watkins og Simpson Thatcher & Barlett, samt Bankers Trust Company, Continental Bank og Drexel Burnham Lambert på finansieringssiden (Kaufmann & Englander, 1993).

Mange transaktioner sources direkte fra netværket. Kraft (2001) beskriver det således:

Bei der Analyse des Investitionsprozesses ist darüber hinaus deutlich geworden, dass vor allem bei der Identifikation und Auswahl geeigneter Krisenunternehmen, bei der Gewinnung der notwendigen Managementkapazität und bei der Identifikation potentieller strategischer Käufer das Beziehungsnetzwerk einer Private Equity-Gesellschaft von hoher Bedeutung ist. Über ein Viertel aller Turnaround-Investitionen werden durch das persönliche Beziehungsnetzwerk der Professionals einer Private Equity-Gesellschaft generiert und auch für den Zugang zu den übrigen Transaktionsquellen spielen persönliche Kontakte eine große Rolle. Bei der Gewinnung der notwendigen Managementkapazität ist das Beziehungsnetz von Bedeutung für die Zusammenstellung geeigneter Buyin Teams bzw. der Rekrutierung externer Turnaround-Spezialisten, die mit der operativen Geschäftsführung der Portfoliounternehmen betraut werden können.

Kraft's holdning er altså, at netværket spiller en vigtig rolle i forbindelse med udvælgelsen af både virksomheder samt af det managementteam, som efterfølgende sættes til at lede porteføljevirksomhederne.

Men netværket kan også have en vigtig betydning for videreudviklingen af virksomheden. I 2005 gennemførte PWC en interviewundersøgelse blandt tyske kapitalfonde og kapitalfondsejede virksomheder³². 45,6% af kapitalfondene og 34,1% af porteføljevirksomhederne svarede bekræftende på spørgsmålet om, hvorvidt kapitalfondenes netværk og kontakthjælp havde bidraget positivt til porteføljevirksomhedens udvikling.

Siming (2010) undersøgte netværkets betydning for 1.326 personer, som havde skiftet job fra et M&A-rådgivningsfirma til en kapitalfond. Han nåede frem til, at sandsynligheden for at et rådgivningsfirma får et mandat fra en kapitalfond stiger fra 3,6% til 6,4%, hvis en medarbejder i kapitalfondens investeringsteam tidligere har arbejdet i det pågældende rådgivningsfirma.

I rapporten „Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU” (2008) fastslår Den europæiske Centralbank (ECB) ligeledes betydningen af networking:

A significant number of LBO transactions carried out by the surveyed banks were relationship-driven as opposed to transaction-driven ... Relation-driven transactions were very often based on direct contacts between the bank and the “customer”, the private equity fund manager, as well as on past transactions and history.

De investeringsansvarliges anciennitet burde være afgørende for kapitalfondenes succes. Meier (2005) kan dog i sine analyser ikke påvise nogen sammenhæng mellem ”experience of private equity professionals” og ”value added to buyout”. Derimod påviser Shepherd et al. (2003) en positiv sammenhæng mellem anciennitet og beslutningskvaliteten i screening af forretningsplaner.

3.6. Involvering

Spørgsmålet er, om kapitalfondens involveringsgrad har en positiv eller en negativ indflydelse på porteføljebeselskabets performance, samt om den spiller en afgørende eller en underordnet rolle. Venturefonde involverer sig som hovedregel langt mere i porteføljebeselskabet end buyoutfonde.

MacMillan et al. (1988) undersøgte korrelationen mellem kapitalfondenes involvering i den enkelte virksomhed og virksomhedens efterfølgende performance³³. Kapitalfondene blev i første omgang bedt om at angive deres involvering inden for 20 forskellige aktiviteter. Fondene inddeltes herefter i tre grupper efter involveringsgrad: ”laissez faire”, ”moderate involvement” og ”close tracker”. Fondene blev endeligt bedt om at angive, hvorledes den enkelte porteføljevirksomhed havde udviklet sig i forhold til deres egne forventninger. Metoden er ikke uproblematisk, idet resultaterne alene er baseret på respondenternes subjektive opfattelser. Det kan heller ikke udelukkes, at svarene er influeret af, hvilken af de tre grupper, respondenterne tilhører.

³² 218 kapitalfonde blev spurgt, hvoraf 198 svarede. Blandt disse svarede tillige 128 af deres porteføljevirksomheder.

³³ MacMillan et al. rettede forespørgsler til 350 kapitalfonde i perioden december 1986 til februar 1987. 62 deltog, svarende til 18% af de adspurgte (20% målt på kapital).

Undersøgelsen viste ikke nogen signifikant forskel på virksomhedernes performance i forhold til forventningerne mellem de tre grupper, dvs. at involveringsgraden ikke havde afgørende betydning for, hvordan virksomheden klarede sig:

The difference in the performance level of the ventures among the three groups was statistically insignificant.

Resultatet kan tages til indtægt for, at kapitalfondens eget engagement i virksomhedens ledelse er af underordnet betydning. Det er en indirekte støtte til agentteoriens konklusioner: at der bedst skabes resultater ved at give virksomhedens daglige ledelse incitamenter i form af medejerskab.

Berg & Gottschalg (2004) peger på mentoreffekten ("parenting advantage"), som består i, at kapitalfonden kan give porteføljeselskabet rådgivningmæssig støtte. Porteføljevirksomheder har normalt direkte adgang til kapitalfondenes investeringsansvarlige, som ikke er involveret i daglige rutiner, men som desuagtet er langt tættere på driften end stabsafdelingerne i store konglomerater (Bull 1989; Hite & Vetsuypens, 1989).

Meier (2005) analyserede³⁴, hvorvidt kapitalfondenes hands-on involvering samt de investeringsansvarliges erfaring har positiv betydning for værdiskabelsen i porteføljeselskabet. Han når ligeledes frem til, at det ikke er tilfældet:

Interestingly enough, the organization of the relationship between private equity firm and portfolio company as well as the experience of private equity professionals have no significant impact on value added to buyout.³⁵

Kapitalfondenes pres for at skabe resultater er ikke nødvendigvis et udtryk for, at kapitalfondene tænker kortsigtet, men betyder blot, at kapitalfondene er hurtigere til at omsætte deres strategi. Kapitalfondens mål er at øge selskabets værdi for at kunne skabe en gevinst til investorerne og managerne.

Der er ikke desto mindre delte meninger om, hvor langsigtet kapitalfondene arbejder. Den ene yderlighed repræsenteres af Jensen (1989), som mener at kapitalfondsejerskabet løser det fundamentale agent-problem, og derfor bør blive den dominerende ejerskabsform. Den anden yderlighed repræsenteres af Rappaport (1990), som beskriver kapitalfondsejerskabet som en kortsigtet chokterapi med hurtige effektiviseringer af dårligt ledede virksomheder. Kaplan (1991) beskriver derimod kapitalfondsejerskabet som hverken kortsigtet eller permanent.

Lerner et al. (2011) undersøgte 472 LBO-transaktioner (Capital IQ 1986-2005) og fandt ikke belæg for at konkludere, at PE-ejede virksomheder afstår fra langsigtede investeringer. Antallet af patenter ændres ikke efter overtagelserne, men der sker en større grad af fokusering på mere værdiskabende patenter efter PE-overtagelsen.

³⁴ Meier adspurgte de 454 største kapitalfonde i Europa, hvoraf 101 (22%) valgte at deltage.

³⁵ Meier (2005), p. 114.

3.7. Specialisering

Ideen bag udviklingen af konglomerater bygger på Harry Markowitz' (1952) forudsætninger om fordelene ved diversifikation. Kapitalfondene betragter imidlertid hver enkelt porteføljevirkksomhed som en isoleret investering og tilstræber således ikke nødvendigvis branchemæssig diversifikation. Tværtimod kan specialisering inden for en branche være en fordel, fordi et indgående branchekendskab kan anvendes på flere porteføljeselskaber.

Ifølge Levy (1978) og Merton (1987) forudsætter CAPM-teorien, at der er omkostningsfri adgang til informationer. Da denne forudsætning ikke holder i praksis, har Levy og Merton udviklet forskellige "Generalized Capital Asset Pricing Models" (GCAPM). Modellerne går ud fra eksistensen af segmenterede kapitalmarkeder, hvor der er faste omkostninger ved at skaffe sig branchespecifikke informationer.

En af de faste omkostninger er at finde frem til og fortolke virkningerne af hændelser, dvs. at læse og analysere kvartalsregnskaber samt at følge med i nyheder og trends inden for specifikke brancher. Denne omkostning er f. eks. en limiterende faktor på antallet af værdipapirer i en investeringsportefølje (Levy, 1978).

Investorer besidder forskellige specialiserede informationer, som bruges til at købe aktier i specifikke brancher, f. eks. vil en programmør vide mere om IT-aktier end gennemsnitsinvestoren. Derimod er det dyrt at skaffe sig viden om selskaber inden for områder, som ligger langt fra den enkelte investors specialiserede viden (Merton, 1987).

En høj specialiseringsgrad kan både anvendes til overordnet risikokontrol og til at give adgang til netværksinformationer og dealflows fra andre venture-investorer (Bygrave, 1988).

Sahlman (1990) finder, at specialiseret aktivitet i høj grad har bidraget positivt til venturefondenes indlæringsproces:

The venture capitalist benefits from gaining institutional experience and expertise, and is then able to "cultivate" a deal flow based on networks of contacts and relationships.

Norton & Tenenbaum (1993) påpeger, at det er dyrt for ventureselskaber (kapitalfonde med fokus på virksomhedens tidlige udviklingsstadium) at skaffe sig det nødvendige branchekendskab:

Due to their information advantage in certain technologies or markets, and the high fixed costs of gaining expertise in other technical and product areas, it does not make economic sense for venture capitalists to seek portfolio diversification.³⁶

Ifølge Norton & Tenenbaum kan kapitalfondene diversificere sig ud af usystematiske risici ved at sprede investeringerne på virksomheder på forskellige udviklingsstadier (stages)

³⁶ Norton & Tenenbaum (1993), p. 435.

samt gennem tilegnelsen af netværksinformationer. Siden Norton & Tenenbaums analyse er det blevet mere almindeligt, at flere kapitalfonde går sammen om at opkøbe et målselskab, hvilket også bidrager til at reducere risiciene.

Norton & Tenenbaum tester³⁷ fire hypoteser for *kapitalfonde med fokus på virksomheder i de tidlige udviklingsstadier (venturefonde)*:

1. Kapitalfonde foretrækker at diversificere på tværs af brancher for at reducere risikoen (diversifikationsteorien).
2. Kapitalfonde foretrækker at diversificere på tværs af udviklingsstadier som følge af vanskelighederne ved at time i forhold til gunstige IPO-markeder.
3. Kapitalfonde foretrækker branchespecialisering (information sharing teorien).
4. Kapitalfonde specialiserer sig i virksomheder på et bestemt (eller et tilgrænsende) udviklingsstadium for at skaffe sig bedre adgang til netværksinformationer.

Hypotese 1 afvises til fordel for hypotese 3, dvs. at branchespecialiseringens informationsfordele er vigtigere end gevinsterne ved branchemæssig diversifikation.

Hypotese 2 afvises til fordel for hypotese 4, idet kapitalfondene foretrækker at specialisere sig inden for bestemte (eller tilgrænsende) udviklingsstadier frem for at diversificere på tværs af dem.

Analyserne er baseret på venturefonde, og konklusionerne kan derfor ikke uden videre overføres på kapitalfonde med fokus på modne virksomheder (buy out). Risikoen ved modne, cash flow stabile virksomheder er således noget mindre end risikoen ved virksomheder i de tidlige udviklingsstadier.

Kapitalfondene er imidlertid henvist til at hente en stadig større del af værdiskabelsen i porteføljevirksomhederne fra omstruktureringer og driftsmæssige forbedringer, og dermed konvergerer kapitalfondenes koncepter med venturefondenes. Det taler for, at kapitalfondene også vil kunne drage fordel af specialisering.

3.8. Deduktion af metoder og kompetencer

Der kan ikke trækkes en hårfin grænse mellem kapitalfondenes metoder og deres kompetencer. I bund og grund er der da også tale om to forskellige analysevinkler til samme tema: i hvilket omfang kan kapitalfondene skabe mere værdi i målvirksomhederne, enten ved anvendelse af bestemte metoder eller ved brug af deres kompetencer?

Den væsentligste forskel på de to vinkler er, hvorvidt der tages udgangspunkt i teknikker eller i organisationer. De teknikker eller arbejdsmetoder, kapitalfondene anvender, kan jo (helt eller delvist) *også* anvendes af virksomheder, institutionelle investorer eller privatpersoner (rene MBOs). Hidtidige analyser af kapitalfondenes værdiskabelse sonderer

³⁷ Analysen blev foretaget ved at tilsende spørgeskemaer til NVCAs 300 medlemmer i perioden februar/marts 1990. 98 (32,7%) returnerede skemaerne med svar.

således ikke imellem, om resultaterne overvejende skyldes de anvendte teknikker eller særlige kompetencer.

Berg & Gottschalg (2004) skelner dog mellem *intrinsic value generation*, den værdiskabelse, der udgår fra målvirksomheden, og *extrinsic value generation*, som primært skabes af investorerne. Til den første kategori hører

value generation through improvements in operational efficiency that were achieved without any form of knowledge transfer from the equity investors.

Den anden omfatter

value generation that is inherently linked to specific characteristics of the equity investors (network, expertise, experience, capability, strategy etc.).

Extrinsic value er således kapitalfondens specifikke bidrag til værdiskabelsen. Hertil regner Berg og Gottschalg finansiell arbitrage, dvs. kapitalfondens evne til at finde undervurderede virksomheder, samt financial engineering, dvs. evnen til at optimere finansieringsstrukturen og minimere skattebetalingerne. Det gælder endvidere reduktionen af agentomkostninger ved implementering af ledelsesincitamenter og overvågning af virksomheden samt strategisk nyorientering af virksomheden.

Derimod kan øget operationel effektivitet gennem besparelser, driftsforbedringer, reduceret kapitalanvendelse og eliminering af ineffektiv ledelse udmærket være en intrinsic value, som virksomhedens ledelse under alle omstændigheder ville have gennemført, men den kan også være igangsat på initiativ af kapitalfonden og må så anses for at være en extrinsic value.

Smit & De Maeseneire (2004) skelner mellem almindelige (ikke-idiosynkratiske) og særlige (idiosynkratiske) kernekompetencer. Mange af kapitalfondenes kompetencer, som tidligere var særlige, er efterhånden blevet almindelige.

Til *almindelige kompetencer* hører at kunne reducere agentproblemerne gennem forøget gæld, aktivt ejerskab, implementering af incitamentstrukturer og frasalg af randaktiviteter. Det gælder ligeledes reduktionen af informationsasymmetrier: at kapitalfonden (modsat kapitalmarkedet) kan prisfastsætte værdien af selskabets investeringsmuligheder, samt at der kan spares omkostninger ved ikke længere at skulle holde en bred offentlig ejerkreds informeret. Endeligt hører udnyttelsen af skattefordelen ved øget gældsfinansiering til blandt de almindelige kompetencer.

Særlige kompetencer omfatter udvælgelsen af de rette virksomheder, udviklingen af succesrige strategier samt skabelsen af porteføljesynergier. Det sidste gælder ikke mindst på tværs af tiden, f. eks. ved udøvelsen af buy-and-build strategier, dvs. køb af et platform-selskab, som følges op af tilkøb.

I en budproces vil alle interessenter kunne byde en pris, der svarer til summen af virksomhedens stand alone værdi og den værdi, der kan skabes ved anvendelse af almindelige kompetencer. Det højeste bud vil dog ligge over denne pris, fordi der altid vil være fonde, som kan skabe yderligere værdier ved brug af deres særlige (industrielle) kompetencer.

Kapitalfonde foretrækker således at byde på netop de målselskaber, hvor anvendelsen af deres særlige kompetencer er mest værdifulde. Der er stor forskel på de enkelte kapitalfondes særlige kompetencer, og den kapitalfond med de bedst matchende kompetencer vil alt andet lige kunne byde den højeste pris for en specifik målvirksomhed.

Smit & De Maeseneire mener derfor, at kapitalfondene tvinges til at tilegne sig særlige kompetencer ved at specialisere sig i bestemte brancher og teknologier. Derudover peges der på muligheden for at syndikere transaktioner, bl.a. ved at invitere industrielle investorer.

Kapitalfondens kompetencer og ressourcer afhænger ifølge Smit & De Maeseneire af fondenes historiske udvikling. Gennem de enkelte akkvisitionsbeslutninger vælger den enkelte kapitalfond en unik vej (path), som ikke blot *åbner*, men også *begrænser* de fremtidige muligheder:

The path dependency of investment opportunities (under uncertainty) leads to a unique resource position in which the accumulated resources and the options to lever competences have a higher value to one specific investor than to the other, due to its idiosyncratic real option parameters.

Afhængigheden af den valgte vej (path dependency) gør, at hver kapitalfond har sin specifikke portefølje af kompetencer og ressourcer. Derfor vil værdien af at købe et bestemt selskab variere fra kapitalfond til kapitalfond.

Mooney (2007) skelner mellem tre forskellige former for kompetencer: kernekompetencer (core competences), særlige kompetencer (distinctive competences) og konkurrencefordele (competitive advantages).

Kernekompetencerne er de færdigheder, virksomheden råder over, og som er afgørende for dens værdiskabelse. Selv om virksomheden er i besiddelse af de nødvendige kernekompetencer, er den ikke nødvendigvis førende inden for sit felt. Kompetencerne kan også være nemme at efterligne af konkurrenterne og vil i så fald ikke kunne sikre virksomhedens konkurrenceposition.

Det kræver således *særlige kompetencer*, altså færdigheder som er overlegne i forhold til konkurrenterne. Kompetencerne skal både være synlige over for virksomhedens kunder og have permanent karakter, så de er svære at kopiere. Særlige kompetencer giver dog ikke

nødvendigt konkurrencefordele. En virksomhed kan f. eks. være førende inden for en bestemt teknologi, som imidlertid er ved at blive udfaset i forhold til en anden³⁸.

Konkurrencefordele opnås først i det øjeblik, kompetencerne eller andre ressourcer kan anvendes til at outperforme konkurrenterne. Det kan være kompetencer i form af viden og teknologi, men det kan også være ressourcer i form af patenter, brands eller beliggenhed.

Kernekompetencer *kan* udvikle sig til særlige kompetencer, og særlige kompetencer *kan* udvikle sig til konkurrencefordele. For virksomheden handler det imidlertid i sidste ende om at kunne bruge kompetencerne på en sådan måde, at de bringer fordele i forhold til konkurrenterne.

I tabel 5 oplistes de syv teorier, som er beskrevet i dette kapitel, de metoder som kan udledes af teorierne og de kompetencer til at anvende dem, som kapitalfondene formodes at besidde. Disse formodninger er udledt af den beskrevne litteratur samt af interviews med kapitalfondene. De efterfølgende forskningsspørgsmål tester, om kapitalfondene vitterligt besidder disse kompetencer.

Forskerne er ganske vist uenige om, hvorvidt kapitalfondene har særlige kompetencer i forhold til andre investorer. Ikke desto mindre behandler litteraturen indgående de kompetencer, som nogle forskere mener, at kapitalfondene besidder qua deres særlige strukturer og relationer samt de særlige personlige kvalifikationer, fondenes partnere og medarbejdere medbringer.

³⁸ Eksempelvis Kodak, som ganske vist var førende inden for produktionen af analoge kameraer og film, men som for sent gik over til at anvende digitalteknik.

Tabel 5. Kapitalfondenes metoder og kompetencer.

Teori	Metoder	Formodede kompetencer
Optimering af kapitalstruktur	• Gearing, minimering af egenkapital. • Udnyttelse af klienteffekter. • Udnyttelse af implicitte garantier.	• Kapitalfondspartnerens erfaring fra M&A og akkvisitionsfinansiering i banker og konsulentfirmaer.
Minimering af agentomkostninger	• Motivationsfremme gennem incitaments-programmer. • Disciplinering gennem høj gæld. • Direkte styring gennem kontrol.	• Den korte ejerperiode på 3-7 år kræver hurtige resultater. Kapitalfondene opsamlar derfor erfaringer med motivations-, disciplinerings- og kontrolmetoder fra en lang række porteføljeselskaber
Udnyttelse af informationsasymmetri	• Køb: søgning efter uudnyttet potentiale. • Salg: søgning efter industrielt match. • Påvirkning af målselskabets CEO.	• Kapitalfondene har nemmere adgang til virksomhedsinformationer, fordi de ikke er konkurrenter. Derved kan de bedre skaffe sig et overblik over de enkelte virksomheders potentialer. • Kapitalfondene kan bruge viden fra mål virksomhedens CEO, som dog kan komme i loyalitetskonflikt med eksisterende aktionærer.
Transferering af værdier fra andre stakeholders	• Kreditorer: ikke-overholdelse af implicitte forpligtelser. • Medarbejdere: fyringer, lavere løn og mindre medarbejderindflydelse. • Skatteydere: Minimering af skattebetalinger gennem selskabskonstruktioner og maksimering af rentefradrag.	• Forudsætter ingen særlige kompetencer, som ikke kan købes af eksterne rådgivere. • Som midlertidige ejere har kapitalfondene dog den fordel, at de i mindre grad berøres af manglende binding og loyalitet fra andre stakeholders.
Anvendelse af netværk	• Brug af banker, konsulenter og industrikontakter til sourcing af deals. • Brug af bankkontakter til sammensætning af optimale lånekonsortier.	• Kapitalfondene har ingen langfristede bindinger til virksomheder, banker og konsulenter og kan derfor anvende dem som informationskilder.
Aktiv involvering i virksomheden	• Strukturering af virksomhedens finansiering. • Tilkøb og frasalg af virksomheder.	• Kapitalfondenes hovedaktivitet. • Partnerne har erfaring fra M&A og akkvisitionsfinansiering i banker og konsulentfirmaer.
Branchespecialisering	• Specifik brancheviden inden for vidensintensive virksomheder.	• Erfaring fra flere selskaber inden for samme branche. • Evne til at finde kvalificerede bestyrelsesmedlemmer fra branchen.

Formålet med denne afhandling er således at belyse, hvorvidt kapitalfondene vitterligt besidder disse formodede kompetencer.

Optimering af kapitalstruktur: Kapitalfondene optimerer porteføljeselskabernes kapitalstrukturer ved at minimere anvendelsen af egenkapital og ved at udnytte klienteffekter gennem tranchering af finansieringen. Kapitalfondene kan reducere egenkapitalen i deres selskaber i det omfang, kreditorerne forventer, at kapitalfondene støtter selskaberne i krisesituationer.

Kapitalfondenes partnere har ofte en fortid som medarbejdere i M&A-afdelinger og afdelinger for akkvisitionsfinansiering i banker eller konsulenthuse og har derfor særlige faglige kompetencer inden for dette område.

Afhandlingen vil nærmere belyse,

- *hvilken merværdi kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur skaber.*
- *om kapitalfonden kan udnytte klienteffekter ved strukturering af finansieringen.*
- *om kapitalfondens ejerskab i sig selv styrker mulighederne for at skaffe ekstern finansiering.*
- *hvorvidt kapitalfondens hurtige adgang til egenkapital reducerer risikoen for stressituationer i porteføljevirkomheden.*

Minimering af agentomkostninger: Kapitalfondene minimerer agentomkostningerne ved at forene ledelsens interesser med ejernes. Ledelsen tilbydes derfor incitamentsprogrammer, og ved at øge gælden presses ledelsen til at økonomisere med virksomhedens ressourcer. Kapitalfondene lader udarbejde klare strategier, der efterfølgende nedbrydes i mile stones, som ledelsen kontrolleres på.

Den korte ejerperiode på 3-7 år skaber et pres for hurtige resultater. Det giver kapitalfondene erfaringer med både motivations-, disciplinerings- og kontrolmetoder fra porteføljevirkomheder.

Afhandlingen vil nærmere belyse,

- *i hvilket omfang incitamentsprogrammer har indflydelse på ledelsens beslutninger.*
- *hvilken indflydelse den høje gældsætning har på ledelsens beslutninger.*
- *hvordan og i hvilket omfang kapitalfonden bruger kontrol til at styre virksomheden.*

Udnyttelse af informationsasymmetri: Ofte kan kapitalfondene se en mulig anvendelse af værdier i målselskabet, som andre investorer ikke kan se, eller som de ikke har kapital til at udnytte. Informationsasymmetri kan også udnyttes illoyalt af målselskabets CEO, som kan have viden om virksomhedens potentiale, som ikke deles med de hidtidige aktionærer.

Industrielle aktører har sjældent adgang til informationer fra virksomheder inden for samme branche, primært af konkurrencehensyn. Det har kapitalfondene til gengæld, og dermed kan de lettere skaffe sig overblik over uudnyttede potentialer i de enkelte virksomheder. CEO'en, som må formodes at kende virksomhedens potentiale bedst, kan have en personlig interesse i at udnytte denne viden sammen med kapitalfonden, hvilket kan skabe loyalitetskonflikter i forhold til eksisterende aktionærer.

Afhandlingen vil nærmere belyse,

- *om kapitalfondens har særlige forudsætninger for at spotte, analysere og prissætte en målvirksomhed.*
- *i hvilket omfang virksomhedsledelsen handler loyalt over for de gamle aktionærer i forbindelse med kapitalfondens køb af virksomheden.*

Transferering af værdier fra andre stakeholders: Som nævnt er kapitalfondene blevet beskyldt for at skabe værdi for aktionærerne ved at transferere værdier fra andre stakeholders, f. eks. kreditorer, medarbejdere og skatteydere.

Alle virksomhedskøbere kan i princippet betjene sig af denne metode. Mens langfristede ejere kan frygte, at et brud på implicite forpligtelser mindsker de øvrige stakeholders binding og loyalitet over for ejeren, betyder dette mindre for kapitalfondene, som ejer virksomheden i en begrænset periode.

Afhandlingen vil nærmere belyse, i hvilket omfang kapitalfondens flytter værdier fra andre stakeholders til aktionærerne.

Anvendelse af netværk: Kapitalfondene har ganske få medarbejdere i forhold til både omsætning og indtjening. Det skyldes, at en lang række opgaver outsources til netværket, som også bruges til at skaffe informationer om potentielle målselskaber og købere af porteføljeselskaber.

Kapitalfondene har ingen langfristede bindinger til virksomheder, banker og konsulenter. Derfor har de adgang til informationer fra netværket, som andre ikke har.

Afhandlingen vil nærmere belyse hvilken rolle, kapitalfondenes netværk spiller for

- *køb og salg af porteføljevirksomheder.*
- *fremskaffelse af finansiering.*
- *udvælgelse af management.*
- *udførelse af analyseopgaver.*

Aktiv involvering i virksomheden: Kapitalfondene udøver aktivt ejerskab i modsætning til passive porteføljeinvestorer. Kapitalfondene tager således aktivt del i struktureringen af virksomhedens finansiering, i større tilkøb og frasalg i tilknytning til virksomheden og i større investeringer, hvorimod den daglige drift overlades til virksomhedens ledelse.

Finansieringsstrukturering og investeringsanalyse er kapitalfondenes kernekompetencer og hovedaktivitet. Hertil kommer, at partnerne i langt de fleste tilfælde har en baggrund fra banker og konsulenthuse, hvor de har udført tilsvarende opgaver.

Afhandlingen vil nærmere belyse,

- *hvorledes rollerne er fordelt mellem ejere, bestyrelse og daglig ledelse i en kapitalfondsejet virksomhed.*
- *hvilke signaler kapitalfonden udsender i forhold til ledelse og medarbejdere.*
- *på hvilke områder kapitalfonden involverer sig direkte uden om direktionen.*
- *hvilken betydning kapitalfondens aktive involvering har for opnåelsen af de strategiske mål.*

Branchespecialisering: Nogle kapitalfonde har valgt at specialisere sig på specielle brancher. Det gælder navnlig brancher, der kræver betydelig viden fra ejerens side for at kunne forstå virksomheden værdiskabelsesproces. Specielt virksomheder inden for medicinalbranchen, TMT og finans er så vidensintensive, at specialviden er en forudsætning for at kunne deltage aktivt i videreudviklingen af virksomheden.

Ved at specialisere sig inden for bestemte brancher, skaffer kapitalfondene sig et betydeligt erfaringsgrundlag fra porteføljevirkomheder, som kan bruges ved andre investeringer i branchen. Gennem netværket skaffer kapitalfondene sig desuden adgang til branchespecialister, ofte tidligere CEO'er, som indsættes i bestyrelserne.

Afhandlingen vil nærmere belyse,

- *i hvilket omfang kapitalfonden bidrager med industriel kompetence.*
- *hvilken betydning det har for virksomheden, at kapitalfonden besidder specifik industriel kompetence.*

4. Case: DT

Den københavnske virksomhed DT er Nordens største distributør af byggematerialer. Kunderne er entreprenørvirksomheder, håndværkere og gør-det-selv forbrugere. Entreprenørvirksomheder og håndværkere dækkes af tømmerhandlerne Stark i Danmark, Bejer Byggematerial i Sverige og Neumann i Norge. Private forbrugere betjenes af Silvan's byggemarkeder i Danmark og af Cheapy discountbutikker i Sverige.

DT var noteret på Københavns Fondsbørs frem til 2003, da den blev købt af den britiske kapitalfond CVC efter en offentlig budrunde. I 2006 videresolgte CVC selskabet til den britiske VVS-koncern Wolseley. På det tidspunkt udgjorde omsætningen i Danmark 54% af DT's samlede omsætning.

4.1. Historisk kontekst

I begyndelsen af 90'erne forsøgte forsikringsselskabet Hafnias daværende direktør, Per Villum Hansen, at opkøbe aktierne i det børsnoterede selskab Danske Træløst. Han mente, at alene værdien af bygningerne oversteg selskabets samlede børsværdi, og at kursen på selskabets aktier derfor var undervurderet. For at kunne opnå bestemmende indflydelse på selskabet forsøgte Villum Hansen at få fjernet stemmeretsbegrænsningen på 5%, men forehavendet mislykkedes.

I 1992 gik Hafnia konkurs og blev overtaget af forsikringsselskabet Codan, som derved arvede aktieposten på 32%. I 2002 overtoges Codan af det britiske selskab Royal Sun Alliance, som ønskede at afhænde aktierne. Ingen industrielle købere viste dog umiddelbar interesse i at købe selskabet.

I marts 2003 indledtes en auktionsproces med 20 interessenter. Både industrielle investorer og kapitalfonde deltog i den indledende budrunde, men de industrielle investorer indikerede bud, der lå omkring 20 pct. under kapitalfondenes. Niveauforskellen kan tilskrives kombinationen af lav rente og konjunkturusikkerhed. Kapitalfondene kunne betale en relativ høj pris, fordi deres bud var drevet af lav rente og betydelig likviditet i det finansielle system, mens de industrielle investorer blot indregnede potentielle synergieffekter i en situation med betydelig konjunkturusikkerhed. Slutrunden var derfor forbeholdt tre kapitalfonde: de to britiske kapitalfonde CVC og Permira samt svenske EQT. CVC endte med at vinde budkrigen.

Akkvisitionen finansieredes af et internationalt bankkonsortium. CVC indskød ansvarlig kapital på i alt 2 mia. DKK, hvoraf aktiekapitalen blot udgjorde 10 mio. DKK, mens de resterende 1.990 mio. DKK var ansvarlig lånekapital. Derudover optoges et mezzaninlån på 750 mio. mia. DKK, mens de resterende 3,5 mia. DKK var seniorfinansiering. Hele realkreditgælden på 1 mia. DKK blev indfriet.

I første omgang overvejedes en markant balancereduktion gennem et frasalg af Silvan og et sale-lease-back af selskabets ejendomme. Det lykkedes dog DT's direktion at overbevise kapitalfonden om, at der fandtes betydelige synergier mellem Silvan og resten af koncernen, og at fortsat ejerskab af bygningerne ville give mere fleksibilitet end et sale-lease-back.

Året efter blev det derfor besluttet at lade et nordisk bankkonsortium omlægge finansieringen. Bygningerne blev herefter belånt med realkreditlån på 2 mia. DKK, mens de resterende 1,5 mia. DKK blev optaget som seniorlån.

Hovedprojektet blev nu at øge indtjeningsmarginalerne og at nedbringe virksomhedens arbejdskapital på 15% af omsætningen, svarende til 2,7 mia. DKK. Det skulle ske ved at centralisere indkøbsfunktionerne (group sourcing), hvor de enkelte divisionernes indkøbschefer kun fik ansvaret for enkelte produktgrupper. Til gengæld skulle de stå for indkøbet til hele koncernen. Antallet af leverandører skulle reduceres fra 1.350 til 500, og som modydelse krævedes længere kredittider.

Fra 2001 til 2005 øgedes omsætningen med 21%, mens nettoarbejdskapitalen nedbragtes med 58%. Mens EBITDA-marginen steg fra 5,8 til 7,0%, steg EBIT-marginen fra 3,9 til 5,8%. Det skete vel at mærke i en periode, hvor konjunkturerne udviklede sig klart i selskabets favør.

I Danmark, som i 2005 stod for 54% af omsætningen, steg BNP fra 2001 til 2005 med nominelt 15%. Selskabets gode resultater var således både baseret på gunstige konjunkturer og på en effektivisering af virksomheden.

I 2005 igangsatte CVC exitprocessen. Fem budgivere nåede frem til den afsluttende runde. Men ud over tre kapitalfonde (BC Partners, Bain Capital og Goldman Sachs), var de industrielle investorer nu også repræsenteret ved franske Saint-Gobain og britiske Wolseley. Det blev Wolseley, som kom med det højeste bud

4.2. Specielle forhold

Transaktionen er tæt på at være mønstereksemplet på en kapitalfondstransaktion, hvor intet går galt. CVC indskød 2 mia. DKK i DT i 2003 og kunne i 2006 sælge selskabet for 11,2 mia. DKK plus gæld. Det svarer til en IRR på 77%. Ifølge Achleitner & Lichtner (2011) var den gennemsnitlige IRR på de undersøgte 44 danske kapitalfondstransaktioner 37,7% med en gennemsnitlige holdeperiode på 4,6 år (median: 29,9% og 4,2 år).

Det specielle ved transaktionen er, at to af kapitalfondens oprindelige planer med selskabet hurtigt skrinlægges. Det lykkedes således DT's direktion at overbevise CVC om,

at Silvan havde store synergier med den øvrige koncern på indkøbssiden, og at datterselskabet derfor ville være mindre værd for en anden ejer end for DT. Det lykkedes ligeledes at overbevise de nye ejere om, at et sale-lease-back af bygningerne nok ville reducere balancen, men at det ville være en dyrere og mindre fleksibel løsning end ejerskab. De lave renter, der kunne opnås ved realkreditbelåning, lå således væsentligt under den implicitte rente på sale-lease back.

Kapitalfonden kom til gengæld igennem med en centraliseret indkøbsfunktion, et tiltag som direktionen allerede var startet på inden overtagelsen. Det satte de nye ejere til gengæld endnu mere fokus på.

Der skete ingen udskriftninger i direktionen i CVC's ejerperiode, begge direktører sad således i hele perioden. CEO Steen Weirsøe tiltrådte to år før CVC's køb, og CFO Jørgen Clausen kom til DT umiddelbart inden salget. Begge fortsatte i deres respektive positioner under Wolseleys ejerskab, Weirsøe til 2012 og Clausen til 2011.

4.3. Interviewpersoner

Selskabet var ejet af den britiske kapitalfond CVC fra 2003 til 2006. Kapitalfondens direkte repræsentanter i bestyrelsen var svenskeren Peter Törnquist, hollænderen Rolly van Rappard og danskeren Søren Vestergaard-Poulsen. Jeg har interviewet sidstnævnte, som startede CVC's aktiviteter i Danmark i 1998, og som var CVC's drivende kraft i investeringen.

Jeg har interviewet Ole Steen Andersen, som var en af de eksterne bestyrelsesmedlemmer i selskabet. Han har været tilknyttet CVC som Nordic Advisor siden 2004, men arbejdede ikke udelukkende for kapitalfonden. Andersen var CFO for Danfoss 2000-2007 og har beklædt en lang række bestyrelsesposter i dansk og internationalt erhvervsliv. Andersen blev hentet ind som industrialist, om end han ikke havde nogen specifik retail baggrund. Andersens havde primært kompetencer på det finansielle område og på regnskabssiden.

I hele CVC's ejerskabsperiode bestod direktionen af to medlemmer: CEO Steen Weirsøe og CFO Jørgen Clausen. Den udvidede ledelse (executive board) bestod af ni personer, udover direktionen de seks divisionsdirektører (hver især chefer for de enkelte DT-brands) samt lederen af Group Sourcing, Ole Mikael Jensen.

Ole Mikael Jensen var en central person i den udvidede ledelse, og fra 2000 til 2004 var han Head of Investor Relations, Communications & Business Development. Efter CVC's overtagelse af DT fik Jensen i 2004 til opgave at opbygge Group Sourcing, den fælles indkøbsfunktion, som han havde det direkte ansvar for frem til 2009. Da Weirsøe forlod selskabet i 2012 blev Jensen udnævnt til selskabets CEO. I det følgende betegnes han dog SOU (for Sourcing), fordi det var hans funktion i den periode, der analyseres.

Tabel 6. Interviewpersoner, DT.

Fork.	Repr. for	Navn	Funktion	Fra	Til	Form	Tid
KF	Kapitalfond (CVC)	Søren Vestergaard-Poulsen	Partner	08/1998		Face-to-Face	71
			Bestyrelsesmedlem	03/2003	09/2006		
BES	Bestyrelse	Ole Steen Andersen	Bestyrelsesmedlem	06/2004	09/2006	Face-to-Face	51
CEO	Direktion	Steen Weirsoe	CEO	03-2000	07/2012	Face-to-Face	76
CFO	Direktion	Jørgen Clausen	CFO	11/2002	06/2011	Face-to-Face	101
SOU	Sourcing	Ole Mikael Jensen	Head of Group Sourcing	2004	07/2012	Face-to-Face	56
			CEO	07/2012			
MRB	Medarbejdere	Katja Borregaard	Medarbejderrepræsentant i bestyrelsen	2003		Face-to-face	36
BANK	Bank (Nordea)	Ivan Rasmussen	Head of Acquisition Finance	01/2002		Face-to-Face	57

Katja Borregaard blev valgt som medarbejderrepræsentant i bestyrelsen i 2003, og hun sidder stadig i DT's bestyrelse. Hun repræsenterer medarbejdersynspunktet i casen. Endelig repræsenterer Ivan Rasmussen bank-vinklen. I 2004 erstattedes det internationale lånekonsortium af et nordisk konsortium med Nordea i spidsen. Rasmussen var en af de ledende personer bag det nordiske konsortium.

Søren Vestergaard-Poulsens udtalelser bærer præg af, at han stadig er partner i CVC. Det synes vigtigt for ham at undgå omtale af situationer, som har været mindre heldige for kapitalfonden. De dårlige relationer til Nordea i 2001-02, som opstod i kølvandet på Nordeas tab på finansieringen af en række CVC-ejede selskaber i Danmark, nedtones. Vestergaard-Poulsen fremhæver i nogen grad CVC's initiativer på bekostning af ledelsens indsats.

Ole Steen Andersen er ganske vist stadig på CVC's lønningsliste, men han er qua sine bredt fordelte bestyrelsesposter ikke finansielt afhængig af CVC. Hans rolle i bestyrelsen var observatørens, idet han kun var engageret i DT som bestyrelsesmedlem. Reelt var han advisor og deltog således kun formelt i beslutningerne.

Steen Weirsoe og Jørgen Clausen havde på interviewtidspunktet begge forladt selskabet, og de stod derfor hverken i afhængighedsforhold til DT eller til CVC. Begges udsagn bar da heller ikke præg af overmåde forsigtighed. Flere gange i løbet af interviewene fremdroges tværtimod synspunkter, som næppe ville kunne forventes at komme fra personer i et bestående ansættelsesforhold. Det samme gælder til en vis grad Ole Mikael Jensen, idet hans fortsatte ansættelse i DT dog præger samtalen, når der tales om Wolseley.

Katja Bjerregaard talte frit, men bidrog kun begrænset til analysen. Hendes fokus i bestyrelsesarbejdet var primært fokuseret på varetagelse af medarbejderinteresser, og hun fremhævede selv, at hun var mindre involveret i de forretningsmæssige drøftelser.

4.4. Resultater

I modsætning til de to øvrige cases var der i dette tilfælde tale om én enkelt kapitalfonds-ejerperiode, som blot varede i tre år. Der vil dog i begrænset omfang blive henvist til perioden før CVC's køb og efter CVC's salg.

4.4.1. Virksomhedens kapitalstruktur

Kapitalstrukturens værdi: KF og CFO fremhæver, at gearingseffekten kan øge RoE:

KF: Gearingselementet kan give et højere afkast af egenkapitalen. Hvor meget koster det at have gæld, og hvor meget koster det at have egenkapital. Hvis du vil have lidt mere gæld, kan du også få en højere leverage på din egenkapital.

CFO: Kapitalstrukturen skaber jo værdi ved, at hvis du gearer den meget, og du i øvrigt lykkes med det, så skaber du værdi for aktionærerne, en stor forrentning af den investerede kapital.

BES og SOU fremhæver gældens disciplinerende effekt på ledelsen:

BES: Men det er jo klart, det er med til at skabe en urgency. Fordi ledelsen kom mere under pres, for der var den rentebærende gæld, og noget af den gæld er ret dyr.

SOU: Det giver jo en urgency, når man ved, det er altafgørende at få høvlet af på den gæld.

Det erkendes dog, at konjunkturudviklingen har sin del af æren for, at kapitalstrukturen ikke kom til at stresse virksomheden:

BES: Der skulle ikke gå meget mere end et år, før man sådan set var formodentlig i stand til at køre en normal kraftig konjunktur-tilbagegang.

CEO: Vi nåede i hvert fald ikke at teste det i den forstand, at de ting vi gjorde, kunne vi også have gjort med den oprindelige kapitalstruktur.

Den oprindelige akkvisitionsfinansiering i 2003 arrangeredes af et internationalt bankkonsortium. Strukturen bestod af fire elementer:

1. *Aktiekapital* på 10 mio. DKK
2. *Ansvarlig indskudskapital* på 1.990 mio. DKK
3. *Mezzaninkapital* på 750 mio. DKK
4. *Seniorgæld* på 3.500 mio. DKK, opdelt i tre trancher:
 - A med 4 års løbetid, som blev afdraget som et serielån
 - B med 5 års løbetid, som var et stående lån
 - C med 6 års løbetid, som var et stående lån

Selskabsstrukturen opbyggedes således, at driftsselskabet, Danske Trælast, ejedes af DT, som ejedes af DT Holding 2, som igen ejedes af DT Holding 1 (se figur 1). Seniorgælden placeredes i DT, mens mezzanینگælden placeredes i DT Holding 1. I reglen skubbes gælden herefter ned i driftsselskabet (Danske Trælast) gennem et debt push down.³⁹ I dette tilfælde skete det dog succesivt ved udbetalinger af superdividender til moderselskabet i 2004/05 og 2005/06⁴⁰.

³⁹ Et debt push down indebærer, at datterselskabet udbetaler et udbytte til moderselskabet, som finansieres ved de lån, der skubbes fra moderselskabet ned i datterselskabet. Derved opnår kreditorerne større sikkerhed, idet deres krav kommer tættere på selskabets cash flow.

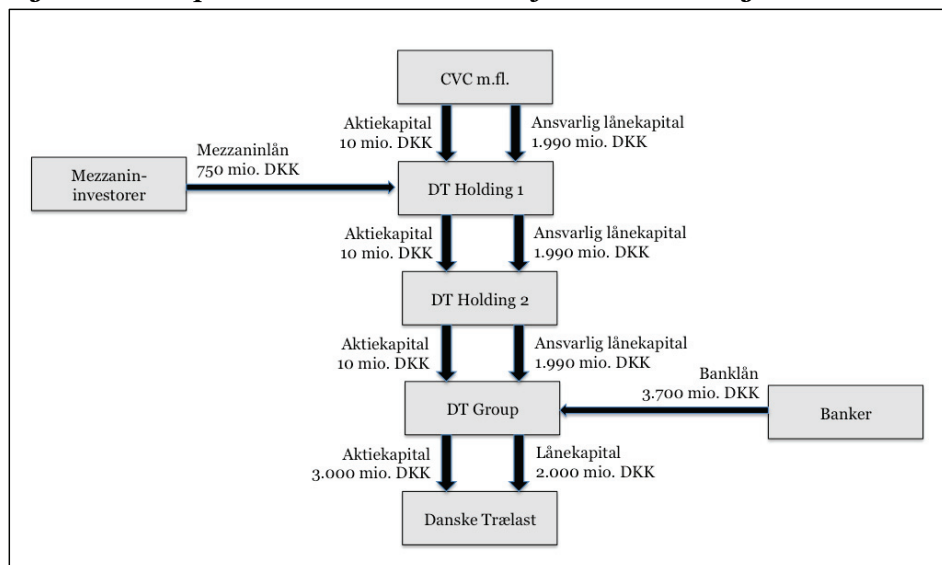
⁴⁰ I 2004/05 udbetaltes 1.500 og i 2005/06 1.550 mio. kr. i superdividende.

I forbindelse med overtagelsen indfriedes hele realkreditgælden på 1 mia. DKK, og dermed var selskabet udelukkende finansieret ved akkvisitionslån.

Der var tre bemærkelsesværdige elementer i den ny kapitalstruktur:

1. Den meget beskedne *aktiekapital* på kun 10 mio. DKK
2. Den relativt dyre *mezzaninlån* på 750 mio. DKK, som forrentes med 11%.
3. Erstatningen af billige *realkreditlån* med dyr akkvisitionsfinansiering.

Figur 1. DT's kapitalstruktur umiddelbart efter CVC's overtagelse.



Aktiekapital: CVC og co-investorer⁴¹ indbetalte i alt 2.000 mio. DKK som ansvarlig kapital, som således var det beløb, investorerne hæftede for. At 99,5% af den ansvarlige kapital formelt var et lån havde imidlertid to implikationer:

1. Da lånet var rentebærende, opnåede selskabet et skattefradrag for renterne.
2. Det var lettere at ændre kapitalen gennem en ændring af den ansvarlige lånekapital end gennem en ændring af aktiekapitalen.

Kapitalfonden afviser, at strukturen havde et skattemæssigt sigte og peger på fleksibiliteten ved udlodning af udbytte:

KF: Vi betragter det hele som egenkapital.

Var det udelukkende af skattemæssige grunde, at man havde lavet den struktur, eller var der andre grunde til det?

Det er fordi, det er nemmere at returnere kapital, hvis du har det som ansvarlig lånekapital. Det er tungere, hvis du skal udlodde egenkapital, så er du afhængig af, hvad du har af reserver.

⁴¹ CVC inviterede Standard Life, HSH Nordbank og Abudabi Investment Authority som co-investorer.

Mod skatteargumentet taler, at renteudgifterne tilsvarende skal beskattes hos investorerne. Det har dog ikke været muligt at opklare, om slutinvestorerne renteindtægter blev beskattet med en lavere sats end den danske selskabsskat. I bekræftende fald kan der have været tale om en klienteffekt.

Fordelen ved strukturen var desuden, at Danske Træløst (som driftsselskab) kunne fremstå med samme lave gæld, som dengang det var børsnoteret, idet den ansvarlige lånekapital, som blev videregivet fra DT Holding 1 til DT Holding 2 og til DT, sammen med bankgælden delvist kunne transformeres til aktiekapital i DT. Det offentliggjorte regnskab for DT viste således et solidt selskab med en aktiekapital på 3 mia. DKK, selv om koncernen som helhed kun havde en aktiekapital på 10 mio. DKK og en samlet ansvarlig kapital på 2 mia. DKK.

Mezzaninlån: Der blev optaget et mezzaninlån på 750 mio. DKK til en forrentning på 11% plus en equity-kicker, svarende til en merforrentning på yderligere 3%. Ifølge kapitalfonden var formålet at sikre sig mod store sving i arbejdskapitalen. Kapitalfonden konstaterede inden overtagelsen, at arbejdskapitalen var reduceret fra 16 til 14% af omsætningen, svarende til 400 mio. DKK. Men man frygtede, at der kun var tale om midlertidige periodeforskydninger, og at arbejdskapitalen skulle svinge tilbage til det gamle niveau. Derfor ønskede man at holde ekstra kapital i reserve.

KF: Problemstillingen, det var, at der var relativ stor volatilitet i arbejdskapitalen. Vi var bange for, at der ville komme et kontrastsving på op imod 500 mio. DKK i arbejdskapitalen. Så derfor havde vi et overberedskab, som viste sig, da vi kom ind og ejede selskabet inden for de første tre måneder, at det tilbagesving kom ikke. ... Det var lidt en forsikringspolice.

CFO forklarer dog, at reduktionen i arbejdskapitalen var et resultat af en bevidst strategi:

CFO: vi var i gang med den strategi, netop at få internationaliseret, havde jeg nær sagt, vores arbejdskapital, så den kom på samme niveau som internationale peers. Og det kan de da godt have haft en bekymring om, om det kunne holde. Men i virkeligheden var det jo det, der drev det store cash flow efterfølgende.

Efter overtagelsen måtte kapitalfonden da også konstatere, at der ikke var behov for mezzaninlånet. Et halvt år senere afdrages en tredjedel af lånet, og inden der var gået et år, var hele lånet tilbagebetalt:

KF: Men det viste sig jo hurtigt at være meget dyrt.... Og da vi så kom hen i efteråret, da vi så kunne se, at det var en konstant ny arbejdskapitalsituation, så valgte vi så at gå ud og reducere bankerne og tilbagebetale en tredjedel af mezzaninkapitalen.

Realkreditgæld: Der er tre forklaringer på, at den billige realkreditgæld erstattedes med dyr akquisitionsgæld:

1. Det internationale lånekonsortium var ikke bekendt med den danske realkreditstruktur og ønskede ikke, at selskabet havde højere prioriteret gæld.
2. Kapitalfonden overvejede at finansiere bygningerne gennem et sale-lease-back.

Finansieringsstrukturen skulle ligge klar inden kapitalfondens bud, derfor blev det en finansiering uden realkredit:

BANK: Der var lagt op til, at den skulle syndikeres bredt, og når den skal syndikeres bredt, så går du ikke ind og laver realkredit, fordi dengang kendte internationale investorer det ikke særligt godt. Så det blev en slags pari passu, negative pledge struktur, hvor alle havde adgang til pantet.

...

Det var altså ikke et spørgsmål om, at CVC var uopmærksom på den mulighed?

Nej, de havde bare på det tidspunkt ikke mulighed for at kunne få det optimale ud af deres kapitalstruktur.

Konsekvensen er dog, at bygningernes sikkerhedspotentiale ikke udnyttedes i første omgang. Lånekonditionerne nød således ikke godt af, at den foranstillede gæld fjernedes:

BANK: *Men fik man tilstrækkelig meget rabat, fordi de havde pantsat?*

Nej, det gjorde de ikke. Og det var så en af årsagerne til, at de efterfølgende...

KF er til gengæld overbevist om, at en sale-lease-back struktur ville give den optimale udnyttelse af ejendomssikkerheden:

KF: Sale-lease-back var et emne, som vi syntes var en god ide. Fordi du ville i princippet kunne have solgt det på en yield på 5% og kunne have fået en 20 gange multipl på den husleje, du så ellers havde.

Denne holdning deles dog ikke af CEO og CFO:

CEO: Vi fik jo lov til meget hurtigt at lave en refinansiering. Den var jo hundedyr, den pakke, syntes vi jo.

CFO: Vi synes ikke, det var hensigtsmæssigt, finansieringsmæssigt og driftsmæssigt. Og så var der også nogle skattemæssige ting. Så det regnede vi på rigtig mange gange. Og det var vores synspunkt, der vandt gehør. ... Trælast ligger typisk i periferien af en provinsby, og den består af rigtig mange mere eller mindre halvgode eller halvdårlige bygninger. Den er rigtig god til at lave trælast i og ikke så meget andet. ... Så det er på sin vis en lidt fiktiv markedspris, vi sætter på sådan en, når du skal lave sale-lease-back.

Ville det blive for dyrt?

Vi var bekymrede for, at det ville blive for dyrt.

Resultatet blev, at der allerede året efter foretoges en omstrukturering af gælden.

Ejendommens sikkerhedspotentiale udnyttedes ved at optage realkreditlån for 2 mia.

DKK, mens der optoges for blot 1,5 mia. DKK seniorlån, som denne gang arrangeredes af et nordisk konsortium:

BANK: For de danske aktiviteter kunne man selvfølgelig lave realkreditbelåning, og det gjorde vi så. ... Med hensyn til de svenske aktiviteter, der var jo på det tidspunkt ikke en realkreditstruktur. Der lavede vi en realkreditlignende bankbelåning, altså hvor bankerne gik ind og fik fuld sikkerhed i de individuelle ejendomme. Så fra at have været en pari passu negative pledge struktur, så piller man ejendommene ud og gav dem til de banker og de realkreditter, som stillede den finansiering. Og så var der en eller anden residual plus noget working capital til overs, som Nordea og Danske Bank tog som...

Med den nye struktur gav kapitalfonden, trods ueinghed, efter for direktionens ønsker.

KF: ... og så var Steen og Jørgen også meget imod det. Det er ingen hemmelighed. De var imod at lave en sale-lease-back. Det mente de ville begrænse den operationelle fleksibilitet. Og den købte vi aldrig rigtig ind til.

Man opgav dog ikke ideen om et sale-lease-back. I forbindelse med salget af selskabet i 2006 udarbejdedes en vendor due diligence, hvor muligheden præsenteredes:

KF: Vi nåede det ikke. Og det vi gjorde i stedet for, det var at vi præsenterede casen, da vi solgte den med det, vi kaldte syntetisk sale-lease back. Og det gjorde vi næsten med fuld værdi for det sale-lease-back salg, vi aldrig gennemførte.

Kapitalstrukturen var afgørende for, at transaktionen gav et betydeligt afkast til kapitalfonden og dens co-investorer. Konjunkturudviklingen var dog en væsentlig forklaring på, at strukturen holdt, og at virksomheden på intet tidspunkt blev stresset.

Klienteffekt: Kapitalfonden udnyttede klienteffekten på tre områder:

1. Ansvarlig lånekapital
2. Mezzaningæld
3. Realkreditgæld

Som nævnt vides det ikke, om investorerne i den ansvarlige lånekapital (CVC's investorer) betalte en lavere skattesats end den fradragsprocent (selskabsskattesatsen), DT kunne anvende til at fradrage renteudgifterne.

Mezzaningælden var en struktur, som var skræddersyet til en lille gruppe investorer med fokus på den form for risici. Gælden var efterstillet seniorlånene og var derudover forsynet med en equity-kicker i form af en warrant:

KF: Det er rigtigt, der var en lille equity-kicker. Men det var ikke en stor equity-kicker. ...

Men det var et gældsinstrument, som var skræddersyet til en specifik investor, ikke?

Ja, det var den måde, mezzaninen blev struktureret på, på det tidspunkt.

Var det ING, der sad på den struktur?

Det var ikke ING, det var Intermediate Capital Group, ICG.

Det var dem, der købte den også, eller blev den distribueret?

Den kom ud til 2-3 investorer, der var ikke mange investorer.

Men det var en speciel type investorer, som gik efter den slags?

Ja, det var det. På det tidspunkt var man nødt til, hvis man skulle have en mezzanin ind, så var det den måde, man var nødt til at gøre det på.

Det var på det tidspunkt ikke muligt at lave en ren seniorstruktur, men kombinationen af en høj rente og warrants gjorde produktet interessant for en eksklusiv gruppe af investorer:

KF: Gældsmarkedet var anderledes på det tidspunkt, så vi kunne ikke lave en all senior deal, som vi ville kunne lave i dag.

Ændringen af kapitalstrukturen fra en ren international LBO-finansiering til 2/3 *realkreditfinansiering* og 1/3 nordisk LBO-finansiering er også udtryk for en klienteffekt. Det internationale konsortium ville ikke acceptere foranstillet gæld, det ville det nordiske konsortium derimod. Dermed kunne den billige realkreditfinansiering benyttes, og det udnyttede kapitalfonden.

KF: Vi gik så ind og lavede en total refinansiering, og der lavede vi bl.a. også en realkreditfinansiering.

Men det er klart, den kunne I selvfølgelig først lave, da I havde selskabet.

Ja, den kan være svær at lave, så skal du have en bridge, så har du en bridge-risiko, og det vil vi heller ikke. Så vi lagde det over til en realkreditfinansiering, hvor vi betalte ...vi reducerede vores omkostninger, jeg tror det var med 65 basispunkter.

Ejerkredibilitet: Den første finansiering blev som nævnt stillet til rådighed af et internationalt lånekonsortium. Konditionerne var på datidens standardbetingelser (Euribor + 2,25%), så intet tyder på, at kapitalfonden havde problemer med den internationale kredibilitet. Det bekræftes af SOU:

SOU: De (CVC) havde en international credibility, som vi ikke havde, hvilket er ret vigtigt. Det var totalt globalt, det var investorer fra overalt i verden. Det havde vi aldrig selv kunnet.

I 2003 ville CVC formentlig have haft svært ved at sammensætte et nordisk bankkonsortium. I 1997-98 købte CVC EET Nordic, Time/System og Aston IT, som alle endte i konkurslignende situationer. CVC's manglende støtte til selskaberne førte til, at Nordea i 2000-01 måtte foretage betydelige nedskrivninger på akkvisitionsfinansieringer. Det fik Nordeas daværende direktør, Thorleif Krarup til at udtale følgende⁴²:

Thorleif Krarup: Vi blev ramt ekstraordinært hårdt, og det har vi taget ved lære af. Disse engagementer var typisk foretaget med internationale equity houses uden for Norden, som ville have os til at finansiere et nordisk projekt. Vores erfaring har efterfølgende klart været, at disse internationale huse ikke føler noget ansvar for at skyde yderligere kapital ind, hvis der er behov for det. Derfor har vi besluttet kun at deltage i finansieringer af den type i Norden, når der står et nordisk equity house bag. De nordiskbaserede huse har vist sig at føle et større ansvar for projekterne, også når de oprindelige forudsætninger ikke holder.

BANK: Jamen, nu tabte vi jo nogle penge på CVC. Det var en af årsagerne til, at Thorleif Krarup kom ud med den der melding, som desværre blev lidt overfortolket.

KF: Vi blev betragtet som en af de lokale i markedet. Så vi opfattede ikke ... det udsagn han (Thorleif Krarup) kom med, det gik mere på nogle af de meget amerikanske ... os der havde kontorer i Norden, vi blev opfattet som lokale. Og vi har altid haft, også i den periode, har vi haft et godt samarbejde med Nordea.

Det må tages i betragtning, at BANK's relativering er retrospektiv. KF's afvisning af, at der har foreligget et problem sandsynliggøres ikke af de øvrige interviewpersoner. KF forsøger dog at skelne mellem relationship og transaction banking:

KF: Det der var problemstillingen var, når du har en bank, der føler, at de laver transaction banking eller relationship banking, og de har slået sig op på at lave transaction banking, pludseligt når det begynder at gå galt, siger de, det er relationship banking. Der er der, der går noget galt i kommunikationen. Men da vi ligesom havde været igennem de diskussioner...

KF antyder således, at bankerne kun bør forvente support fra ejeren ved et relationsbaseret kreditengagement. Når der er tale om akkvisitionsfinansiering, antydes det derimod, at banken må tage den fulde risiko på transaktionen.

Det er dog ikke helt sådan, BANK ser på det:

BANK: Vi har altid sagt, at selskabet også skal kunne bære det her. Vi kan ikke låne os 100% op ad fonden. Men det er klart, at vi kører en relationsstruktur over for fondene. Dvs. at vi prøver at få fonden "lokket" til at føle sig committed over for os også.

Ikke desto mindre aftager Nordeas skepsis over for CVC i løbet af de følgende år. Det tyder både udtalelser fra CFO og fra BANK på.

CFO: Altså, de (Nordea) tænker på det danske marked, de tænker på Danske Træløst, og så kan de se, at det går rigtig godt.

Så i virkeligheden er det jo det omvendte af... Nordea gør det til trods for, at de ikke har tillid til kapitalfondene?

Ja, vi hjælper CVC tilbage på banen i forhold til Nordea.

BANK: (Om Nordeas kredittab på akkvisitionsfinansiering): Det var på Aston IT, ja. Og det gjorde vi tilbage i 2001. Så kan man så sige, var det CVC's fejl alene? De gjorde, hvad de kunne for at hjælpe os. Selvfølgelig satte vi dem lidt i køleskabet i en periode efterfølgende, hvor de så gjorde noget for at give os nogle forretninger, der kunne signalere, at de var kede af det. Så det er ikke så meget det, at man taber penge på en sag, det er mere måden, man taber dem på. Og de steder, hvor vi har haft tab, hvis fonden har opført sig uetisk eller genstridigt, så er samarbejdet forbi. Måske for tid og evighed eller i mange år. Og omvendt, har de opført sig fornuftigt, er der ikke noget til hinder for at lave nye forretninger med det samme.

Hvad er det, der gør, at tillidsforholdet bliver retableret?

De havde gjort, hvad de kunne fra 2001 til 2003 for at signalere, at det var de kede af.

⁴² Børsen, den 02.01.2002.

Og hvordan gjorde de det?

Bl.a. fik vi tilbud om at være collecting bank på Danske Trælast. Vi valgte så at sige nej til dem, men vi fik tilbuddet.

KF's manglende kredibilitet havde formentlig betydning for, at CVC i første omgang valgte et internationalt konsortium. Nordeas interesse i at beholde DT som kunde ser på den anden side ud til at have påvirket bankens beslutning om at lede det nordiske konsortium, der dannedes i forbindelse med 2004-finansieringen, positivt. Det understøttes af følgende udtalelser fra KF og BANK:

KF: Så har vi det der igen med, om det var DT eller CVC, der var mest afgørende for bankens lånekonkonditioner?

Jeg vil sige, den initiale, der var det vores. Da vi lavede refinansieringen, der var det lige så meget DT.

BANK: (Om Nordeas villighed til at finansieret CVC's ejerskab af DT): Så i dette tilfælde betyder det altså noget, hvad der er for en virksomhed, de køber?

Ja, det gør det.

For ellers, i de fleste tilfælde, er det kapitalfonden?

Men der står du lidt mellem ... at vi var ved at normalisere forholdet til fonden igen, måske var det for tidligt, burde han have været i "fryseren" lidt længere? Ja, måske, det vil jeg ikke udelukke. Men her er der altså et target, som vi ikke kan sige nej til, fordi der er de der sideforretninger.

Hurtig adgang til egenkapital: Historisk havde der, som nævnt, været en række tilfælde, hvor CVC ikke var trådt til med ny kapital, når et porteføljeselskab var kommet i krise. Kapitalfonden så dog ud til at have genopbygget sin kredibilitet, også i Norden.

Man skal dog ikke tage det for givet, at kapitalfonden støtter et porteføljeselskab, hvis der opstår problemer:

KF: Bankernes forventning er, at når man går ind, er man en ansvarlig ejer. At man arbejder med selskabet, og hvis der er et midlertidigt blip, eller et kortvarigt problem, der opstår, så vil de gerne have, at det er nogle med brede skuldre, der har mulighed for at komme med kapital. Så hvis vi havde været en ejer, der havde puttet alle vores penge i den, så tror jeg ikke, vi havde fået tilbudt samme kapital ved en gældspakke. Men der er ikke noget kontraktuelt aftalt omkring det, når man indgår...så er det bare transaction banking, men der er en implicit forventning fra bankerne, at man som ansvarlig og stor international kapitalfond står bag sine investeringer. Og hvis det er et akut behov af den ene eller anden form, så kan man gå ind og skyde nogen penge ind.

BES: Men tror du, at CVC ville være parat til at gå langt for at redde virksomheden, hvis man var kommet ud i en alvorlig krisesituation?

Ja og nej. Ja, hvis de så en business case i det. Og nej, hvis de ikke så en business case. Altså, sådan er de jo drevet. De kommer ikke med penge, fordi de føler sig moralsk forpligtet til det. Sådan tror jeg ikke, de tænker.

CFO: Der er vel det problem, at når du er et børsnoteret selskab, kan du ikke så hurtigt rejse egenkapital, hvis du har brug for det. Det kan du vel som kapitalfondsejer virksomhed?

Ja, både og. Fordi det er svært for ejerne at komme med flere penge. Det kan de jo gøre, og de kan også gøre det hurtigt. Men det er en meget kedelig ting for dem.

KF peger på, at bankerne nok forventer støtte, men at akkvisitionsfinansiering jo er "transaction banking". Kapitalfonden *kan* skyde flere penge ind. BES antyder, at det kun kan forventes, hvis kapitalfonden forventer at gense pengene inden for en begrænset tidsperiode. Og CFO mener, at kapitalfonden kun nødtigt kommer med flere penge.

Ingen af de interviewede mener således, at kapitalfondene vil indskyde yderligere kapital, med mindre der er udsigt til en profitabel turn around. Er problemerne forbigående, vil kapitalfonden støtte selskabet. Hvis der derimod er tale om problemer, som rækker længere end kapitalfondens investeringshorisont, vil den aflevere nøglerne til banken. De

interviewede anser således kapitalfondsejerskab for at være let kreditsupporterende, men heller ikke mere.

4.4.2. Ejernes agentomkostninger

Incitamentseffekt: Allerede under Steen Weirsøes forgænger, Finn Sehested (CEO 1982-2000), blev der lagt op til indførelsen af et incitamentsprogram, men det blev Weirsøe (CEO), der implementerede det. Ledergruppen på 43 personer tildeltes aktieoptioner, hvis indtjeningen per aktie oversteg en fastsat vækstrate, mens alle ansatte fik mulighed for at købe medarbejderaktier til favørkurs.

Med CVC's overtagelse udformedes et helt nyt og langt mere omfattende program. Ofte tilbyder kapitalfonde kun incitamentsprogrammer til topledelsen, men CVC var generelt indstillet på, at programmet blev udstruktet til de 30-50 ledende medarbejdere for at få incitamenterne til at virke længere ned i organisationen. CEO mente, at programmet burde udstrækkes til samtlige butikschefer for at opnå den største effekt.

KF: Det der er vores holdning er, at vi har 30 til 50, og så lytter vi til, hvad direktionen siger og anbefaler. Her anbefalede Steen (Weirsøe), at vi lavede et program, der havde alle butikschefer med, altså 250 butikschefer.

CEO: *Var det noget, du besluttede, eller var det noget, CVC kom med?*

Nej, jeg kom med det, og det kunne de godt se fornuften i, da jeg forklarede, hvorfor det skulle spredes ud.

SOU: Han (Weirsøe) gjorde en anden ting, som var ret klog. Det var, at de ville have ganske få med til at investere. Og der sagde han: jeg kan kun rykke samlet, hvis vi alle har samme interesser.

Incitamentsprogrammet kom således til at omfatte 300 ledende medarbejdere, inklusive alle butikschefer med en omsætning på mindst 50 mio. DKK. Programmet kom til at bestå af to elementer: et aktieprogram og et bonusprogram.

Aktieprogrammet gav adgang til køb af aktier i toppen af strukturen, dvs. på lige fod med kapitalfondene. Den udvidede ledelse (Executive Board) på ni personer⁴³ fik mulighed for at købe direkte, mens de øvrige 290 medarbejdere måtte købe via et mellemselskab for at undgå juridiske problemer som følge af de mange aktionærers eventuelle private retstvister⁴⁴.

Bonusprogrammet satte individuelle mål for de enkelte ledende medarbejdere. Toplelsen, inklusive cheferne for de enkelte brands, havde EBITDA-mål som det centrale, mens de enkelte butikschefer primært fik udstukket salgsmål. Programmet kunne udløse en bonus på op til 50% af basislønnen.

Mens gevinsten ved deltagelse i aktieprogrammet afhang af hele virksomhedens performance og først afregnedes ved kapitalfondens exit, afregnedes bonussen én gang årligt på basis af individuelle mål.

⁴³ Executive Board bestod af CEO, CFO, de 6 divisionschefer samt Head of Group Sourcing.

⁴⁴ Ved at indskyde et mellemselskab forhindres det, at tvunget ejerskifte bragte nye aktionærer ind, f. eks. i forbindelse med konkurser og skilsmisser.

Ved exiten i 2006 indkasserede CEO en af de højeste incitamentsgevinster i dansk erhvervshistorie. Dagbladet Børsen regnede sig frem til, at CEO kan have tjent op til 400 mio. DKK⁴⁵. Spørgsmålet er imidlertid, om udsigten til store incitamentsgevinster påvirkede topledelsens og mellemlidelsens motivation og effektivitet. Interviewene tegner et noget forskelligt billede for de to ledelsesgrupper.

Topledelsen mener således ikke selv, at dens performance blev væsentligt påvirket af programmet.

CEO: *Kan du sige i dag: det her, det gjorde jeg, fordi jeg havde et incitamentsprogram?*

Nej, det synes jeg egentlig ikke.

Er konklusionen så, at du havde gjort det samme, også uden incitamentsprogram?

Ja.

Men så kan man jo stille det spørgsmål: hvad skal vi så have et incitamentsprogram for?

Jamen, det er da et relevant spørgsmål. Det gjorde, at du havde en fantastisk spirit. ...

Men der var ikke noget, hvor du vil sige, at du foretog nogle handlinger, fordi der var et incitamentsprogram?

Nej, det synes jeg ikke. Det er jo en evig diskussion. ...

Lad os lege, at du får 10% i incitamentsafklønning. Gør du det væsentligt bedre, fordi du får 20%? Det tror jeg ikke.

CFO: (om indsatsen uden incitamentsprogram): Jeg tror ikke, at der var ting, vi ville have gjort anderledes. ... Så det Steen (Weirsøe) havde kæmpet hen imod, det var at skabe gode resultater, effektivitet i virksomheden, og så en større leverandørfinansiering. Så det var vi jo i gang med. Men det fik jo ekstra fart, da vi kom ind under CVC.

Men det ville det vel have fået, med eller uden incitamentsprogram?

Det ville det. Fordi så skal du forklare på kvartalsmøderne, hvad du har gjort godt for aktionærerne.

KF og BES, som besluttede at indføre incitamentsprogrammet, er ikke overraskende noget mere positive:

KF: Jeg tror måske, at de nåede hurtigere frem, det er jo det, vi bilder os selv ind. Målene blev klarere, og de nåede hurtigere til målene, end de måske ellers ville være kommet. Og nogle af de ting, vi spillede på banen, ville de måske ikke have taget op lige så kontant.

BES: *Men har du indtryk af, at det var incitamentsprogrammet, der drev det?*

Ja, det tror jeg. Det at de fik en ny ejer, som var næsten én til én i deres eget strategisyn, plus at de var virkeligt strung up.

Jeg tror, at Steen (Weirsøe) skulle ned og låne 25 mio. DKK i banken, ikke? Og så kan man sige, 25 mio., nå jamen så scorede han så over 200, men det kunne man jo ikke se dengang. ... Jeg tror virkeligt, at det var det, at de kunne se, at hvis noget gik galt, så hang de på den.

Det samlede billede af interviewene er således, at de der besluttede incitamentsprogrammerne også mener, at programmerne har virket, mens de der har modtaget dem ikke mener, de har påvirket deres adfærd. Det kan naturligvis ikke udelukkes, at CEO og CFO underspiller programmets adfærdspåvirkning for på den måde at fremstå som uegennyttige. En anden forklaring på direktionens svar kan være, at rammerne for deres adfærd var begrænset af høj gæld og en veldefineret strategi.

Der synes at være noget mere enighed om, at mellemlidernes adfærd blev påvirket. Alle interviewpersonerne delte således den opfattelse, at programmet bidrog til at nedbryde kassetænkningen inden for virksomheden ved at få butiksejerne til at arbejde i helhedens interesse. Mens bonusprogrammet tilskyndede til at arbejde i den enkelte butiks interesse, bidrog aktieprogrammet således til, at der i højere grad blev arbejdet i hele virksomhedens interesse.

⁴⁵ Børsen, den 31.08.2006.

KF: *Den store succes, kan man sige, det var at hele incitamentsstrukturen var så langt nede i organisationen?*

Ja, vi pushede den ind i direktionen, og Steen (Weirsøe) pushede den ned i organisationen. Og det vil sige, at hvis Steen vidste, at hans folk leverede, så blev der også leveret på hans mål.

CEO: De der møder, hvor folk samledes i forskellige klubber i Stockholm, Bergen osv., gjorde, at du fik folk til at tænke meget i DT.

CFO: Her havde vi ikke alene en kapitalfondsejet virksomhed, men vi havde også medejere under bordet i koncernledelsen, de var medejere. Og her fik incitamentsstrukturen en kæmpe fordel. Fordi de beslutninger, vi tog, de blev taget ud fra, hvad gør det for bundlinjen, hvad gør det for vores cash flow?

SOU: Jeg har det indtryk, at måden, og det har jeg stor respekt for Steen Weirsøe på, at han fik bredt ejerskabet ud. Og at vi kommunikerede til vores medarbejdere hele tiden, hvad er deres aktier værd. ... Dvs. vores folk kunne direkte relatere deres dagligdag til værdi for virksomheden. Vi arbejdede med nogle simple formler. Hvad driver virksomhedens værdi, f. eks. med nogle multipler på earnings og minus noget gæld. Og den formel havde vi alle sammen i lommen. Og Weirsøe var næsten den klareste. Vi sad og lavede det sammen fra de mere komplicerede modeller ganske simpelt: indtjeningen gange en multipel minus gæld. Og hver eneste gang, han snakkede med folk: du er jo aktionær, det her skaber værdi. Kan vi reducere gælden, kan vi øge multiplen ved at vise, der er vækst, eller kan vi øge indtjeningen? Og det var hele tiden.

Interviewpersonerne er således enige om, at incitamentsprogrammet primært påvirkede mellemlidernes adfærd. Det forekommer plausibelt, for topledelsen vil i sagens natur altid tænke i helhedens interesser. Ved at delagtiggøre mellemlidende i aktieprogrammet motiveredes de til at tænke i hele virksomhedens interesse.

Det fik ikke mindst betydning for implementeringen af Group Sourcing. Opbygningen af den fælles indkøbsfunktion på basis af lead buyer konceptet forudsatte, at man inden for de enkelte brands og i de enkelte lande kunne se en fordel i at afgive de lokale indkøbsfunktioner. CFO udtrykker det således:

CFO: *Men det vil sige, at du mener, at incitamentsstrukturen faktisk har haft den største virkning længere nede i organisationen, fordi I ville alligevel havde gjort det, I gjorde, men det er ikke sikkert, at...*

Det hjalp os alle sammen med at få især den nordiske indkøbning på plads, og det at lægge pres på leverandørerne for finansieringen. Og de to ting hænger sammen.

Gældseffekt: Hovedstrategien var at nedbringe nettoarbejdskapitalen, hvilket kunne ske ved at nedbringe lagre, reducere kundernes kredittider og/eller forlænge leverandørernes ditto.

CEO: *Hvad var driveren bag at nedbringe working capital? Var det først og fremmest på de finansielle poster eller på lageret?*

Det var først og fremmest på vores leverandørgæld.

SOU fik til opgave at forhandle længere kredittider med leverandørerne mod til gengæld at acceptere reducerede rabatter. Denne opgave lykkedes:

KF: *Hvor meget nåede de effektivt ned på (i arbejdskapital)?*

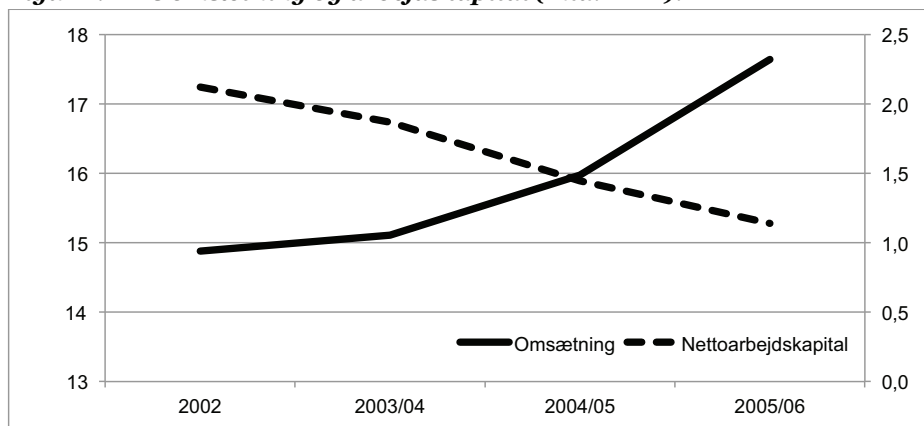
Tre måneder efter at vi havde solgt, var de nede på nul.

CEO: Working capital faldt fra 14-15% af salget til stort set ingenting.

Dvs. I havde finansieret hele varelageret af leverandørerne?

Ja, og debitorerne, det er jo en stor del i en forretning som denne her.

Figur 2. DT's omsætning og arbejdskapital (mia. DKK).



Fra sidste år inden købet (2002) til exit-året (2005/06) nedbragtes nettoarbejdskapitalen fra 14 til 6% (figur 2).

SOU mener, at gælden var med til at forcere hele sourcing-processen:

SOU: På hvilken måde har det høje gælds niveau påvirket virksomhedens beslutninger? Det er jo så også de-risking?
Ja, det har accelereret vores udvikling af sourcing for eksempel.

SOU's opfattelse støttes af det faktum, at lavere arbejdskapital mindskede virksomhedens store gældsbyrde og dermed lettet presset på indtjeningen. Ses dette i kombination med incitamentsprogrammet, bliver det klart, at alle 300 deltagere i programmet måtte have en direkte interesse i, at det kom til at ske. Det understøttes også af udsagnene om mellemlidernes udprægede medgørlighed i forbindelse med sourcing-projektet.

Gælden havde således en positiv effekt på sourcingprojektet. Men i det første år bremsede gælden samtidigt virksomhedens ekspansionsmuligheder:

KF: Det var i det første år, det havde en effekt. Vi skulle være sikre på, at vi kunne få denne her opkøbsmotor på plads. I det første år, der havde I vel reelt tjent investeringen hjem, ikke?

Jo, men i det første år, der havde vi ligesom forbud mod akquisitioner, fordi vi skulle have 100% fokus på indkøb.

SOU: Der har været akquisitioner, og der har været nogle få som, den dag i dag, vi kan næsten ikke holde ud at køre forbi, som vi vidste var meget value enhancing. Men som skulle gå hurtigt, og i en de-risking situation var det svært at øge gælden. Og overbevise om, at der var afkast...

Gælden synes kun at have haft en negativ effekt på investeringerne i det første år efter overtagelsen. Kapitalfonden havde dog allerede tjent investeringen hjem efter et år, og der bliver herefter større råderum for ekspansion. CEO og CFO formulerer det således:

CEO: Da vi først havde refinansieret, havde CVC stort set fået alle deres penge hjem.

Det havde de vel allerede efter det første år?

Ja, sådan cirka, så var det hele hjemme. Så blev det sjovt nok mere afslappet, det hele.

CFO: Der var en vis nervøsitet i den første periode, hvor lang tid holdt den?

Den holdt det første års tid.

Det første år, så der havde du et mere anstrengt forhold til kapitalfonden, fordi de måske var lidt nervøse over, at det ikke gik i den retning, de havde håbet på?

Ja, og vi kunne ikke købe op, og vi måtte ikke betale penge tilbage på vores faciliteter, så de var meget sikkerhedsorienterede.

Kontrol: Interviewpersonernes opfattelse af kapitalfondens direkte kontrolinstrumenter fokuserede på følgende temaer:

1. Hvordan bruges *strategiformulering*, og hvem formulerer den?
2. Hvor meget *råderum* gives direktionen af kapitalfonden hhv. bestyrelsen?
3. Hvordan og hvor tæt *monitorerer* kapitalfonden og bestyrelsen direktionen?
4. Hvordan fungerer *kommunikationsvejene* mellem ledelse og ejere?
5. Opstilles der *klare mål* for ledelsen?
6. Foregår der en *effektiv rapportering*?
7. Arbejdes der med contingency plans i form af en *profit protection plan*, hvis budgettet ikke overholdes?

Strategiformulering: Både KF og direktionen mener, at de hver især definerede og fastlagde strategien.

KF: *Det vil sige, at I definerede målene?*

Vi definerede målene. I dialog med dem (direktionen) redefinerer man eller zoomer målene mere og mere ind, og så er det dem, der udarbejder initiativerne og aktiviteterne, der skal sikre, at man kan levere målene.

CEO: *Var de (bestyrelsen) strategiformulerende, eller tog de til efterretning?*

Oplægget kom fra direktionen, både før og efter.

SOU: Steen Weirsøe kom til i 2000. Vi lavede en strategiplan. Det var den, vi solgte os på til CVC. Det var også den, CVC solgte os på igen.

Det kan der være mindst to forklaringer på: (1) der var på forhånd udbredt enighed om, hvad der skulle gøres og (2) direktionen fremlagde den detaljerede strategi, som efterfølgende blev justeret og godkendt af bestyrelsen.

BES pegeger på, at der var udbredt enighed:

BES: Jeg havde indtryk af, at CVC havde en meget god forståelse med Steen Weirsøe om, hvad der skulle være strategien. Det var derfor, de gik ind og bød.

Der har formentlig været tale om et samspil, hvor direktionen udarbejdede og fremlagde en strategi, som den vidste var i overensstemmelse med kapitalfondens ønsker:

KF: *Hvilken rolle spillede direktionen i udarbejdelsen af den nye strategi?*

Jamen, vi skulle have dem til at eje det projekt. Og det lykkedes.

Men det var dem, der formulerede strategien?

Ja, ja. Vi sagde, det er det her, vi vil se nu.

KF og CFO har forskellige opfattelser af, hvem der tog initiativet til sourcingprojektet og lead buyer⁴⁶ konceptet:

KF: (om sourcing): Der er det min opfattelse, at det var slet ikke på agendaen (inden CVC's overtagelse).

Jeg tænker på, at mange af de initiativer, I tog, de var vel allerede drøftet?

⁴⁶ Lead buyer konceptet indebærer, at indkøbet af et specifikt produkt eller fra en specifik leverandør centraliseres hos den opkøber, der køber mest af produktet hhv. af leverandøren.

Det var ikke vores oplevelse. Eksempelvis, da vi var til managementpræsentationen. Der var ikke en eneste slide omkring indkøb.

Men hele det der set up, var det Jeres initiativ?

Det var vores initiativ, at det her, det skal vi simpelt hen køre. Og vi sagde til Steen (Weirsøe): du skal tage din bedste mand og sætte på projektet. Og der satte han så Ole Mikael (Jensen), han blev indarbejdet som indkøber.

CFO: Hvorfor var det ikke med i management-præsentation til CVC?

Jeg kan jo ikke huske den managementpræsentation i detaljer. I bund og grund er den jo begrænset af, hvad markedet ved. Så man kan jo ikke fortælle en helt masse om fremtidige initiativer, og hvad der er af potentialer i det, som markedet ikke ved.

Hvem introducerede lead buyer strukturen? Var det noget de kom med, eller var det noget, I allerede havde i tankerne?

Det var mig, der gjorde det.

På væsentlige punkter ændrede kapitalfonden sine oprindelige planer med DT og endte med at overtage direktionens strategi:

1. Silvan solgtes ikke fra.
2. Ejendommene beholdtes og realkreditfinansieredes.
3. Incitamentsprogrammet udstraktes til alle mellemledere.

BES bekræfter, at det forholdt sig sådan:

BES: Men stadigvæk, det var Weirsøes strategi, man valgte at følge i sidste ende, ikke?

Ja, det må man nok sige.

Direktionens råderum: I det første år begrænsede kapitalfonden direktionens råderum pga. konjunkturusikkerhed og for at skabe fokus på sourcingprojektet:

KF: I de første 12 måneder, der ville vi ikke høre om akkvisitioner. ... Det var fordi, vi ville have fokus på indkøbsprojektet. Og vi skulle have fokus på systemer og processer og køre på plads. Du skal også tænke på, vi køber på et tidspunkt, hvor der ikke er nogen, der ved, hvor vi er i konjunkturerne. Om vi er på vej længere ned eller om vi er på vej tilbage. Så vi sagde, vi gider ikke at høre om akkvisitioner. Direktioner elsker at tale om akkvisitioner. Og det kan tage en masse opmærksomhed.

Kombinationen af gode konjunkturer og hurtigt fremdrift i sourcingprojektet kunne hurtigt aflæses på bundlinjen. I det første år (fra 2003/04 til 2004/05) fordobledes resultatet før skat fra 322 til 649 mio. DKK, og trods en omsætningsvækst på 6%, faldt arbejdskapitalen med 22%. Dermed aftog presset på direktionen mærkbart:

CEO: Så rollen flytter fra en mere coachende strategi til en mere beslutningstagende og deltagende- i-driften-strategi?

Ja, jeg tror den vigtigste faktor for, hvad svar du får det er, var du heldig at være i en opgangssituation eller i en nedgangssituation? Jeg tror, at hvis du underperformer i forhold til investeringscasen, så har du et helt andet liv på jorden, end hvis du overperformer. Og vi var heldige at være i den sidste situation.

Direktionens råderum er således en variabel størrelse, som i høj grad afhænger af virksomhedens performance.

Monitorering: Den gamle bestyrelse, da DT var et børsnoteret selskab, monitorerede primært de aggregerede nøgletal. CVC interesserede sig derimod for performance helt ned på butiksniveau.

KF: Der kom en rapport til bestyrelsen hvert kvartal med oplysninger om, hvordan alle butikkerne havde udviklet sig, og hvem lå foran og bagefter. ...

Hvis en butik var underperforming, hvad gjorde I så ved det, eller hvad forlangte I?

Så bad vi om ... når du får det på bordet, så må direktionen fortælle, hvad de har tænkt sig at gøre ved det.

Men hvad er det så for nogle ting, man fokuserer på?

Vi arbejdede jo meget med nogle måltal, eksempelvis lønprocenten, lønnen i forhold til bruttoavancen, og så må vi korrigere.

BES: Man lod sig ikke bare tilfredsstille med, at der var et nøgletal, der aggregeret ikke helt stemte med det, det skulle.

Man blev ved med at grave.

Man gik ned i de enkelte forretningsområder?

Ja, men blev ved med at grave, indtil man forstod det. ...

Men der gik de så helt ned på de enkelte tømrerhandlere?

Ja, de blev ved, indtil de fandt, hvor var afgivelsen. Fordi hvis det var en generel afvigelse, så kiggede man på direktionen og sagde: nu må I gøre noget ved det. Men hvis det var dele, så ville man altså blive ved med at grave. I en ikke-kapitalfondsejet virksomhed vil man nok sige til direktionen: det må I analysere til næste gang, og så må I komme op med noget. Men der var altså ikke noget, der hed næste gang.

CFO havde en central rolle i monitoreringen:

BES: Og også, når Rolly (van Rappard) kom ind, og hvis ikke Jørgen Clausen kunne svare ham, så blev der snakket om det. Man accepterede ikke halve svar. Man ville helt ned. Men ville ned og se tallene. Og hvis der var nogle butikker, så ville man så se en ledelsesprofil.

CFO: Vi fik to måneder, hvor vi per måned tjente 20 mio. mindre end vores budget, og vup, som kom de jo altså farende, og så kørte det hele.

Den tætte monitorering fortsatte også efter det første år, omend direktionen, som nævnt, fik noget større råderum.

Korte beslutningsveje: Kapitalfonden kan styrke kontrollen med ledelsen ved at etablere korte beslutningsveje. Derved sikres det, at beslutninger kan træffes tidsnært, så der kan handles i overensstemmelse med ejernes interesser. Formelle og langsommelige beslutningsveje kan således misbruges af direktionen til at forsinke beslutninger, der ikke er i den daglige ledelses umiddelbare interesse.

Alle tre interviewede medlemmer af den daglige ledelse, CEO, CFO og SOU bekræfter, at der var korte beslutningsveje til kapitalfonden.

CEO: *Hvilke kontaktflader havde direktionen med kapitalfonden ud over gennem bestyrelsen og de der komiteer?* Ikke andet end uformelle. De kunne til enhver tid ringe.

CFO: Vi ventede ikke på et bestyrelsesmøde, hvis der var behov for at tage en beslutning. Så kunne det komme per telefon eller andet, og vi holdt heller ikke et operating committee før et bestyrelsesmøde, fordi der ikke måtte snakkes om det ene eller det andet. Så blev det bare et bestyrelsesmøde, hvor de var med.

SOU: De var rigtig hurtige til at træffe beslutninger, men de skulle først lære virksomheden at kende.

Klare mål: Kapitalfonden overtog de overordnede målsætninger fra CEO. Allerede inden overtagelsen havde han fastlagt tre effektivitetsmål i Strategiplan 2002+:

1. Plan 45: Medarbejdereffektivitet: Medarbejderomkostningerne måtte ikke overstige 45% af bruttoindtjeningen.
2. Plan 20a: Omkostningseffektivitet: Driftsindtjeningen (adjusted operating profit) skulle udgøre mindst 20% af indtjeningen.
3. Plan 20b: Kapitaleffektivitet: Driftsindtjeningen skulle udgøre mindst 20% af den anvendte kapital.

Alle mål blev opfyldt i 2005/06, DT's sidste fulde regnskabsår i kapitalfondens besiddelse.

Kapitalfondens opstilling af klare mål bidrog til at sikre overensstemmelse mellem ejernes interesser og ledelsens handlinger. Det var vigtigt, at ikke blot direktionen, men også mellemlederne, var bekendt med målene, så de kunne afspejles i deres handlinger. KF nævner et konkret eksempel:

KF: Vi (lavede) en præsentation om, hvad er CVC, hvad er investeringen, og hvad er mulighederne for den. Der havde vi blandt andet præsenteret nogle value-levers. Og der viste vi en value-lever, der sagde, at for hver ekstra dags kredit, I får, så deler I en million kroner. Det havde vi regnet ud. En dags kredit gav dem cirka en million kroner. Og så var der en af dem, der rakte hånden op og sagde: hvorfor er der ikke nogen, der har sagt det til mig før, det har jeg jo aldrig fokuseret på.

CEO og SOU påpeger, at målene var klarere under kapitalfondsejerskabet end de var, da DT var børsnoteret:

CEO: man kunne i højere grad være sikker på, at det her var så målene, vi gik efter. Som børsnoteret kan man jo godt nogle gange blive lidt forvirret. Først skal man have en høj margin, så er det salget.

Konstante mål, mener du?

Ja, nogle gange, når man er børsnoteret, så er det lidt ligesom kinesisk base ball, hvor man flytter baserne.

Så ser man, hvad der sker, og hvordan markedet reagerer?

Så er der pludselig en anden aktionær, der pupper op... Her var vi enige fra starten, hvad de var.

SOU: (om kapitalfondsejerskabet): Det gør i hvert fald, at man ikke behøver at have dualitet i, hvad det er, man skal levere på. Skal man have høj dividende? Er det vækst? Der er jo tit forskellige interesser blandt aktionærerne. Det var meget, meget klart, hvad der var gældende, og de mål blev vi jo bundet op på og målt direkte.

CFO nævner, at der i bonussystemet både var fastlagt individuelle mål, som mellemlederen kunne øvre direkte indflydelse på, og concernmål for også at motivere mellemlederen til at arbejde i helhedens interesse:

CFO: (Vi) havde det princip, at vi rullede de der bonusordninger ned i organisationen på den måde, at f. eks. chefen for Stark, han ville have det samme mål, som vi havde på group, som Steen (Weirsøe) og jeg havde som targets, og det ville måske være ... 25% og så ville 75% af hans ting, det ville være de tilsvarende mål, bare med Starks tal. Så han skulle gå efter de samme mål på Stark-niveau, der havde han størst indflydelse, men han skulle også have en tanke på vores group.

Effektiv rapportering: En vigtig forudsætning for en effektiv kontrol var, at der blev etableret en effektiv rapportering. Til det formål ansatte CVC Anders Skole-Sørensen⁴⁷ som finansdirektør. Sammen med CVC's Erik Balleby fik han ansvaret for at opbygge et effektivt rapporteringssystem.

KF: Man var ikke så gode til det med balancer og cash flow, som vi gerne ville have, man var. Og vi begyndte at introducere en treasury report, og der var nogle værktøjer, vi skulle have på plads. Og vi gik ind og hyrede Anders Skole ind.

Var det Jer, der gjorde det?

Det var et meget stærkt ønske fra os om at forstærke...

CFO: Han (Anders Skole-Sørensen) blev primært ansat også for at være med til at håndtere bankerne, fordi sådan en bankaftale, det er to mapper på engelsk, og det er ikke normalt engelsk, det er bankjuridisk engelsk.

Men var det ikke også ham, der skulle bygge rapporterne op?

Jo, det var det også. Og så fik vi hjælp fra Erik Balleby, som var ansat af CVC. Han var hos os i et halvt års tid og var med til at bygge sådan nogle rapporter op også.

Profit protection plan: CVC ejede DT i en periode, hvor økonomien og markedet voksede. Ikke desto mindre arbejdede kapitalfonden med en profit protection plan for at sikre, at

⁴⁷ Anders Skole-Sørensen blev en del af CVC-netværket og blev i 2007 ansat som CFO i det CVC-ejede selskab Matas.

omkostningerne hurtigt blev reduceret ved en længerevarende forværring af markedssituationen.

KF: *Jørgen Clausen blev bedt om at lave en profit protection plan?*

Jamen, det laver vi altid.

Det gør I altid? Jeg har mere indtryk af, at det var fordi, der kom nogle måneder, hvor det ikke så...

Vi har altid profit protection plan. Det er altid godt at have, at vide hvad det er...

CFO: *Hvad indebærer sådan en profit protection plan?*

Ja, det er jo, at man kan fortælle, hvordan man skærer ned på omkostningerne og medarbejderne, og hvilke programmer man har for at gøre det, hvis det bliver værre. Hvor meget det vil give, hvornår man kan gøre det, og hvor hurtigt en effekt det vil have.

Men udformede i så det, eller var det kun på idestadiet?

Det var mere en analyse og blev ikke gennemført som sådan, da markedet vendte tilbage. Men det er sådan, at du kan vise bestyrelse og banker osv. hvad du har mulighed for at gøre.

4.4.3. Informationsasymmetri

Opportunitetsidentifikation: De temaer, der blev berørt af interviewpersonerne var

1. Hvor meget bruger kapitalfondene *egne analytiske færdigheder* til at spotte investeringsmuligheder?
2. Har kapitalfondene specielle færdigheder i at afsløre *skjulte værdier* i målvirksomheder?

Egne analytiske færdigheder: Kapitalfondens identifikation af DT som opportunitet skete på basis af erfaringer med lignende investeringer. CVC-partneren Rolly van Rappard, som var med i DT's bestyrelse i hele ejerskabsperioden, havde erfaring fra CVC's investering i hollandske Cementbouw, som både producerer og handler materialer til byggeindustrien. Og CVC-partneren Søren Vestergaard-Poulsen (KF) var involveret i omstruktureringen af de to detailhandlere Halfords (autoudstyr) og Debenhams (stormagasiner), som havde en lignende udfordring med at nedbringe arbejdskapitalen.

KF: Vi har historisk lavet mange investeringer i byggematerialesektoren. Både producerende virksomheder og grossister, ligesom Danske Trælaster. Vi har ejet noget, der hedder Cementbouw nede i Holland, som havde været en god investering for os, som vi var ved at sælge. Der var mange, der troede, vi ville kombinere det med Cementbouw i Holland, som var nummer to grossist i Holland. Men den var vi i proces med at sælge. Men det var en sektor, vi var komfortable med.

Ifølge KF betød egne erfaringer og analytiske færdigheder mere for identifikationen af DT som investeringsmulighed end bistand fra eksterne konsulenter:

KF: *Hvor meget var Jer, og hvor meget var eksterne konsulenter? ...*

Lad mig sige det på den måde, den rapport, vi brugte ... det konsulenthus, der lavede den rapport, den var så håbløs, at vi måtte skrive den om for dem, inden den skulle præsenteres for bankerne.

KF følte således, at kapitalfonden selv vidste mere om sektorens og dens udfordringer end nogle af de eksterne konsulenter. Mens konsulenternes viden og erfaring baserede sig på rådgivning i konkrete sager, havde kapitalfonden formentlig en bedre føling med strategiomsætning i konkrete situationer. Som aktive ejere mærker kapitalfonde således i højere grad konsekvensen af fejlbedømmelser end konsulenthuse.

Kapitalfondens viden om en konkret sektor opbygges ud fra de investeringer, den foretager. Erfaringerne fra DT bruges eksempelvis senere i forbindelse med investeringen i den svenske VVS-kæde Ahlsell:

KF: *Har I brugt noget af det, I har lært i DT i Ahlsell?*

Ja, selvfølgelig, det er jo en væsentlig del af casen, vi bruger.

Hvad?

Indkøb, indkøbsbetingelser, vi går ud og går ud og genforhandler...

Fra DT kan man lære meget omkring ... altså de (Ahlsell) har stadig 10% af omsætningen i working capital, DT har nul, så der var man kommet længere. Hele det spil med at optimere og smide leverandører ud og konsolidere volumener på leverandører, det var DT blevet rigtig gode til, det er så det, vi gør nu.

Skjulte værdier: Kapitalfonden identificerede tre skjulte værdier:

1. Sale-lease-back af ejendomsporteføljen.
2. Frasalg af Silvan.
3. Nedbringelse af arbejdskapitalen.

Ejendomsporteføljen kunne frigøre kapital gennem et sale-lease-back:

KF: Sale-lease-back var et emne, som vi syntes var en god ide. Fordi du ville i princippet kunne have solgt det på en yield på 5% og kunne have fået en 20 gange multiplikation på den husleje, du så ellers havde.

Værdien af ejendomsporteføljen var allerede i fokus, da Hafnia-direktøren Villum Hansen forsøgte at overtage selskabet i 1990. Efter CVC's køb stødte ideen dog på modstand i direktionen, og projektet blev udsat. CVC fastholdt dog siden ideen og præsenterede den sågar i salgsprospektet som en oplagt mulighed for køber.

KF afviser dog, at ejendomsporteføljen i sig selv var en afgørende skjult værdi. Til gengæld var selskabets store beholdning af reale aktiver med til at reducere downside risikoen:

KF: Du ville ikke tjene penge på det, men det de-riskede totalt investeringen. For hvis du ser på købesummen i forhold til nettoaktiver, den reelle goodwill, vi betalte, hvis du tog markedsværdien på ejendommene og lagde working capital ovenpå, så var det en relativ lille risiko, vi tog. For en cyklisk virksomhed, som du normalt vil sige har høj risiko, der var der reelt meget lav risiko. Altså downside risikoen var lav.

At det var på tale at *frasælge* Silvan bestrides af KF, men bekræftes af BES, CEO, CFO og SOU.

KF: Nej, vi har ikke overvejet at sælge Silvan.

Det var jo i hvert fald en af de cases, som du bragte på bordet. At man skulle analysere, om det gav nok synergi at beholde den.

Det har jeg ingen erindring om. Vi fik en henvendelse fra en køber, men vi har ikke selv taget noget initiativ til at skulle sælge Silvan.

BES: De var jo klar over, og det havde de jo ret i, at det der med at tro at man kunne lave synergi mellem Silvan og tømrerhandlerne, og også på indkøbssiden, altså det er ikke så iøjnefaldende let, som det ser ud til.

CEO: *Hvad var grunden til, at I kunne få dem (CVC) overbevist om ikke at frasælge Silvan?*

Det var, fordi vi sagde, at vi skulle se på, hvad vi har af synergier.

CFO: *CVC havde jo også tanker om at sælge Silvan fra, ikke?*

Jo. ...

Men grunden til, at de gik væk fra det, var det, at der alligevel var flere synergier mellem trælasten eller var det fordi, de ikke kunne få så meget for Silvan alligevel, hvis de solgte den fra?

Nej, jeg tror det var vores argument omkring synergier, den sammenhæng der var. Både de hårde synergier på indkøbssiden og på IT-siden, men også det, at vi havde en retailer inde til at hjælpe Stark og Beijer og de andre, hvordan driver man retail.

SOU: Jamen, jeg kan jo sige, at f. eks. det at have en byggemarkedskæde som Silvan, en DIY-kæde, og så tømmerhandlere, hvorfor har man det? Skulle man holde på begge heste? Det var en ret stor strategisk diskussion.

Nedbringelse af arbejdskapitalen var til gengæld et ukontroversielt tema, som direktionen arbejdede på allerede inden overtagelsen. Desuden var det et område, hvor CVC har erfaring fra andre detailhandlere, herunder Halfords og Debenhams. CEO og CFO er dog ikke helt enige i værdien af kapitalfondens formidling af sine erfaringer.

CEO: De havde nogle metoder fra Debenhams. Det var inspirerende, det var godt. Der kom en herover og fortalte, hvordan de kørte forretningen.

CFO: *I havde en eller anden, var det fra Debenhams, ovre på et tidspunkt for at belære Jer lidt om...*

Ja, det kom der ikke så meget ud af. Det er en anden business, så det er jo altså varehus og meget tøj. Så det er en helt anden ... Det er forbrugere, det er kvinder og tøj, det er meget trend og mode og sæsoner og priser. Og vores var meget relationsmarkedsføring i forhold til kunder.

Loyalitet over for nuværende aktionærer: I forbindelse med salget af DT i 2003 kom CEO's loyalitet over for de hidtidige aktionærer på en prøve. DT var børsnoteret, men 47% af aktierne var fast placeret hos Codan (32%) samt hos ATP og LD (tilsammen 15%).

Som udgangspunkt havde CEO ikke sammenfaldende interesser med aktionærerne. Det var således i aktionærernes interesse at sælge selskabet så dyrt som muligt, mens CEO's udsigt til at blive medejer af selskabet sammen med kapitalfonden omvendt gav ham en interesse i at sælge selskabet så billigt som muligt. CEO havde ganske vist optioner i DT, som ville give ham en gevinst ved salget til kapitalfonden, men han ville få en endnu større fordel af selskabets værdistigning i forbindelse med det program, kapitalfonden tilbød.

CEO: *Det (aktie-programmet) blev aggressivt på den måde, at det var en meget stejl kurve, men det var også en generøs kurve?*

Ja, helt klart, misundelse er ikke udbredt i den branche. Hvis bare kapitalfonden får nok, så sidder de altså ikke og synes de skal forklare, at det var altså også lige vel generøst. De synes, det er fint. For hver krone, vi kunne lave værdi her (driftsselskabet), der røg jo langt hovedparten, 90 %, lige ned i de sædvanlige kasser. Og det var jo fint.

Jeres faste løn, den blev ikke påvirket nedad?

Nej.

Så det var on top, det I fik?

Ja, ja.

Det afføder følgende spørgsmål:

1. Vidste CEO på forhånd, at han ville få tilbudt et generøst *aktieprogram*?
2. Havde CEO mulighed for at *tale aktiekursen ned*?
3. Deltog CEO *aktivt i forhandlingerne* med de potentielle købere?
4. Hvilke *handling*er foretog CEO sig konkret?

CEO har på forhånd vidst, at CVC generelt tilbød ledelserne i deres porteføljevirkksomheder generøse aktieprogrammer. Han afviser det da heller ikke i interviewet:

CEO: *Men det at de (CVC) havde et incitamentsprogram, det var ikke det, der gjorde forskellen i din vurdering?*

Nej, det underbyggede bare det, at jeg synes, der var så mange ting, vi kunne opnå.

CFO bekræfter, at CVC's incitamentsprogram blev drøftet inden købet:

CFO: På et tidspunkt, så havde de så et mode, hvor de sagde, vi har tænkt os at lægge et incitamentsprogram frem. Vil I være med i det?

Det var inden købet så?

Det var inden købet, ja.

Men det har vel også påvirket Jeres holdning til kapitalfonden, at I fik den udsigt til at...

Det var ikke noget, vi forhandlede. Det eneste, vi forhandlede, det var, hvor mange vi syntes skulle være med. Vi syntes, at der skulle være mange med.

Det kan ikke afvises, at de direkte forhandlinger har ført til en interessekonflikt. Selv om CFO påpeger, at der kun blev forhandlet om deltagerkredsen, kan programmet som sådan ikke have undgået at påvirke direktionens samlede indstilling til den ny ejer. Havde der været tale om en eksklusiv forhandling, ville en sådan fremgangsmåde næppe have været acceptabel. Salget endte imidlertid i en budrunde, som CVC udelukkende vandt, fordi kapitalfonden bød den højeste pris.

Der er intet at finde i nyhedsmedierne, der indikerer, at CEO forsøgte at tale aktien ned i forbindelse med salget. Tværtimod, i januar 2003 kom CEO med en opjustering af forecastet for 2002-resultatet, selv om der kun var kort tid til regnskabets offentliggørelse.

CFO: Er man interesseret i at tale kursen op eller at tale den ned?

Jamen, kursen bliver jo hverken talt op eller ned. På det tidspunkt, hvor det bliver offentliggjort, at der en proces i gang, så sker der noget med kursen, og så offentliggør vi jo ikke mere omkring proces eller andet. Men så begynder folk at spekulere i, hvad bliver den nu solgt til.

CEO kommunikerede med de interesserede købere. Det er da også vanskeligt at forestille sig en proces, hvor de potentielle købere ikke får mulighed for at møde selskabets CEO inden købet. Dels for at spørge ind til detaljer, bestyrelsen ikke kan svare på, dels for at få et indtryk af den CEO, der følger med i købet. CFO påpeger i denne forbindelse, at CEO ikke deltog i forhandlingerne om prisen:

CFO: Der er ingen loyalitetskonflikter, fordi det er ikke os, der forhandler prisen.

Var det Werdelin (bestyrelsesformanden), der gjorde det?

Ja, altså bestyrelsen skal tage stilling til, om de vil anbefale budet.

Men havde I slet ingen indflydelse på prisdannelsen, indirekte? Med de informationer I gav og den måde, I gav informationerne på?

Nej, det vil jeg sige. Og de var meget opmærksomme på, at vi ikke var sammen. Der var altid en investmentbanker med eller en fra bestyrelsen.

Direktionen havde ikke indflydelse på budprocessen, som blev kontrolleret af investeringsbanken Enskilda Securities.

KF: Steen (Weirsøe) havde ligesom fået en bunden opgave fra bestyrelsen og ejerne om at sælge selskabet til den bedst mulige pris. Der havde de hyret Enskilda til at køre en salgsproces, og det var det, de så gjorde. Det kørte de så fuldstændigt professionelt, og der var lykkede budrunder.

Inden købet protesterede Finn Sehested, Weirsøes pensionerede forgænger, højlydt over, at selskabet blev solgt for billigt. Han fremdrog otte punkter på selskabets generalforsamling, og set i bakspejlet havde han naturligvis ret, ikke mindst fordi selskabet solgtes på et tidspunkt, hvor aktiemarkedet bundede. Her er der dog tale om en ex-post betragtning, og det ændrer ikke ved, at de institutionelle investorer, der ejede 47% af aktierne, ønskede at skille sig af med deres aktieposter, og at ingen industrielle investorer kom med et bud, der blot matchede CVC's. På baggrund af offentligt tilgængelige

informationer samt de foretagne interviews er der således intet, der indikerer, at CEO handlede imod de hidtidige aktionærers interesser. Weirsøe efterfølger, Ole Mikael Jensen, giver følgende karakteristik af sin forgænger:

SOU: Vi havde faktisk meget store diskussioner om det her med, hvem tjener man hvornår. Fordi der sker det, at fra at du har tjent en, så skal du lige pludseligt tjene en anden. Og der er Steen (Weirsøe) heldigvis høj, høj, høj etisk. Det vil sige, vi tænkte faktisk ikke på, hvem der købte os. Det var meget sent, hvor det begyndte at gå op for os, at jamen hov, hvad har det af implikationer for mig.

4.4.4. Værditransferering

Hverken kreditorer eller medarbejdere blev tvunget til at give afkald på værdier til fordel for kapitalfondens afkast. Til gengæld påførte transaktionen selskabet betydelige renteudgifter, som skatteyderne indirekte var med til at betale.

Kreditorer: I forbindelse med kapitalfondens overtagelse blev realkreditgælden indfriet, og øvrig bankgæld blev tilbagebetalt.

KF: *De gamle långivere, de blev ikke stillet anderledes i forbindelse med Jeres overtagelse, vel?*

Nej, de blev fuldstændig refinansieret.

CEO: *Var der nogle af de hidtidige långivere, der blev stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse?*

Ikke andet, end at de var så uheldige at blive betalt ud.

Der var ikke nogen, der blev skubbet et andet sted hen i rækkefølgen.

Nej, vi bevarede et godt forhold til Danske Bank.

SOU: *Blev hidtidige långivere stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse?*

Nej.

Lønvedtægter: Der blev ikke ændret i lønvedtægterne i forbindelse med kapitalfondens overtagelse. Der er heller intet, der tyder på, at medarbejdernes forhandlingsposition blev svækket.

CEO: *Men medarbejdernes løn- og arbejdsvedtægter, de blev ikke berørt?*

Overhovedet ikke.

CFO: *Medarbejdernes løn- og arbejdsvedtægter, de blev vel ikke ændret i perioden?*

Nej. Vi fik en bonusordning, men det havde vi også i forvejen.

MRB: *Var der overhovedet noget i medarbejdernes løn- og arbejdsvedtægter, der ændrede sig i forhold til før?*

Ikke noget, jeg har fornemmet, nej.

Medarbejderindflydelse: Medarbejdernes indflydelse påvirkedes naturligvis af, at selskabet gik fra at være børsnoteret til at være privat ejet. I det børsnoterede selskabs spredte ejerskab indgik medarbejderrepræsentanterne i højere grad på lige fod med de generalforsamlingsvalgte repræsentanter, fordi selskabet ikke havde én entydig ejer. Efter kapitalfondens overtagelse var der imidlertid ingen tvivl om, hvem der sad for bordenden. Hertil kommer, at medarbejderne ganske vist havde repræsentanter i DT's bestyrelse, men de formelle beslutninger blev truffet af bestyrelsen i det øverste holdingselskab DT Holding 1.

CEO: *Hvad med medarbejdernes indflydelse, den er vel blevet påvirket?*

Den formelle ja, fordi i realiteten var der en bestyrelse, hvor der kun er én aktionær – det er jo et underligt gespenst.

Under det nye ejerskab kommer hollandske Rolly van Rappard fra CVC i bestyrelsen, og forhandlingssproget ændres derfor fra dansk til engelsk. Dette kombineret med

kapitalfondens højere professionelle niveau gør det øjensynligt vanskeligere for de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer at gøre sig gældende.

MRB: Men havde de (medarbejderrepræsentanterne) nogen indflydelse, da du var der?

Jeg vil sige, når vi var til de her møder, så var de da lydhøre, når man spurgte, men det var jo svært at stille spørgsmål, som var oppe i det niveau. ...

Jeg har da prøvet at sidde ved siden af Steen Weirsøe og hive ham i ærmet og bede ham om at prøve at oversætte nogle af de der fagudtryk for lige at hjælpe mig lidt. Og så har der som regel været en sekretær med inde fra DT, som har sagt: så må I spørge mig bagefter, så skal jeg prøve at oversætte for Jer. Men nogle gange taber man bare tråden. ...

Siger du, at det forhold, at I skulle tale engelsk har sat medarbejderne i en dum situation?

Ja, lidt. Bent (den anden MRB) havde rigtig svært ved engelsk i det hele taget. Jeg kan nogenlunde engelsk, men at skulle forholde sig til nogle ting, som også ville være svært at forholde sig til på dansk...

Medarbejderrepræsentanternes problemer med at deltage aktivt i bestyrelsen bekræftes af BES, CFO og SOU:

BES: Men bare det, at de skulle tale engelsk, det var vel en udfordring?

Ja, men det prøvede man sådan lidt at ... Søren (Vestergaard-Poulsen) er jo dansk, og Peter (Törnquist) er jo svensk, og han havde arbejdet så meget i Danmark. Og det var ikke altid, at en af de andre partnere fra London var med, Rolly (van Rappard) var jo med, men det var ikke altid, han var med til møderne. Og så snakkede vi dansk.

CFO: Jeg kan forstå, at de var heller ikke så gode til engelsk?

Nej, så det var mest Steen (Weirsøe), og han holdt nogle formøder med dem og holdt dem godt informeret.

SOU: De var med på de store ting, men lige pludseligt skulle de snakke engelsk. Før var det på dansk. Der sad nogle medarbejdere, som ikke kunne engelsk.

Piekkari et al. (2013) peger på, at overgangen fra det lokale sprog til engelsk kan udgøre en hæmmende faktor for en effektiv beslutningsproces i bestyrelsen. Baseret på case studies af ni multinationale selskaber i de fire nordiske lande når de frem til, at de to selskaber, der uforberedt indførte engelsk som bestyrelsens forhandlingssprog, oplevede en ringere deltagelse fra medlemmer, som havde vanskeligt ved at levere bidrage eller udtrykke uenighed på engelsk. De fem selskaber, som havde forberedt sig på den sproglige overgang, oplevede derimod væsentligt færre problemer med sprogskiftet.

We demonstrate that the two case companies that were unprepared for the increased language diversity upon the entry of foreign members, suffered from a lower quality and depth of conversations in board meetings relative to their well-prepared counterparts. In the unprepared group, the board turned into a much more silent decision-making body, which we suggest could have far-reaching effects on board effectiveness. Such deterioration in board meeting interaction was not found among the five companies that were well-prepared for the increased language diversity of the board, nor the two outliers which developed hybrid language solutions.

Forfatterne når frem til at tilstedeværelsen af medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen generelt er med til at forsinke bestyrelsens internationalisering pga. deres ofte manglende engelskkundskaber.

Skat: DT var i kapitalfondsejerskab i perioden 2003 til 2006, dvs. før rentefradragsbegrænsningen på 80% af EBIT blev indført. Dermed kunne alle renteudgifter fradrages i selskabsindkomsten.

Aktiekapitalen udgjorde blot 10 mio. DKK, mens de restende 1.990 mio. DKK ansvarlig kapital formelt blev givet som forrentet lånekapital. Formålet med denne konstruktion var angiveligt at smidiggøre udbyttebetalinger, men konstruktionen udløste ikke desto mindre

et skattefradrag. Det vides ikke, hvor slutindskyderne af den ansvarlige lånekapital (CVC's investorer) har været domicileret, men størstedelen har formentlig ikke været domicileret i Danmark. I det omfang det er tilfældet, er der opstået et skattemæssigt tab i Danmark.

KF: (Om den ansvarlige lånekapital): *Men det var jo også en skattefordel?*

Der var en skattefordel også, men den forsvandt jo ret hurtigt i takt med, at pengene kom retur.

BES: *Førte kapitalfondens nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser? Det gjorde den vel i høj grad?*

Ja, man blev jo også ramt, på et eller andet tidspunkt, af den der lov om tynd kapitalisering.

Jo, men de rigtig stramme regler med de 80% EBIT, det var jo først i 2009, de blev indført, så i hele perioden havde man jo et skatteskjold, ikke?

Jo, bestemt.

CEO: *Det er klart, at en del af værdierne er skabt ved, at man betaler mindre i skat, ikke?*

Jo, men vi betalte vel egentlig ganske normal skat nede i driftsselskabet.

Nede i driften, men deroppe (i investeringsselskabet) blev det jo så trukket fra, ikke? Det er jo meget normalt.

Jo, det må det vel være. Det var i hvert fald ikke det, der drev forretningen.

CFO: *Størstedelen af egenkapitalen var baseret på renter, ikke, fordi det var ansvarlig lånekapital?*

Ja, lige præcis.

Og det kunne I godt udnytte, det fradrag?

Jamen, det kunne vi jo godt, fordi vi tjente jo penge. Og vi tjener penge efter renter, så vi kom til at betale mindre i skat.

SOU: *Førte kapitalfondens nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser?*

Det har den gjort, ja.

Det såkaldte tax shield har sikkert også været en væsentlig driver, ikke?

Jamen altså, de tænker jo skat, og det gør vi jo ellers ikke så meget som børsnoteret.

Tabel 7. DT's⁴⁸ koncernindtjening, finansielle poster, skat og gæld.

Mio. DKK	EBITDA	EBIT	Finansielle poster	EBT	Skat	Ansvarlig lånekapital
2003/04	517	456	-398	58	-107	2.130
2004/05	1.107	879	-682	184	-25	1.385
2005/06	1.235	1.023	-274	750	-219	29

Kilde. DT's årsberetninger.

Tallene i tabel 7 viser det samlede resultat på øverste selskabsniveau, dvs. DT Holding 1. I de første to år udgjorde renteudgifterne ca. 80% af EBIT, men den stærke vækst i EBIT muliggjorde en hurtig nedbringelse af den højt forrentede ansvarlige lånekapital, som helt afdrages i løbet af ejerskabsperioden. Kapitalstrukturen sikrer således store skattebesparelser i de første to år, men i det tredje år betales 50% mere end i gennemsnit i 2001 og 2002, da selskabet stadigt var børsnoteret⁴⁹.

4.4.5. Netværk

Interviewpersonerne fokuserede på tre områder, hvor netværket havde betydning for kapitalfondenes arbejde

- Ved køb og salg af virksomheder.
- Ved akkvisitionsfinansiering.
- Ved udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere.

⁴⁸ Der er tale om hele koncernen, dvs. inklusive holdingselskaberne DT Holding 1, DT Holding 2 og DT Group.

⁴⁹ I 2001 betales 132 mio. DKK og i 2002 163 mio. DKK i skat.

- Ved brug af konsulenter til udarbejdelse af due dilligence eller udførelse af omstruktureringssopgaver.

Køb og salg af virksomheder: Salget af DT foregik ved en organiseret budproces, men kapitalfonden brugte sit netværk undervejs:

KF: *Hvordan fandt I køberen til virksomheden? Hvem var det, der kørte processen?*

Det var Wolseley, dem havde vi haft kontakt med. Vi kørte processen.

I kørte selv processen?

Vi går altid ud og taler selv med ... vi havde haft dialog med Wolseley i tre år, siden vi købte den. Ugen efter, vi købte den, så havde vi det første møde med Wolseley. Og så mødes man typisk med dem hvert år og orienterer dem om, hvad der foregår.

Der ser således ud til at have været en kontakt med potentielle købere allerede fra det tidspunkt, kapitalfonden overtog virksomheden.

Akkvisitionsfinansiering: Ved den første akkvisitionsfinansiering brugte kapitalfonden sit banknetværk til at sammensætte et internationalt lånskonsortium.

CFO: Nordea, de var ikke så glade for dem. Men kapitalfondene, de går jo så videre, og de har et meget stort netværk på finansieringssiden. Det er jo en helt verden for sig, fordi du har privat ejede virksomheder, som har en relation til bankerne.

SOU: *Men opfattede bankerne Jer som en større risiko på grund af den nye kapitalstruktur?*

Jamen altså, de blev jo betalt for det. Det er jo det gode ved den samhørighed, der er mellem kapitalfond og bank.

Bankkontakterne er i høj grad personligt relateret:

BANK: *Er det meget persondrevet, det der?*

Ja, det er det.

Er det primært Søren Vestergaard?

Ja, Vestergaard og Törnquist og Erik Balleby da han var ved CVC, selvfølgelig, han var en gammel Nordea-mand.

Udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere: Peter Törnquist kom til CVC i 2003, og overtagelsen af formandsposten i DT's bestyrelse blev en af hans første opgaver for kapitalfonden. Det blev inden for hans netværk, fra tiden hos Lehman Brothers (1995-2003) og Baine & Co. (1981-1995), at de eksterne bestyrelsesmedlemmer skulle findes.

Ole Steen Andersen (BES) blev i først omgang hentet ind som advisor for CVC. Kort efter blev han udpeget som bestyrelsesmedlem i det nyerehvervede selskab, hvor man søgte en lokal dansk erhvervsprofil. Peter Törnquist kendte BES gennem sin rådgivning af Danfoss, hvor BES var CFO. Fredrik Cappelen, direktøren for den tidligere kapitalfondsejede køkkenproducent Nobia, havde Törnquist kendt i mange år, fordi selskabet løbende havde været i investmentbankernes søgelys som potentielt target. Nobia blev i 1994 købt af den svenske kapitalfond Industri Kapital og var netop blevet børsnoteret i Stockholm i 2004.

KF: Peter Törnquist kender Ole Steen Andersen fra hans tid som investment banking rådgiver for Danfoss, hvor Ole var CFO. Peter har kendt Cappelen i mange år fra hans tid hos Lehman Brothers og Bain & Co.

BES: *Da du blev spurgt, om du ville træde ind i bestyrelsen, hvad var det så for en profil, man søgte efter.*

På det tidspunkt var jeg...

Der var du stadig i Danfoss?

Ja, men jeg var ved at blive associated i CVC. Så det var sådan set i den sammenhæng. Og jeg kendte jo Peter Törnquist fra et tæt samarbejde omkring Danfoss.

Brug af konsulenter: Kapitalfonden brugte mange forskellige konsulenter i forbindelse med købet, ejerskabet og salget af DT. Der blev brugt en del specialkonsulenter undervejs, specielt til vurdering af ejendomsporteføljen, med henblik på et eventuelt sale-lease-back, samt til hele sourcing-projektet.

Værdien af DT's ejendomsportefølje blev vurderet af lokale ejendomsmæglere i Danmark, Sverige, Norge og Finland:

KF: Så lavede vi en outside-in, det var første gang, en gennemgang af hele ejendomsporteføljen.

Det var et svensk firma, I havde på der?

Nej, vi havde to danske...hovedparten lå i Danmark, så vi havde to danske ejendomsmæglere, som var rundt og besøge alle ejendommene, tage billeder af dem og vurdere ud fra offentlige informationer cirka hvad markedsværdien var. Vi havde dem ude i Sverige, Norge, Finland med det samme. Så vi havde analyseret 80% af ejendommene og så ekstrapolerede vi fra den værdi, hvad 100% bør være.

Der havde I så lokale ejendomsmæglere på?

Ja. Vi havde to danske, og de havde så en samarbejdspartner i Sverige og Finland. Vi fik jo sådan en liste over alle ejendommene, og så fik vi dem værdiansat til deres markedsværdi. Det gjorde, at vi vidste, at der var en stor skjult værdi i ejendomsporteføljen.

Kapitalfonden hyrede flere konsulenthuse i forbindelse med sourcingprojektet. Det viste sig dog hurtigt, at selskabets ledelse selv havde så meget styr på projektet, at konsulenterne blev overflødige:

KF: Og vi insisterede på at få 3-4 konsulenthuse ind for at spille ind med deres erfaringer. Vi havde Baine, A. T. Kearney og McKinsey.

Men konsulenterne, var de så løbende med i hele processen?

Nej, så var det faktisk Baine, der var inde og lave en kick-start på projektet, en måned eller to. Og så sagde Steen (Weirsøe), det her kan vi godt selv, der skal vi ikke sidde og lytte på dem. De var ligesom inde og lave de første 100 meters løb, hvad er det, der skal på plads, og hvordan er det, de skal tænke, få lidt struktur på det. Og havde ekstra hænder og ressourcer. Det var en meget, meget kort...jeg tror det var fire uger, og så sparkede de dem ud.

Og så overtog Ole Mikael (Jensen) det?

Sammen med Ole Mikael, de arbejdede med Ole Mikael. Og så kørte det, slag i slag. Og så var det dem, der drev det frem.

Det er karakteristisk for CVC, at egen analysekapacitet spiller en fremtrædende rolle, og at konsulenter bruges kritisk. Tilliden til specifikke konsulenthuse bygges op over tid, og derudfra udvælges netværket af samarbejdspartnere.

KF: *Når I vælger rådgivere, hvad er så vigtigst for Jer, tillid eller specialviden?*

Det er tillidsforholdet og så erfaringen med den specifikke partner, som vi bruger.

4.4.6. Involvering

Kapitalfonden var meget involveret i ejerskabets først år. Frasalg af ejendomme og datterselskaber analyseredes, og der fulgtes tæt op på sourcingprojektet. Involveringen faldt i takt med, at resultaterne viste sig, og kapitalfondens fokus drejede mere i retning af at forberede exiten.

Governance: De emner, interviewpersonerne kom ind på var:

- Bestyrelsens rolle
- Support til ledelsen

Bestyrelsens rolle: Efter overtagelsen oprettede kapitalfonden en operating committee bestående af Törnquist og Vestergaard-Poulsen fra CVC samt Weirsøe og Clausen fra direktionen. Her blev de reelle beslutninger truffet, som bestyrelsen efterfølgende konfirmerede. Bestyrelsen fik således mere karakter af et efterretningsorgan. Her blev de to eksterne bestyrelsesmedlemmer ganske vist taget med på råd, men de deltog ikke aktivt i beslutningerne.

KF: *Og så har du Ole Steen Andersen og Fredrik Cappelen. Hvad er deres bidrag? De blev hentet ind, fordi de selvfølgelig har en form for industriel kompetence, ikke? Men har de nogen aktiv rolle i selskabet?*

Vi sætter det, der hedder en operating committee, op.

Lige præcis, og der er de jo ikke med.

Nej. Den operating committee, den består af Steen (Weirsøe) og Jørgen (Clausen) og Peter Törnquist og mig selv. Og det er der, vi forbereder alle beslutninger, der kommer til bestyrelsen. Og så har vi Ole (Steen Andersen) og Fredrik (Cappelen) i bestyrelsen for at være sikre på, at hvis der kommer problemstillinger mellem direktion og ejer, at vi så også har nogle neutrale parter.

En slags advisere kan man sige?

Ja.

De er ikke en aktiv del af management af selskabet?

Jeg tror, at lige præcist på Danske Trælust var de mindre aktive, end vi har set i andre sager.

...

Bestyrelsen var mere et efterretningsorgan, kan man sige?

Det var dér, vi tog de formelle beslutninger, men de var altså forberedte.

BES: *Altså bestyrelsen var mere til efterretning, med mindre du virkeligt havde nogle gode points.*

CEO: *Dvs., at bestyrelsen blev mere et efterretningsorgan?*

Ja, det synes jeg, for man oprettede også noget, man kaldte en Operating Committee.

CFO: *Så alt hvad der skete af betydning, det var operating committee. Og bestyrelsen var lidt mere formel.*

SOU: *Bestyrelsen mister lidt sin funktion, fordi det er jo meget én til én, og de kan være meget hurtige til at træffe beslutninger, meget hurtige. Så jeg vil sige, det er en anden beslutningsmodel.*

Man kan finde det overflødigt at involvere to eksterne bestyrelsesmedlemmer, som reelt ikke deltager i beslutningerne. Men dels er de ifølge KF tiltænkt en mæglerrolle ved eventuelle konflikter mellem ejere og ledelse, dels blev det overvejet at genintroducere selskabet på børsen, og i denne situation ville det give mening af have medlemmer uden for den nuværende ejerkreds i bestyrelsen.

KF: *Den rolle, der var tiltænkt dem (Andersen og Cappelen), den kom ikke rigtig til udtryk. Hvis vi havde valgt at gå børsnoteringsvejen, så havde vi haft to dygtige medlemmer i bestyrelsen, som kendte selskabet. Så der var en værdi i at have dem inde, hvis vi skulle tilbage og reintroducere. Og hvis vi var kommet ud i nogle konflikter med ledelsen, så havde de også haft en rolle. Men den måde, det kørte på omkring strategi og forretningsudvikling, så var de mere inde og være generel council på det.*

BES: *De øvrige bestyrelsesmedlemmer, sådan en som mig, var jo mere den der forhåbentlig indsigtfulde, intelligente, der kunne stille nogle spørgsmål.*

Bestyrelsen anvendtes således i højere grad som informationsforum end som beslutningsforum. De eksterne repræsentanter og medarbejderrepræsentanterne informeredes og godkendte officielt operation committees beslutninger.

Support til ledelsen: Kapitalfonden konstaterede ved overtagelsen af selskabet, at hovedsædefunktionen havde for få ressourcer i forhold til selskabets størrelse. Der var således behov for en udvidelse af selskabets centrale funktioner:

KF: Danske Træløst var jo meget decentralt, så de havde jo en meget, meget lille central funktion. Da han (Weirsøe) kom ind, var der måske 10 eller 12 mand på hovedkontoret. ... Det var en stor virksomhed samtidigt med, at de skulle lave opkøb i Finland, hvor de købte Starkki. Så der var simpelt hen ikke ledelsesressourcer til at gøre mere. ... Da vi kommer ind, så sidder vi og siger, vi er nødt til at styrke hovedkontorsfunktionen. Der er alt for meget, der foregår decentralt. Og det er derfor, vi går ind og bygger nogle flere ressourcer op på hovedkontoret. ... Vi er nødt til at få en treasuryfunktion på plads. Vi er nødt til at have bedre styr på ejendommene. Man vidste godt, at man ejede alle ejendommene, men der var ikke et centralt sted, hvor man kunne gå hen og se, her er det hele.

BES finder, at kapitalfondene bakkede ledelsen op ved hele tiden at tænke fremadrettet:

BES: Hvis der sker et eller andet, så siger de, okay, det er sket, og diskuterer ikke så meget, hvorfor det er sket, med mindre det er for at finde ud af, hvad gør vi bedst muligt. Og de er hurtige og effektive. De bakker op om deres ledelse.

Kapitalfondens attitude: Den måde kapitalfonden involverer sig på i virksomheden afspejler sig i kapitalfondens attitude, dvs. hvilke signaler, den sender internt i organisationen. Interviewpersonerne kom i denne forbindelse ind på fire temaer:

1. Tillid.
2. Samarbejde.
3. Medarbejdertryghed.
4. Synlighed.

Tillid: Kapitalfondens ejerskabsperiode er oftest kort, som regel tre til syv år. En relativ stor del af ejerskabsperioden anvendes derfor til at lære virksomheden og dens ledelse at kende, således at kapitalfonden kan reducere den direkte involvering. I dette tilfælde varede kapitalfondens ejerskab blot tre år, og ifølge KF varede det et halvt år, inden man havde fuld tillid til direktionen:

KF: Det tager lidt tid. De skal lytte lidt til os og forstå, hvad vi er for nogle typer, og hvor vi gerne vil hen ad. ... Vi havde egentlig tillid nok til, at direktionen havde styr på det. Men vi så, der var et behov for at få styrket nogle ting. Hvis vi ikke havde tillid til, at direktionen havde styr på det, så havde de jo ikke været der. ... Der går typisk et halvt år (med at få skabt tillid).

Ledelsen bekræfter, at den første tid gik med at skabe tillid, men mener dog at denne periode snarere varede et år. Der peges også på, at kapitalfonden er interesseret i at gøre denne proces så kort så muligt, så de kan ændre fokus til andre investeringer.

CEO: Da vi først havde refinansieret, havde CVC stort set fået alle deres penge hjem.

Det havde de vel allerede efter det første år?

Ja, sådan cirka, så var det hele hjemme. Så blev det sjovt nok mere afslappet, det hele.

CFO: Hvis de har tillid til ledelsen, så vil de det første år, også for at mærke efter på ledelsen og forstå virksomheden, sikre sig, at man er enige om, hvad der skal leveres på. Så vil de bruge rigtig mange kræfter på at være tæt på. Typisk vil de så, hvis de er tilfredse, så vil de trække sig lidt tilbage, for så vil de koncentrere sig om de næste deals, de så har købt i mellemtiden. Og hvis de ikke er tilfredse, så vil de typisk prøve at skifte ledelsen.

SOU: De var rigtig hurtige til at træffe beslutninger, men de skulle først lære virksomheden at kende....

Når man får nye ejere, skal de lige have tillid og lære én at kende.

Samarbejde: David Milne, en af kapitalfondens partnere, havde det generelle ansvar for både den finansielle rapportering og for kontakten til bankerne. Han påtog sig øjensynligt en noget mere bestemmende indflydelse på det finansielle, end CFO fandt rimeligt.

BES: Der var nogle ting, som kørte i en anden periode, og hvor i hvert fald CVC var sådan lidt på kant med Jørgen Clausen.

Hvad var det for nogen ting?

Der var noget omkring finansieringen. Der var en konflikt der. Og jeg vil sige, at mit gæt ville have været, at hvis der ikke var kommet en exit, så var den brudt ud i lys lue inden for et halvt til et år.

Men var det noget om leverage eller...?

Det var også noget om den måde, man styrede hele den finansielle rapportering på. Og hvor meget man var inde over de enkelte dele af virksomheden i relation til Jørgen Clausen.

CFO: Og så var han (Milne) også med inde over, når vi skulle købe op og sætte nogle krav for, hvor meget kunne vi betale. Og det var prohibitivt lavt, hvad vi kunne give i faktor, så vi fik ikke rigtigt lov til at købe noget det første års tid.

Som nævnt blev den første finansierings internationale lånskonsortium efter et år erstattet af et nordisk konsortium. Også her forsøgte David Milne øjensynligt at bringe et andet internationalt konsortium på bane:

KF: *Jeg mener også at have hørt, at David Milne spillede en afgørende rolle i forbindelse med den anden transaktion, hvor han jo var inde på at lave et andet lånekonsortium?*

Jo, men han er god til sådan noget.

Jeg er jo inde på, hvad der er Jeres rolle i den forbindelse?

Vi kørte den lånedokumentation. Vi har et centralt team, det har vi haft i 15 år. Han sad i det centrale team dengang og kører de her bankforhandlinger. Så det er os, der kommer og siger: det her, der er vores term sheet, det her er banklånedokumentet.

CFO: Han (Milne) kom jo også med ... hold da op, da vi skulle refinansiere, han kom med et nyt konsortium.

Altså et alternativ til Nordea og Danske?

Ja, det er klart. Han syntes, vi skulle have et nyt konsortium, og vi kunne banke multiplen endnu højere op, men med et enormt fee.

Samarbejdsproblemerne reduceredes noget, da Milnes indflydelse mindskedes i forbindelse med en ændring i bestyrelsens sammensætning. I juni 2004 erstattedes de to CVC-folk, Milne og Balleby, med to eksterne industrialister, Ole Steen Andersen og Fredrik Cappelen.

CFO: Men vi fik skubbet ham (Milne) lidt ud af operating committee. Han var lidt med i starten, og til sidst kunne vi jo ikke holde ham ud. Også fordi det var ham det punktede for, at vi skulle lave sale-lease-back. Så vi sagde til ham til sidst, at det måtte være uden ham, fordi det gik i skudder-mudder hver gang, vi skulle holde møde med ham. Så da vi fik ham lidt parkeret, så gik det meget mere operativt.

Medarbejdertryghed: Medarbejderrepræsentanterne formidlede generelt tilfredshed eller indifferens blandt medarbejderne i forhold til det nye ejerskab. Om medarbejdernes tryghedsfølelse var velbegrunderet blev dog ikke testet pga. de gode konjunkturer og virksomhedens positive udvikling under kapitalfondsejerskabet.

BES: vi havde tre medarbejdervalgte i bestyrelsen. De var ekstremt positive. De var meget positive på CVC og det ejerskab.

Men var de rigtigt involveret i diskussionerne.

Nej, men de sidder nok på en eller anden måde og afspejler en holdning ude i virksomheden, som de gav udtryk for.

CFO: Vi havde supermotiverede medarbejdere, så der var ikke nogen negative ting der. Det kan da godt være, at der er nogle enkelte, fordi generelt var kapitalfonde jo ikke så velanskrevet. Men de er ikke optaget af, hvem der er ejere. Først er det et stort spørgsmål, og så går forretningen, nå ja, det er så fint. ...

Det kunne være, at hvis I skulle materialisere Jeres profit protection plan, så kan det godt være, at Jeres situation havde været lidt anderledes?

Ja, så havde det været den krog, man havde hængt det på.

MRB: (om kapitalfonden omkring fyringer): Jeg mener, at der var noget med, at de lukkede nogle afdelinger, hvor det ikke gik så godt, og hvor vi prøvede på at få folk omplaceret. ...

Du havde ikke indtryk af, at de var specielt hårdere, end man ellers ville have været?

Nej egentlig ikke.

Så det var meget i forståelse?

Ja.

Hvordan reagerede medarbejderne på at blive overtaget af en kapitalfond?

Overhovedet ikke.

Det var man ret indifferent overfor?

Fuldstændigt.

Synlighed: Kapitalfonden var ikke blot synlig over for ledelsen, men også over for en del af mellemlederne. Deltagelsen i incitamentsprogrammet skabte til en vis grad mellemledernes interesse for kapitalfondens tiltag. Til gengæld var kendskabet til ejeren yderst begrænset længere nede i organisationen.

KF: *Lavede du også præsentationer for hele nettet af butikschefer?*

Nej, til at starte med lavede vi en præsentation, hvor vi præsenterede, hvad CVC er.

Var alle butikschefer til stede?

Nej, nej, kun top 20 var til stede, landchefer og stabschefer. Der lavede vi en præsentation om, hvad er CVC, hvad er investeringen, og hvad er mulighederne for den. Der havde vi blandt andet præsenteret nogle value-levers.

CEO: Jeg tror, at hvis du spurgte 90% af medarbejderne, så ville de ikke ane, hvem ejeren var. Tag flyveren op til Tampere og sig, du vil gerne finde en med 15 års anciennitet, og det er der mange, der har deroppe, og spørg om du ikke lige kan forklare, hvordan ejerskabet er. Så vil de nok sige: vi var ejet af nogle finner, og så blev vi overtaget af nogle danskere.

MRB: Hvis du går ud og spørger folkene i Silvan, så tror jeg faktisk ikke, de ved, hvad direktøren i DT Group hedder. De kan godt svare på Silvan, men ikke længere, det er for langt væk. Det er vores virkelighed.

Aktiv involvering: På forskellige områder involverede kapitalfonden sig direkte i beslutninger omkring virksomheden. De områder, interviewpersonerne kom ind på, var

1. Finansieringen af virksomheden
2. Køb og salg af virksomheder
3. Egeninitiativer med henblik på at videreudvikle virksomheden.
4. Videregivelse af kapitalfondens erfaringer.

Finansiering: Finansiering er normalt kapitalfondens vigtigste kernekompetence. Selv om kapitalfondene normalt træffer finansieringsbeslutninger suverænt, valgte kapitalfonden i dette tilfælde at lytte til direktionen i porteføljevirkomheden fsv. angår ejendomsfinansieringen og etableringen af et nordisk bankkonsortium. Det er dog kapitalfonden, der fører forhandlingerne med bankerne.

KF: *Hvordan har rollefordelingen været mellem Jer og Jørgen Clausen og Skole, og hvem der ellers har været involveret i forhandlingerne?*

Der tror jeg ligesom, at vi har ført taktstokken.

CEO: *Hvis vi nu kigger på, hvilke typer beslutninger de selv traf direkte, hvor I var lidt mindre involveret, hvad var det?*

Det var jo nok på kapitalsiden. Men stadigvæk vil jeg påstå, at i hver fald i forbindelse med refinansieringen, at så lyttede de jo meget til den alternative danske finansiering. ... De var med inde, da vi lavede rekapitaliseringen. Det kunne jo ikke nytte noget, at vi sad og forhandlede noget, som blev underkendt.

CFO: Vi genererede så meget cash, at det første rap over fingrene jeg fik sammen med min gode finanschef, det var da vi tilbagebetalte 150 mio., og det havde vi så ikke fået 100% afstemt med ejerne.

SOU: *Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af kapitalfonden?*

Omkring finansstrukturen, banker.

Så der var I ikke inde over?

Jo, det var vi, men vi var jo enige med dem. Det var dem, der havde ekspertisen.

BANK: Men hvordan er processen? Er det primært kapitalfonden, man forhandler finansieringen med eller er det primært de eksekutive medarbejdere i virksomheden? Hvem sidder i driver's seat?

På de mindre selskaber, er det ofte kapitalfonden, man drøfter det med, fordi de mindre selskaber ikke nødvendigvis har den bemanding i deres treasury-funktioner.

Og i DT's tilfælde?

I DT var kendskabet til de her ejendomme så væsentligt, der lavede du det som en slags konstellation, hvor du både snakkede med CVC, og Jørgen Clausen var inde over den der også.

Køb og salg af virksomheder: Køb og salg af virksomheder er normalt en af kapitalfondenes kernekompetencer. I dette tilfældet blev køb af salg af enkeltbutikker foretaget af direktionen⁵⁰, men efter kriterier, som var nøje fastlagt af kapitalfonden.

CFO: Og så var han (David Milne) også med inde over, når vi skulle købe op og sætte nogle krav for, hvor meget kunne vi betale. Og det var prohibitivt lavt, hvad vi kunne give i faktor, så vi fik ikke rigtigt lov til at købe noget det første års tid.

Salget af selve DT var ifølge SOU den aktivitet, kapitalfonden brugte flest ressourcer på:

SOU: Hvad var den mest intensive periode, altså hvor kapitalfonden var mest involveret?

Helt ærligt, det var det nok mest i exit.

Egne initiativer: Kapitalfonden tog mange initiativer, men det var kun få af dem, der blev omsat. Hverken frasalget af Silvan eller sale-lease-back af ejendomsporteføljen blev således til noget. BES mener ikke, at kapitalfonden kom med egne strategiske udspil. Og der er delte meninger om, hvem der tog initiativet til den nye indkøbsorganisation.

KF: Men hele det der set up (sourcing), var det Jeres initiativ?

Det var vores initiativ, at det her, det skal vi simpelt hen køre. Og vi sagde til Steen (Weirsøe): du skal tage din bedste mand og sætte på projektet. Og der satte han så Ole Mikael (Jensen), han blev indarbejdet som indkøber. ...

Så hvis du skal udpegede Jeres væsentligste initiativ i perioden, så var det sourcing?

Det var sourcing, og så få allignment på mål og incitamentsprogrammer, hele den måde, vi tænker bonus og performance helt ned i virksomheden.

BES: ... Men der var ikke noget, hvor du kan sige, at CVC kom med nogle strategiske udspil?

Nej, det vil jeg ikke sige. ...

Jeg kan egentlig ikke komme på nogle væsentlige ting, som var født alene af dem. Vi havde nogle gode lange diskussioner...

CEO: Nu tænkte jeg på den der sourcingstrategi, var det deres, eller var det også en, I...?

Nej, det var en, vi så småt var i gang med. Det var derfor, vi satte Ole Mikael over. Og allerede da de kom, var han vel flyttet over.

CFO: Men jeg har nemlig forstået på Steen, at det var noget, han allerede havde kigget på inden.

Ja, det var det også. Og en af de første ting, han bad mig om, da jeg startede, det var jo at lave en group sourcing function, sådan lidt i stil med det, vi havde lavet i Coop Norden (CFO's tidligere arbejdsplads).

SOU: Hvad synes du så var kapitalfondens væsentligste initiativer i ejerperioden?

Der er ingen tvivl om, at det var balancefokus.

Der var ingen initiativer på det industrielle område, som I ikke allerede havde...?

Nej.

Videregive erfaring: Kapitalfonden havde erfaring fra andre porteføljevirksomheder inden for detailhandel. Her forsøgte man at videregive erfaringer i forbindelse med sourcingprojektet:

⁵⁰ Fra 2002 til 2006 udvidedes antallet af butikker fra 222 til 247.

KF: *Men i hvilket omfang inddrog I erfaringer fra Jeres andre ejerskaber?*

Vi havde også inviteret direktøren for et af vores andre selskaber til Danmark og have en dialog med direktionen. Og han havde tidligere været direktør i Homepage. Men det kom der ikke så meget ud af, det var mere som inspiration. Det ville jeg ikke lægge for meget i. Men det brev, vi kom med, jeg gav dem en kopi af et tilsvarende leverandørbrev, vi havde brugt på Halfords, og et vi havde brugt på Debenhams for at sige, det er de her ting, sådan her er tonen lagt, det er det her, vi beder om, og det vi skal sende ud til alle Jeres leverandører.

SOU: Men det de kommer med er nogle redskaber på tværs af virksomheder. De havde nogle engelske virksomheder, hvor de havde gjort visse ting, som vi kopierede. ... Så jeg vil sige, de bringer ekspertisen ind, men selve metodikken, den bruger de. Men vi talte meget strategi, ekspansion, hvad skal vi investere i. Men måske mest ud fra en finansiel synsvinkel, hvad det giver i afkast.

Det de bragte ind, det var Debenhams?

For eksempel.

Var der nogle erfaringer, de havde derfra, som I følte var relevante?

Ja, det var der.

Er det primært indkøbspriser eller...

Det var både sådan lidt overordnet filosofi om, hvor langt man kan gå, og så var det helt konkret redskaber. Hvordan gør man det.

Betydningen af kapitalfondens urgency: Urgency er i denne forbindelse udtryk for den drivkraft, der skabes ved at have en aktiv ejer, som inden for en begrænset periode skal forbedre virksomheden, inden den videresælges.

BES peger på *modet til at træffe beslutninger*. At lægge alle de hidtil relativt uafhængige tømmerhandlere ind under en fælles indkøbsorganisation var ikke et ukontroversielt tema.

BES: Og de sad jo stadigvæk, de gamle ledelser, de gamle tømmerhandlere. Nogle af dem sad jo så med et nyt ejerskab og kørte deres forretninger videre. Og det var jo nærmest blevet sådant et mantra, at det turde man ikke røre ved.

BES og SOU nævner den *veldokumenterede status*. BES peger på den målrettede exitproces, mens SOU fremhæver, at kapitalfonden hele tiden var i standen til at skifte fokus til det, der var vigtigt: de-risking, strategi og exit.

BES: Knap havde de købt den, før de ville ud af den. Men der lærte jeg sådan set ... de sagde, jamen på en vis måde har du ret. Men vores holdning er altså, når vi har lavet det, vi egentlig satte os for, og vi har kunnet gøre det hurtigere i Dansk Trælshandel, end vi egentlig havde troet, så er tiden for exit kommet.

SOU: Først de-risking, der var stort fokus på at få høvlet af gælden. Så det kommende år: stort fokus på strategi, hvordan vil vi omdanne denne her. Og så blev fokus jo exit. Så fokus skiftede faktisk, og det vil jeg sige, det er måske nok anderledes. Hvor man typisk som børsnoteret, der har man sådan lidt konstant fokus. De skiftede.

CFO og SOU kommer ind på kapitalfondenes *tilstedeværelse* under ejerskabet:

CFO: Og det andet, urgency, det er nok det, der bidrager allermost. Og de er bare til stede hele tiden, især i starten. Det første år får man jo ikke fred. ... Jeg kunne jo sammenligne det med Coop, hvor man simpelt hen sad på alle de nationale interesser, og det var svært at få noget gennemført på tværs af landegrænser. Der skulle virkelig kæmpes for det. Der var det stadig svært her, men det var en hjælp, at man havde de aktieprogrammer, og man havde den urgency ovenfra.

SOU: Det jeg måske lige kan sige, det er, at når først de er overbeviste, så vil de have det rullet ud hurtigst muligt. Det er atypisk i forhold til, når man sælges til en børsnoteret. Der vil man normalt arbejde lidt langsommere. Så det tager tid at overbevise dem, men når først de er overbeviste, så kan det ikke gå hurtigt nok.

MRB påpeger, at der også blev lagt *pres på medarbejderne*, men at det gav mening:

MRB: Vi havde åbnet Silvan Sverige på et tidspunkt.

I åbnede tre butikker i Sverige, ikke?

Ja, hvoraf den ene så blev lukket igen, fordi den ikke gav så meget. Så det var meget benhårdt, det her med at kigge på afkast.

Har du indtryk af, at det var hårdere end før?

Ja, det var mit indtryk, men spørg mig ikke, hvor jeg har det fra. Men samtidigt tror jeg også, det var sund fornuft, altså måden vi fik det forklaret på.

4.4.7. Specialisering

Som handelsvirksomhed er DT Group ikke afhængig af produktudvikling på samme måde som en produktionsvirksomhed. Sortimentet kan således løbende tilpasses i takt med efterspørgslen. Løsningen af selskabets udfordringer stiller derfor snarere krav om generelle kompetencer inden for detailhandel.

Kapitalfondens egne industrielle kompetencer: Interviewpersoner fokuserede på følgende emner:

- Kapitalfondens egen industrielle kompetencer.
- Bestyrelsens industrielle kompetencer.

Interviewdeltagerne nævner generelt, at *kapitalfondenes egne industrielle kompetencer* ikke kan måle sig med den daglige ledelses. BES mener slet ikke, at kapitalfonden bidrog med industriel kompetence. Til gengæld mener ledelsen, at kapitalfonden viderebragte relevante erfaringer på indkøbssiden fra andre porteføljeselskaber. Ejerskabet af DT vil også bidrage til at styrke kapitalfondens kompetencer ved fremtidige investeringer i detailhandlen.

KF: *Har I brugt noget af det, I har lært i DT i Ahlsell?*

Ja, selvfølgelig, det er jo en væsentlig del af casen, vi bruger.

Hvad?

Indkøb, indkøbsbetingelser, vi går ud og genforhandler...

BES: *Hvorledes tilførte CVC virksomheden industriel kompetence?*

Det synes jeg ikke, man kan sige, de gjorde. Det synes jeg ikke.

CEO: *Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence? Gjorde den det overhovedet?*

Det gjorde de i hvert fald i form af den snak med Debenhams.

Det var måske mere generelt ledelsesmæssigt?

Faktisk, det havde været godt, hvis det havde været lidt længere, for der var nogle ting, hvor vi kunne have lært endnu mere.

Tror du, de har brugt noget af det, de har lært hos Jer hos Ahlsell?

Ja, det er mit indtryk. Jeg har ikke hørt noget fra Ahlsell, men det er jeg sikker på. Men Ahlsell er som udgangspunkt bare en bedre drevet virksomhed end den, jeg overtog. ...

Matchede kapitalfondens industrielle kompetence den daglige ledelses?

Nej, sådan kunne det jo ikke være, så tæt kan de ikke nå at komme på. Man må jo også sige, at var det gået skidt, så er jeg sikker på, at de havde lært det væsentligt bedre. Sådan er det jo.

CFO: *Hvordan tilførte kapitalfonden industriel kompetence til DT. Gjorde de det?*

Det gjorde de da. Ikke specifikt branchekendskab, men alligevel deres egen kompetente indsigt i forskellige brancher og virksomheder, og hvad man har gjort.

Hvor synes du, de var stærkest på det industrielle område? Hvad bidrog de mest med af industriel kompetence? Var det på indkøbssiden?

Den industrielle kompetence er vel at se de steder, f. eks. på indkøb, hvor man kunne sætte ind og burde sætte ind.

CFO: *Vil du mene, at deres industrielle kompetence matchede den daglige ledelses, altså din og Steens?*

Ja, det synes jeg, man kan sige, på det niveau de nu var. Altså, nu er det heller ikke verdens vanskeligste virksomhed at forstå, en trælast og en gør-det-selv. Det er jo ikke forskningsafhængigt eller ny teknologi.

SOU: Men det de kommer med er nogle redskaber på tværs af virksomheder. De havde nogle engelske virksomheder, hvor de havde gjort visse ting, som vi kopierede. ...

Matchede kapitalfondens industrielle kompetence den daglige ledelses?

Altså, de havde ikke de industrielle kompetencer. De var rent finansielle.

Men de havde også nogle systemer, sagde du?

Ja, det sjove er jo, at de har købt Ahlsell efterfølgende, VVS-grossisten, efter os. Den ejer de i dag. Den har de nok fået appetit på.

Der kan de jo så bruge de kompetencer, de har lært.

Ja.

Bestyrelsens industrielle kompetencer vurderes forskelligt. BES mener, at han selv var den eneste i bestyrelsen med industrielle kompetencer. Fredrik Cappellen, den anden eksternt udpegede, nævnes ikke. Kapitalfondenes repræsentanter var til gengæld præget af deres konsulentbaggrund:

BES: Hvem var der af industrielle specialister ud over dig i bestyrelsen?

Der var ikke andre.

Du var den eneste?

Ja.

Så var der Søren Vestergaard-Poulsen, Törnquist og Rappard. Det var bestyrelsen?

Ja, og så mig.

Det vil sige, at du skulle bære hele den industrielle kompetence.

Ja, det kan man godt sige.

Du var den første industrialist, der blev involveret i selskabet?

Ja, og den sidste, fordi så blev vi solgt kort efter.

Har CVC nogle andre koncepter, end du kender fra andre kapitalfonde? Har de nogle specielle måder, de gør tingene på, som er lidt anderledes?

Nej, men de har jo lidt den der baggrund ... Søren Vestergaard-Poulsen er jo tidligere McKinsey, og Peter (Törnquist) var jo den, der ligesom byggede Baines op i Europa, udover hans finansielle baggrund. Så de kørte meget som konsulenter.

Der var aldrig nogen, der har været rigtig ude og været industriledere.

Omvendt fremhæver KF, at partneren, Rolly van Rappard, som sad i bestyrelsen, havde stor industriel kompetence:

KF: Rolly (van Rappard), han sad i bestyrelsen for Cementbouw og havde også siddet i bestyrelsen for Wavin, som var en leverandør. Og har siddet i en række byggematerialer. Så han kom jo ind og havde både sin generelle bestyrelseserfaring, men også specifikt byggemateriale.

CFO peger på Fredrik Cappellen som særlig kompetent, fordi han havde været CEO i et kapitalfondsejet selskab. Men han mener ikke, at nogle af de eksterne bestyrelsesmedlemmer nåede at bidrage med noget væsentligt. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at begge kun nåede to års medlemskab af bestyrelsen.

CFO: Men senere kom så Ole Steen Andersen ind. Han var vel den eneste industrialist i bestyrelsen?

Der kom også Fredrik Cappellen ind. Han var på det tidspunkt fra Nobia. Så det var de to eksterne.

Hvordan var deres tilgang i forhold til de tidligere bestyrelsesmedlemmer?

Altså, de nåede ikke at komme med ret meget, synes jeg. Jeg tror, at Steen havde mest glæde af Fredrik Cappellen, han arbejder han også stadigvæk sammen med i dag. Og det kan være lidt på det personlige, men han kom jo også lidt i samme branche. Og han havde været ude for en tilsvarende private equity ting. Så han var nok den, der forstod os bedst. *Ole Steen Andersen var jo sådan mere industrimand, og ikke så meget retail. Var han mere talmand, eller var han mere industrimand?*

Nej, jeg vil ikke sige, han var en talmand. Han var lidt mere formalist. Nu kendte jeg ham fra NKT-tiden, hvor jeg var i LK og han var koncerndirektør. Han har altid været meget innovativ og teknologisk orienteret. Han var ikke en typisk talmand, han var strateg og...

Men nåede de overhovedet at bidrage med noget i den tid, de var i selskabet?

Nej, det var perifert. ...

Jeg tænker mere på, om du kan huske, at der var noget, hvor specielt Ole Steen Andersen eller Fredrik Cappellen kom med nogle input, som var væsentlige for strategien eller for det operationelle?

Det er ikke noget, jeg kan huske, men de var da nogle værdifulde sparringspartnere at have i de diskussioner på bestyrelsesniveau, hvor især Cappelen også kunne bidrage med erfaringer fra private equity verdenen.

Bestyrelsens sammensætning ændrede afgørende karakter fra det var børsnoteret (til 2003) til det blev kapitalfondsejet (2003-2006).

‘s bestyrelse i det sidste år af børsnoteringen (2003) fremgår af tabel 8.

Tabel 8. DT's bestyrelse som børsnoteret selskab.

Navn	Bopæl	Indtrådt	Udtrådt	Valg af*	Professionel baggrund
Hans Werdelin	København	1982	11.06.2003	GF	1977-1999 CEO Sophus Berendsen, 1979-97 Bestyrelsesmdl. Magasin,
Albert Beckenkamp	Aarhus	04.07.1996	11.06.2003	GF	1978-2001 CEO Korn- og Foderstof Kompagniet (KFK)
Ib Jessen	København	14.06.1994	11.06.2003	GF	-2000 CEO Magasin
Karoly Nemeth	København	1986	11.06.2003	GF	Advokat
Per Søndergaard Pedersen	Aalborg	15.05.2002	11.06.2003	GF	1989-2002 CEO TK Development
Tomas Persson	Stockholm	08.08.2000	11.06.2003	GF	1999-2004 CEO Brio
Flemming Gammelgaard	Aarhus	21.12.1989	23.05.2005	MA	
Erik Lunden	Aalborg	21.12.1989	23.05.2005	MA	

*) GF = Generalforsamlingen, MA = Medarbejderne

Som børsnoteret selskab bestod bestyrelsen således af relativt tunge industrifolk. Fire af de seks generalforsamlingsvalgte medlemmer var således CEO'er i store danske selskaber inden for service, grovvarehandel, detailhandel, og byggeri, en var CEO i et børsnoteret svensk selskab og den sidste var en af landets mest fremtrædende advokater.

DT's bestyrelse i kapitalfondens ejerskabsperiode fremgår af tabel 9.⁵¹

Tabel 9. DT's bestyrelse i kapitalfondens ejerskabsperiode.

Navn	Bopæl	Indtrådt	Udtrådt	Professionel baggrund
Peter Törnquist (fmd.)	Paris	17.03.2003	25.09.2006	2003- Partner i CVC, 1995-2003 Lehmann Brothers, Head of Nordic Investments, 1981-1995 Baine, 1976-70 Bank of America, shipping og infrastruktur
Søren Vestergaard-Poulsen	København	17.03.2003	25.09.2006	1998- Partner i CVC, 1996-98 Associate i McKinsey, 1994-1996 Associate i Audon (M&A)
Erik Balleby Jensen	København	17.03.2003	28.06.2004	2000-2006 Managing Director i CVC, 1998-2000 Unibank, Akkvisitionsfinansiering, 1996-1998 Andersen Consulting, London, 1984-1995 Unibank
Rolly van Rappard	Holland	20.05.2003	25.09.2006	1987- Partner i CVC, til 1987 Citicorp Corporate Finance i London og Amsterdam
David Milne	London	20.05.2003	28.06.2004	1988-2013 Managing Director i CVC, 1981-1988 Spicer and Pegler (revision)
Steen Weirsøe	København	20.05.2003	31.07.2012	1999-2012 Direktør/CEO DT, 1994-1999 Koncerndirektør i Danisco, 1982-94 CEO Junckers Industrier
Ole Steen Andersen	København	28.06.2004	25.09.2006	1994-2007 CFO Danfoss, 1976-1993 Direktør i NTK
Fredrik Cappelen	Stockholm	28.06.2004	25.09.2006	1996-2008 CEO Nobia (køkkener)

Den professionelle sammensætning ændredes markant. I den første bestyrelse under CVC var fire af fem bestyrelsesmedlemmer CVC-medarbejdere, som alle havde en finansiell baggrund. Kun Steen Weirsøe, der var med i bestyrelsen som CEO, havde en industriel baggrund.

⁵¹ I DT Group var medarbejderne også repræsenteret, men beslutningerne blev taget i moderselskabet DT Holding I. Denne liste omfatter derfor bestyrelsesmedlemmerne i dette selskab og ikke i DT Group.

I 2004 udskiftedes to CVC-medarbejdere med to industrialister. Ole Steen Andersen havde først og fremmest en CFO-fortid. Hans kompetencer var generel viden om rammebetingelserne for dansk erhvervsliv. Fredrik Cappelen blev CEO for køkkenproducenten Nobia i 1996, da den blev overtaget af den svenske kapitalfond IK, og han havde således erfaring med at være CEO i en kapitalfondsejet virksomhed.

Betydningen af kapitalfondens egne industrielle kompetencer: Da der i dette tilfælde ikke er tale om en produktionsvirksomhed, var teknologisk kendskab ikke relevant. Derimod synes det at have været en fordel for kapitalfonden at besidde generel viden om salg, logistik og arbejdskapital.

KF ser generelt fordele i, at kapitalfonde besidder brancheekspertise inden for visse brancher som f. eks. TMT og den finansielle sektor, to af CVC's fokusområder. Til gengæld finder han ikke brancheekspertise påkrævet ved investeringer i detailhandelsvirksomheder:

KF: Mener du, at det bør forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?

Det afhænger af, hvad for en sektor du investerer i. Hvis du er i FIG (Financial Institutions), TMT, så skal kapitalfonden besidde brancheekspertise. Hvis du køber en bank, et forsikringsselskab, et leasingselskab, så skal du have dybere sektorekspertise. Men hvis du er inden for...

Altså i denne her branche, der forventer man det vel ikke?

Der forventer man det ikke, nej.

Og det samme gælder vel hele retail og...

Nej, det behøver man ikke, men jeg tror, det er da en fordel, at man ved, hvad man skal kigge efter. Så man ikke sidder og siger: nå, omsætningen stiger 30%, det var da fantastisk. Hvis du så have fået at vide, at like-for-like var minus én, det er kun fordi du åbner nye butikker.

Jo, men det er jo ikke brancheekspertise. Brancheekspertise, det går vel sådan mere på..

Du vil blive overrasket. Bare hvordan du monitorerer forskellige typer brancher, der er meget viden i det.

Men tror du, at tendensen går imod, at kapitalfonde bliver mere og mere branchefokuserede, eller...det gør de vel ikke?

Visse sektorer vil være mere branchefokuserede.

Altså også i CVC?

Vi har jo introduceret to sektorer, vi kommer med en tredje, vi har en TMT og vi har en FIG-gruppe, som arbejder med de lokale, nationale teams. Og når vi så skal kigge på en bank...

Retail er ikke en fokusgruppe?

Nej, det er en generalist. Så hvis vi skal købe en kabelvirksomhed eller en TV-station, så er det klart en fordel, at du har nogle, der har kigget på det før. Hvis du skal kigge på en kreditbog i en bank, så er det klart...der sidder nogen med noget sektorviden. Hvis du er i en generel sektor, så kan du godt kigge på en detailhandel, men der skal du kunne trække på nogen, der har noget viden. Jeg blev inviteret af vores franske team eller vores italienske team, når de kigger på detailhandel. Så kommer jeg ned og ser på tingene eller læser tingene igennem og sparer med dem omkring det.

CEO og SOU peger på faren for, at kapitalfonden involverer sig for meget. Hvis kapitalfonden er specialiseret inden for branchen, risikerer direktionen at blive sat ud af spillet. Muligheden for at udnytte synergier mellem forskellige porteføljeselskaber kan komme i fokus, og dermed risikerer kapitalfonden at tilnærme sig samme model som industrielle investorer arbejder med.

CEO: Ville der være en ide i, hvis kapitalfonde specialiserede sig inden for specifikke områder? Ville det give et væsentligt bidrag, eller ville du føle, at du så havde en ejer, der var for tæt på, altså ville det give dig mindre frihedsgrader?

Ja, hvis de begynder at blive for specialiserede, begynder det at blive problematisk.

Måske som en skyggedirektion?

Ja, så kommer man til det der, skal vi tage synergierne, hvis vi begynder at have for mange tæt på?

SOU: *Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?*

Det, de kunne, det var, at de kunne tænke finansiering og gearing og skat.

Så du siger nej til det?

Ja, fordi ellers svarer det jo til det, vi har i dag, en multinational (Wolseley). Og så skal det drives på en anden måde.

4.4.8. Konklusion

DT-casen er prototypen på en investering, der stort set forløber efter bogen. Knap en tredjedel af aktierne ejes af et forsikringsselskab, som har brug for at frigøre kapital og derfor ønsker at skille sig af med aktieposten. Det presser aktiekursen og forhindrer reelt selskabet i at hente kapital til ekspansion på aktiemarkedet. Efter adskillige forsøg på at finde en industriel investor indledes en organiseret budproces, som ender med, at den britiske kapitalfond CVC overtager selskabet.

Kapitalfonden har fra starten fokus på at reducere balancen og forøge cash flowet. Der peges på tre mulige tiltag: frasalg af DIY-kæden Silvan, sale-lease-back af ejendomsporteføljen og en nedbringelse af arbejdskapitalen, primært gennem forlængelse af leverandørernes kredittider.

De to første tiltag skrinlægges hurtigt. Virksomhedens ledelse får overbevist kapitalfonden om, at der er betydelige synergier mellem Silvan og tømmerhandlerne på indkøbssiden, og at Silvan derfor vil være mere værd for DT end for en anden ejer. Ejendomsporteføljen analyseres af kapitalfonden i samarbejde med en række lokale mæglere med henblik på at et sale-lease-back. Også her lykkes det ledelsen at overbevise kapitalfonden om at beholde ejendommene. Dels vil det give større fleksibilitet ved åbning og lukning af nye enheder, dels kan ejendommene anvendes som sikkerhed for lavt forrentede realkreditlån.

I stedet fokuseres på en nedbringelse af arbejdskapitalen ved at forlange længere kredittider hos leverandørerne. Indkøbene samles til gengæld hos færre leverandører, så modydelsen for længere kredittider er større omsætning.

Konjunkturerne i Danmark, som står for over halvdelen af selskabets omsætning, er samtidigt gunstige. BNP vokser med nominelt 15% i kapitalfonds ejerskabsperiode, så kombinationen af stigende omsætning og større effektivitet får cash flowet til at stige markant.

Konjunkturerne er i 2006 gode over det meste af Europa, og derfor er der også mere investeringskapital og større risikovillighed blandt de europæiske industrielle investorer. Allerede efter tre års ejerskab kan kapitalfonden derfor sælge selskabet til VVS-kæden Wolseley og derved realisere en IRR på 77%.

Virksomhedens kapitalstruktur: Kapitalstrukturen bragte i høj grad merværdi for både selskabet og for investorerne. Kapitalfonden tilførte kapital til investeringer, som virksomheden ikke kunne hente på aktiemarkedet, da det var et børsnoteret selskab. For investorerne var kapitalstrukturen med til at øge RoE ganske betydeligt gennem leverage-effekten. Investorerne opnåede således en IRR på 77%, uden gearing ville den have været omkring 33%.

Den første finansiering var en relativ dyr løsning med et højt forrentet mezzaninlån, en manglende udnyttelse af ejendomsporteføljens realkreditmulighed og anvendelsen af et internationalt lånekonsortium uden lokalt kendskab. Det skal dog ses i lyset af situationen før overtagelsen. Mezzaninlånet blev optaget af frygt for, at arbejdskapitalen ikke kunne sænkes i det planlagte tempo. Den manglende udnyttelse af realkreditmuligheden var en kombination af, at kapitalfonden ikke havde adgang til selskabets ejendomme, da budet skulle afgives, og at planen var at finansiere ejendommene ved et sale-lease back. Endelig skal det internationale lånekonsortium ses på baggrund af, at kapitalfonden havde et anstrengt forhold til en af de nordiske banker som følge af kapitalfondens manglende support til en række porteføljeselskaber i 2000-01.

Disse mangler blev der hurtigt rodet bod på allerede året efter. Mezzanin-lånet blev indfriet, ejendommene blev fuldt belånt med realkredit, og nye seniorlån blev arrangeret af et nordisk bankkonsortium.

Anvendelsen af mezzaninlånet, den ansvarlige indskudskapital i første finansieringspakke og realkreditlån i den anden finansieringspakke var udtryk for udnyttelse af klienteffekter. Mezzaninlånet henvendte sig til en beskeden kreds af investorer, som var villige til at acceptere en lavere prioritet mod en høj rente og en equity-kicker. Den ansvarlige lånekapital gav kapitalfonden den fordel, at renterne var fradragsberettigede (modsat udbytte), og instrumentet bød på større fleksibilitet ved ændringer i kapitalstrukturen.

Ejerkredibiliteten var formentlig en medvirkende årsag til, at det internationale lånekonsortium valgtes frem for et nordisk konsortium. Kapitalfonden havde som nævnt problemer med Nordea pga. en række creditsager nogle år forinden. Det lykkedes dog at genvinde kredibiliteten, og ved refinansieringen i 2004 var Nordea den ledende bank.

Interviewpersonerne mente ikke, at kapitalfonden under alle omstændigheder ville føle sig forpligtet til at støtte en porteføljevirkomhed. Det ville helt afhænge af, om virksomheden kunne gøres rentabel og salgbar inden for kapitalfondens tidshorisont.

Agentomkostninger: Kapitalfonden havde oprindeligt til hensigt at implementere et incitamentsprogram for 30-50 medarbejdere i den øverste ledelsesgruppe. Efter råd fra virksomhedsledelsen udtraktes programmet til de fleste butikshefer, således at 300 ledende medarbejdere var omfattet.

Incitamentsprogrammet bestod af et aktieprogram og et bonusprogram. I bonusprogrammet fastsattes mål for den enkeltes primære enhed. Der blev således målt på faktorer, som den ledende medarbejder kunne øve direkte indflydelse på. I aktieprogrammet havde de ledende medarbejdere mulighed for at købe sig ind i selskabet på samme niveau som kapitalfonden. Derved blev deltagerne i højere grad tilskyndet til at arbejde for helheden og undgå suboptimering.

Intet tyder på, at incitamentsprogrammet havde afgørende betydning for direktionens performance. Opgaven var bundet og til dels styret af gældssituationen. Som ansvarlige for hele selskabet var faren for suboptimering desuden begrænset. Begge direktionsmedlemmer afviser da også, at de ville have handlet anderledes uden et incitamentsprogram.

Til gengæld synes programmet at have haft positive virkninger længere ned i organisationen, hvor det bidrog til at reducere suboptimeringen. Det er interviewpersonernes vurdering, at det i høj grad har medvirket til, at sourcingprojektet blev en succes.

Gælden synes også at have haft positive effekter, fordi den har sat pres på at få gennemført sourcingprojektet. I det første år førte gældssituationen til færre investeringer, men det var også kapitalfondens ønske, fordi den ville have fuld fokus på implementeringen af den ny indkøbsorganisation. Efter det første års kapitalfondsejerskab lettede gældssituationen, ikke mindst pga. tilbagebetalingen af mezzaningælden, og investeringerne "normaliseredes".

Kapitalfonden anvendte også kontrol til styring af virksomheden. Strategiformuleringen blev ganske vist overladt til direktionen, men den blev kontrolleret på det. I det første år blev direktionens råderum indskrænket gennem en tæt monitorering, væsentligst for at skabe fokus på sourcingprojektet, men da det kørte efter planen, blev råderummet gradvist udvidet. Direktionen og de ledende medarbejdere havde fra starten klare mål at styre efter, og målopfyldelsen blev kontrolleret gennem et effektivt rapporteringssystem, som kapitalfonden var med til at udvikle. De korte kommunikationslinjer sikrede, at der kunne ske hurtige tilpasninger undervejs. Der var på forhånd udarbejdet en profit protection plan med angivelse af omkostningstilpasninger, hvis de økonomiske rammebetingelser skulle ændre sig i ugunstig retning – den blev der dog ikke brug for.

Informations-asymmetri: Kapitalfonden havde som udgangspunkt adgang til de samme informationer som børsmarkedet. Til gengæld var kapitalfonden i stand til at identificere værdier, som børsmarkedet øjensynligt ikke ville betale for, herunder værdien af ejendomsporteføljen og gevinsten ved at nedbringe arbejdskapitalen gennem en fælles indkøbsfunktion.

Her spillede kapitalfondens erfaringer fra tidligere investeringer i detailhandlen en vigtig rolle. Ganske vist havde direktionen i forvejen haft planer om lignende tiltag, men kapitalfondens egne erfaringer på området ser ud til at have forceret processen.

Med sin viden og med udsigten til et generøst incitamentsprogram kunne selskabets CEO have haft en personlig interesse i at sælge selskabet billigt til kapitalfondene, fordi hans egen gevinst ved exit ville være blevet så meget desto større. Kort før salget foretog ledelsen imidlertid en opjustering af indtjeningsprognosen, umiddelbart inden regnskabet skulle offentliggøres. Hertil kommer, at ledelsen kun deltog i møder med potentielle investorer, når den rådgivende investmentbank eller repræsentanter for bestyrelsen var til stede.

Værditransferering: Analysen viser, at der ikke fandt nogen nævneværdig økonomisk transferering sted fra andre stakeholders til aktionærerne. Kreditorerne blev alle betalt ud i forbindelse med den første akkvisitionsfinansiering. Og da refinansieringen skete efter mindre end et år, foregik det også på markedsvilkår.

Medarbejderne blev ikke stillet ringere fsv. angår aflønning. Da konjunkturerne forløb bedre end frygtet, foretoges der kun få fyringer i forbindelse med lokale tilpasninger. Medarbejdernes indflydelse blev dog reduceret i den ny konstruktion. Alle beslutninger blev reelt truffet i operating committee, hvor medarbejderne ikke var repræsenteret, og formelt konfirmeret af bestyrelsen i DT Holding 1, hvor de heller ikke var medlemmer. At forhandlingssproget blev ændret til engelsk har heller ikke bidraget til at styrke medarbejdernes indflydelse.

Kapitalfonden har til fulde kunnet udnytte skatteskjoldet. Selskabet var formelt meget tyndt kapitaliseret med en egenkapital på kun 10 mio. DKK ud af en balance på 5 mia. DKK. På grund af den positive indtjeningsudvikling kunne kapitalfonden udnytte fradraget fuldt ud. Først i 2009, tre år efter exiten, indførtes en effektiv begrænsning af rentefradraget på 80% af EBIT.

Netværk: Kapitalfonden brugte først og fremmest sit netværk til køb og salg af virksomheder, til akkvisitionsfinansiering og til udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer.

Allerede kort tid efter købet identificerede kapitalfonden Wolseley som potentiel køber, og der blev således ført løbende drøftelse med selskabet længe inden exiten.

I forbindelse med akkvisitionen blev der sammensat et internationalt lånekonsortium af banker. Derved var kapitalfonden ikke afhængig af goodwill fra et nordisk konsortium, jf. problemerne med Nordea.

De to eksterne bestyrelsesmedlemmer, som valgtes ind i bestyrelsen i 2004, var i forvejen kendte af bestyrelsesformanden. Både Ole Steen Andersen, CFO i Danfoss, og Fredrik Cappelen, CEO i Nobia, var tidligere blevet rådgivet af Peter Törnquist.

Involvering: De reelle beslutninger blev truffet i en operating committee, som bestod af kapitalfonden og direktionen. Bestyrelsen var først og fremmest et efterretningsorgan, hvor trufne beslutninger blev konfirmeret. De indvalgte industrialister fungerede derimod snarere som rådgivere end som beslutningstagere.

Kapitalfondens attitude over for selskabets ledelse og medarbejdere viste sig på forskellig vis. Det tog kapitalfonden mellem et halvt og et helt år at opnå fuld tillid til ledelsen, men herefter synes der at have været en klar forståelse mellem kapitalfond og direktion.

I starten bar samarbejdet dog præg af uoverensstemmelser mellem CFO og David Milne, kapitalfondens ekspert på finansiering og rapportering. I takt med at selskabets resultater udviklede sig positivt, reduceredes Milnes indflydelse, og direktionen fik efterhånden foden under eget bord.

Medarbejdernes tryghedsfølelse testedes ikke i ejerskabsperioden. Da indtjeningen udviklede sig positivt, blev der kun i begrænset omfang foretaget afskedigelser.

Med sine klare målsætninger var kapitalfonden synlig over for både topledelsen og mellemlederne, helt ned til butikschefniveau. Synligheden nåede dog ikke ned til de almindelige medarbejdere, som kun i begrænset omfang berørtes af ejerskabet

Kapitalfonden var aktiv involveret i alt, hvad der vedrørte finansieringen. Selv om den i anden omgang accepterede direktionens ønske til finansieringsstruktur, deltog kapitalfonden direkte i forhandlingerne med bankerne.

Der foretoges ikke større køb eller frasalg i perioden. Køb og salg af enkeltbutikker var direktionen ansvar, men kapitalfonden stillede klare forrentningskrav til akquisitionerne.

Kapitalfonden mener selv, at den var initiativtager til sourcingprojektet, men direktionen påpeger, at den allerede var gået i gang med det inden overtagelsen. Kendsgerningen er, at projektet blev forceret under kapitalfondsejerskabet.

Her spillede kapitalfondens urgency en afgørende rolle. Den traf således en række beslutninger, som ikke var ukontroversielle, herunder sammenføringen af tømmerhandlerne i Stark.

Specialisering: Kapitalfondenes egentlige industrielle kompetencer kunne ikke måle sig med den daglige ledelses. Derimod drog ledelsen fordel af, at kapitalfonden tidligere havde investeret i detailhandel og derfor på alle måder støttede det vigtige sourcingprojekt.

I den første bestyrelse sad der ingen industrialister, men udelukkende medarbejdere fra kapitalfonden. En af dem medbragte erfaringer fra investeringer i britiske detailhandelsvirksomheder, mens en anden havde erfaring fra en hollandsk producent og handler af byggematerialer. Efter et års ejerskab indvalgte to eksterne industrialister til bestyrelsen, men ingen af dem havde specielt branchekendskab.

Da der ikke var tale om en produktionsvirksomhed, var der ikke behov for specifik teknologisk viden. Kapitalfonden medbragte først og fremmest generel viden om styring af arbejdskapital, og den blev anvendt til at støtte direktionen i implementeringen af sourcingprojektet.

Casen i sin helhed: Set i bakspejlet blev DT Group købt billigt og solgt dyrt af kapitalfonden. I hele perioden klarede porteføljeselskabet sig bedre end budgetteret, og selskabet kunne derfor sælges allerede efter tre års ejerskab med betydelig gevinst til kapitalfonden.

Ex post viste den aggressive kapitalstruktur sig at være optimal, fordi den gunstige resultatudvikling forstærkedes af den høje gearing. Derudover bidrog kapitalstrukturen både til at øge disciplinerings-effekten over for direktionen samt til den betydelige værditransferering fra skatteydere til aktionærer gennem udnyttelse af skatteskjoldet.

Kapitalfonden var i starten særdeles involveret, først med forslag om salg af bygninger og udskilning af Silvan, senere med forslag om at inddrage et internationalt lånekonsortium i refinansieringen. I løbet af 6-12 måneder afløstes den direkte involvering dog af en accept af ledelsens planer. Kapitalfonden følte sig således komfortabel med, at incitamentsprogrammet og gældens disciplinerende effekt var tilstrækkelige til at reducere agentomkostningerne.

5. Case: Logstor

Den nordvestjyske virksomhed Logstor producerer fjernvarmerør og hører dermed til i investeringsgodeindustrien. Kunderne er typisk kommuner eller offentlige værker, som står for planlægning og konstruktion af fjernvarmenet. Afsætningsmarkedet følger ikke de normale økonomiske konjunkturer, men er i høj grad afhængigt af politiske beslutningsprocesser.

Selskabet har nu to kapitalfondsejerskaber bag sig og er startet på det tredje: 1999-2006 de danske kapitalfonde Axcels og Polaris, 2006-2013 den britiske kapitalfond Montagu og siden 2013 den britiske kapitalfond Triton.

5.1. Historisk kontekst

I slutningen af 80'erne var familieejede Løgstør Rør, som i 2005 omdøbtes til det internationalt kendte "Logstor", den næststørste producent af fjernvarmerør i Europa efter det ABB-ejede I. C. Møller i Fredericia. Da branchen havde store indtjeningsproblemer, etablerede de største europæiske producenter i 1990 et priskartel, som Løgstør Rør tilsluttede sig. Priskartellet blev imidlertid afsløret, og i 1998 pålagde EU-kommissionen selskabet en bøde på 66 mio. DKK. Dermed var det meste af selskabets egenkapital væk, og ejerfamilien, repræsenteret ved stifterens enke Grete Andersen, blev tvunget til at søge efter nye ejere.

I december 1998 ansatte Grete Andersen Ole Bøgelund Nielsen, den tidligere CEO for vindmølleproducenten Micon, som selskabets CEO. En lokal investor viste interesse for at føre selskabet videre i lokalt regi, men bankerne anså ikke den kapitalmæssige baggrund for at være solid nok og henvendte sig derfor til de to danske kapitalfonde Axcels og Polaris.

Løgstør Rør blev i 1999 overtaget af de to kapitalfonde, der sammen med FIH tilførte selskabet 120 mio. DKK i frisk kapital. Målet var at øge indtjeningen gennem effektiviseringer og en branchekonsolidering. Kort efter overtagelsen brød markedet for fjernvarmerør sammen, og flere forsøg på at finde fusionspartnere slog fejl. 2000-03 tabte selskabet 79 mio. DKK og ejerne måtte i 2002-03 indskyde yderligere 75 mio. DKK i selskabet.

Omkostningerne sænkedes ved at flytte en stor del af produktionen til Polen og ved at lukke en række salgskontorer. I 2004 blev selskabet derfor atter overskudsgivende.

I april 2005 købte Løgstør Rør den største konkurrent, danske APFS (tidligere I. C. Møller) af den franske ejer Alstom. Forhandlingerne førtes af Preben Tolstrup, som umiddelbart efter overtagelsen udpegedes til ny CEO. Ole Bøgelund Nielsen forblev i direktionen i en kort overgangsperiode. Med købet af APFS blev selskabet den største producent af

fjernvarmerør i Europa med en markedsandel på 40%. Overtagelsen finansieredes bl.a. ved, at ejerne indskød yderligere 120 mio. DKK i selskabet. Markedet for fjernvarmerør vendte, og overskuddet fortsatte med at stige.

Den nye CEO så nu vækstmuligheder uden for Europa, og ville satse på fjernkøling i Mellemøsten samt fjernvarme i Kina. Der blev derfor truffet beslutning om at etablere sig på de nye vækstmarkeder.

Væksten i selskabets omsætning og overskud og den ekspansive internationale strategi fik flere kapitalfonde til at interessere sig for Løgstør. Det faldt sammen med, at Axcels og Polaris nu havde ejet selskabet i syv år, og derfor gerne ville sælge.

I 2006 solgtes selskabet til den britiske kapitalfond Montagu, som i 2005 havde besluttet sig for at satse på Norden som investeringsregion, og som derfor året efter etablerede et nordisk kontor i Stockholm med Peter Dahlberg som chef.

Montagu købte sig ind på den foreliggende strategi og lod direktionen, bestyrelsesformanden samt det eksterne bestyrelsesmedlem fortsætte under det ny ejerskab. I første omgang støttede kapitalfonden strategien fuldt ud, men flere af Montagus centrale personer udskiftedes i de følgende år, og engagementet i forhold til Løgstør svandt efterhånden. Da ekspansionsstrategien forløb langt under forventningerne, trak Montagu støtten til den siddende ledelse. Bestyrelsesformanden trak sig, og året efter fyredes Preben Tolstrup som CEO.

Montagu indsatte en interimledelse, som nedskrev værdien af selskabet med 25% ved en impairmenttest. I 2013 solgtes selskabet med et betydeligt tab til den britiske kapitalfond Triton.

5.2. Specielle forhold

Salget af Løgstør Rør til Axcels og Polaris i 1999 skete af nød, fordi bøden i forbindelse med kartelsagen udhulede selskabets kapitalgrundlag. FIH, som var investor i Axcels fonde, og Danske Bank, som var blandt Polaris grundlæggere, henvendte sig til de to kapitalfonde for få dem til forestå den nødvendige omstrukturering af virksomheden. For de to banker handlede det i første række om at beskytte værdien af deres udestående lån til virksomheden.

Løgstør Rør var imidlertid allerede i kapitalfondenes søgelys inden kartelsagen. I 1995 inviterede den svenske kapitalfond EQT Ludvig Hybschmann, Løgstør Rørs daværende CEO, til Stockholm for at drøfte muligheden for at sanere rørbranchen gennem fusioner. Men Grete Andersen, ejer og enke efter stifteren, ønskede ikke at sælge.

I. C. Møller (ejet af ABB) og Tarco (kommunalt ejet) sættes begge til salg i december 1997. Kapitalfonden UBS Private Equity var tæt på at købe I. C. Møller, men handlen strandede på, at ABB ikke ønskede at indestå for alle forpligtelser indgået før handlen. I foråret 1998 forsøgte selskabets CEO sig med en MBO, støttet af den svenske kapitalfond Industri Kapital, men også det mislykkedes.

Fjernvarmerørsbranchen var således allerede i kapitalfondenes søgelys fra midten af 90'erne, primært med henblik på at foretage en konsolidering af branchen. Det specielle ved casen er imidlertid, at der på akquisitionstidspunktet var tale om et nødlidende foretagende.

Transaktionen finansieredes derfor ikke som en leveraged buy-out, men de nye ejere indskød ny kapital i selskabet og overtog de eksisterende banklån på de hidtidige betingelser. Som følge af kartelsagen opstod der potentielle fordringer fra forurettede kunder (primært danske kommuner). Dette problem løstes ved at transferere aktiverne til et nyt selskab, idet det gamle selskab, som omdøbtes til LR af 1998, beholdt forpligtelserne.

Det er også et specielt forhold, at Ole Bøgelund Nielsen, som er CEO fra 1999 til 2005, ikke blev tilbudt et incitamentsprogram, som det ellers er reglen, når en kapitalfond overtager et selskab. Hans efterfølger, Preben Tolstrup, fik dog både et incitamentsprogram, da han blev ansat af Axcel og Polaris i 2005, og da han fortsatte som CEO efter Montagus overtagelse i 2006.

I Montagus ejerskabsperiode fulgtes til gengæld det traditionelle kapitalfondskoncept, om end ejerskabet ikke kom til at forløbe helt som planlagt. Medarbejderturbulens i Montagu og en fejlslagen ekspansionsstrategi i Mellemøsten og Kina førte til, at investeringen kom ud af kontrol. Covenants på banklånene blev brudt flere gange, og i 2013 satte banken Montagu under pres for at afhænde selskabet.

I juni 2013 videresolgt Logstor til den britiske kapitalfond Triton.

5.3. Interviewpersoner

Selskabet har i to perioder været ejet af kapitalfonde: fra 1999 til 2006 af de danske kapitalfonde Axcel og Polaris og fra 2006 til 2013 af den britiske kapitalfond Montagu. I kapitalfondenes ejerperiode har der frem til 2012 været to CEO'er: Ole Bøgelund Nielsen fra 1999 til 2005 og Preben Tolstrup fra 2005 til 2012.

Det optimale ville have været at interviewe repræsentanter fra alle involverede kapitalfonde. Desværre har hverken Montagu eller den nuværende ledelse ønsket at lade sig interviewe, hvilket formentlig skal ses i lyset af selskabets alvorlige problemer. Til

gengæld har de to ledende repræsentanter fra henholdsvis Axcel og Polaris, som ligeledes har medlemmer af Logstors bestyrelse, ladet sig interviewe.

Jeg har interviewet Ole Andersen, som var bestyrelsesformand fra 1999 til 2011, altså i begge ejerperioder. Han forlod virksomheden, da han fyldte 70. Hans holdning til Montagu var særdeles kritisk, men desværre har det, som nævnt, ikke være muligt at få Montagus version af forløbet.

Begge tidligere CEO'er blev interviewet. Deres holdninger bar præg af, at de begge ufrivilligt måtte forlade virksomheden efter 6-7 år. Deres kritiske holdninger til kapitalfondene skal ses i lyset heraf, om end det styrker uafhængigheden i forhold til deres tidligere arbejdsgivere.

Jeg har interviewet Ib Johansen som repræsentant for medarbejderne. Ib Johansen var fællestillidsmand fra 2001 til 2010, men var både ansat under familieejerskabet og under de to kapitalfondsejerskaber.

Endelig har jeg interviewet Ivan Rasmussen fra Nordea, som finansierede transaktionen i forbindelse med Montagus køb.

Tabel 10. Interviewpersoner, Logstor.

Fork.	Repr. for	Navn	Funktion	Fra	Til	Form	Tid
KF1	Kapitalfond (Axcel)	Søren Lindberg	Partner	02/1996		Face-to-Face	56
			Bestyrelsesmedlem	09/2003	07/2006		
KF2	Kapitalfond (Polaris)	Viggo Nedergaard Jensen	Partner	11/1998	06/2013	Face-to-Face	68
			Bestyrelsesmedlem	03/1999	07/2006		
BES	Bestyrelse	Ole Andersen	Bestyrelsesformand	06/1999	11/2011	Face-to-Face	78
CEO1	Direktion	Ole Bøgelund Nielsen	CEO	3/1999	05/2005	Telefon	51
CEO2	Direktion	Preben Tolstrup	CEO	5/2005	03/2012	Face-to-Face	53
FT	Medarbejdere	Ib Johansen	Fællestillidsmand	2001	2010	Telefon	32
BANK	Bank (Nordea)	Ivan Rasmussen	Head of Acquisition Finance	00/2002		Face-to-Face	57

KF1 og KF2 arbejdede for kapitalfondene i hele perioden frem til exit. KF1 arbejder stadig for kapitalfonden, mens KF2 gik på pension i 06/2013. FT forlod selskabet i 2010 for at gå på efterløn. Det er således mindre sandsynligt, at de tre repræsentanter har grund til at være biased i deres udtalelser.

Anderledes forholder det sig med de øvrige deltagere. BES forlod bestyrelsen i 11/2011 efter at have tabt hele sin (formentlig to-cifrede) millioninvestering i selskabet. CEO1 og CEO2 blev begge fyret fra selskabet. Og BANK var relativt tilbageholdende med at udtale sig, fordi der var tale om et bestående engagement med en kriseramt kunde.

5.4. Resultater

Det atypiske ved ejerskabet vedrører den første ejerskabsperiode 1999-2006, hvor der ikke arbejdedes med traditionel LBO-finansiering og hvor ledelsen ikke blev tilbudt et incitamentsprogram af kapitalfondene. Fsv. angår alle andre forhold ligger casen inden for "det typiske" for en kapitalfondsejet virksomhed.

Første ejerskabsperiode refererer til Axcels og Polaris' ejerskab 1999-2006, mens anden ejerskabsperiode refererer til Montagus ejerskab 2006-2013.

Jeg opdeler analysen i de to perioder, hvor det er relevant. I nogle tilfælde er det dog mere relevant at opdele på CEO1's og CEO2's periode.

5.4.1. Virksomhedens kapitalstruktur

Kapitalstrukturens værdi: Efter Axcels og Polaris' overtagelse af virksomheden i 01/1999 foretoges ingen ændringer i lånefinansieringen. Kapitalfondene overtog således lånene på uændrede betingelser fra de foregående ejere og indbetalte sammen med FIH 120 mio. DKK i ny egenkapital.

Der var derfor ikke tale om en egentlig LBO-finansiering, og kapitalfondene udnyttede derfor heller ikke eventuelle klienteffekter ved at udstede fordringer, målrettet mod specifikke investorgrupper.

Kapitalfondene sikrede sig derimod mod kreditkrav fra forurettede kunder ved at overdrage selskabets aktiver til et nystiftet driftsselskab, mens kundeforpligtelserne blev i det gamle selskab, som forblev i den hidtidige ejerfamilies besiddelse⁵². Den hidtidige ejerfamilie fik derudover en ejerandel på 16,7% i det nye selskab, svarende til en egenkapital på 24 mio. DKK.

1999 resulterede i et pænt EBT⁵³, men kartellets ophør førte til en tilspidsning af konkurrencesituationen, og fra 2000 til 2003 udviste selskabet underskud hvert eneste år. Fra 1999 til 2003 faldt egenkapitalen fra 107 til 37 mio. DKK, og kapitalfondene måtte derfor yderligere indbetale 75 mio. DKK i ansvarlig lånekapital i 2003.

Købet af APFS i 2005 på ca. 360 mio. DKK finansieredes ved, at kapitalfondene indbetalte yderligere 120 mio. DKK i egenkapital og optog et akkvisitionslån på 220 mio. DKK. Den ansvarlige indskudskapital på 75 mio. DKK konverteredes samtidigt til egenkapital.

⁵² Det hidtidige selskabs eneste formål blev således at indestå for eventuelle erstatningskrav. Det omdøbtes til LR af 1998 og opløstes først formelt den 16.05.2012.

⁵³ EBT = Earnings Before Tax, Resultat af ordinær drift før skat.

I 2006 finansierede Montagu købet af Logstor ved at indskyde 1 mia. DKK i egenkapital og ansvarlig indskudskapital⁵⁴ samt ved at optage et LBO-lån på 1,4 mia. DKK. Med den ny finansiering mere end fordobledes selskabets samlede gæld fra 0,7 til 1,8 mia. DKK (ekskl. ansvarlig indskudskapital). To år efter Montagus overtagelse udbrød finanskrisen, og Logstors omsætning faldt fra 2008 til 2011 med 10 pct., mens EBITDA halveredes.

Gearingen ramte selskabet, og det er det, CEO2 sigter i nedenstående.

CEO2: Montagu gjorde jo finansielt virksomhedens position svagere i og med, at kapitalgrundlaget blev betydeligt mere gearret, og på den facon gjorde selskabet mere sårbart over for det, der måtte ske i markedet.

I en situation med stabil eller stigende indtjening fører øget gearing til et højere afkast, hvis EBIT overstiger renteomkostningerne. At CEO2 bedømmer kapitalstrukturen negativt må altså ses i lyset af den konjunktur nedgang, der opstod i kølvandet på finanskrisen.

Ejerkredibilitet: På spørgsmålet om kapitalfondens ejerskab i sig selv styrker mulighederne for at skaffe ekstern finansiering, lagde interviewpersonerne primært vægt på ejerskabets betydning som sådan i forventning om, at kapitalfondene havde ressourcer til at styrke selskabets kapitalbasis om nødvendigt.

Første ejerskabsperiode: KF1 peger på, at kapitalfondene fik bedre konditioner end det den private investor, der var på tale, formentligt ville have kunnet få. KF2 mener nok, at bankerne havde en forventning om, at kapitalfonde støttede deres porteføljevirkksomhed, men det kan ikke dokumenteres, for kapitalfondene udtrykker aldrig et sådan commitment eksplicit. BES mener ikke, at ejerskabet afspejlede sig i bedre konditioner. KF2 og CEO1 peger på betydningen af de to kapitalfondes forbindelser til de finansierende banker.

Anden ejerskabsperiode: BES mener ikke, at Montagu fik særligt gode betingelser, og CEO2 påpeger, at en anden kapitalfond fik samme konditioner. BES mener dog, at Montagus kredibilitet var afgørende for kreditkonditionerne, mens CEO2 ikke tillægger det kreditpositiv betydning, at ejeren var en kapitalfond. BANK påpeger til gengæld, at ejerskabet er afgørende. Nordea lukkede Montagu ind, fordi man havde tillid til kapitalfondens commitment til Norden. Det skinner dog igennem, at de senere års turbulens i Montagu har haft negativ indflydelse på bankens opfattelse af kapitalfondens nordiske commitment.

BANK: Det er jo derfor, at management i kreditmæssig sammenhæng betyder så meget. Ejerskab, hvem er ejeren. Det var faktisk Montagus første investering i Norden, og efterfølgende lavede de så heldigvis et par stykker til. De har lavet en god en oppe i Norge (Hansen Protection), som de har lavet en god exit på. Og så har de lige solgt Unifeeder, eller er i gang med at sælge Unifeeder, også med en god exit. Så de lavede tre investeringer relativt kort tid efter. Det var en af de fonde, vi sådan set gav adgang, en af de nye, for ligesom at sige, okay, Matt Lyons (dåværende Montagu-partner), stor respekt for ham. Peter Dahlberg, en svensker, fonden er stor. Okay, det er okay. Efter en periode lukker du ham ind. Så sker der nogle ændringer af fonden. Matts smutter, desværre, han var rigtig god.

⁵⁴ Se Logstors balance 1999-2011 for de to ejerskabsperioder i bilag D.8.

Hurtig adgang til egenkapital: At bankerne havde brug for en *kapitalstærk ejer* af selskabet nævnes af KF1, KF2 og CEO1. KF2 og CEO2 påpeger ydermere, at bankerne foretrak kapitalfondene frem for en lokal privat investor, som næppe ville kunne have støttet selskabet tilstrækkeligt i forbindelse med selskabets efterfølgende krise (første ejerperiode).

Mens kun to interviewpersoner fremhæver det positive i kapitalfondenes adgang til kapital, kommer alle ind på det negative pres, der på et tidspunkt opstår for at sælge virksomheden igen.

Første ejerskabsperiode: KF1 erkender et vis salgspres:

KF1: Vi havde rent faktisk ejet den i fem år, med store problemer...og når der så er en køber...

mens KF2 blot kalder salget

KF2: ... situationsudnyttelse.

CEO1 og BES påpeger dog, at specielt den ene kapitalfond er presset til at sælge:

CEO1: Fonden blev jo efterhånden tom, fordi man var ude at købe nye virksomheder...Og så var der ikke ret meget kapital, og der var vi stadig en af de virksomheder, der hang i nettet.

BES: Det syvende år er jo kritisk for en kapitalfond. ... De skulle ud og realisere pengene"

Anden ejerskabsperiode: CEO2 finder kapitalfondens investeringsberedskab begrænset:

CEO2: Og der ender det med en situation, hvor vi skulle bruge 100 mio. ekstra kapital for at gennemføre denne her ekspansive strategi. Og der kom Montagu, og der er vi så fremme ved 2011, hvor de siger: vi er så sent ude i vores investeringsperiode, at vi vil gerne låne Jer de 100 mio., eller vi vil ikke skyde 100 mio. ind i kapital, men vi vil gerne låne selskabet 100 mio. til en forrentning på 20%.

Både i første og anden ejerskabsperiode henviser de fleste interviewpersoner således til det tema, at kapitalfonden efter 5-7 års ejerskab blev stadigt mere presset til at sælge, og at commitment til at indskyde yderligere kapital derfor reduceredes.

5.4.2. Ejernes agentomkostninger

Incitamentseffekt: Det interessante er, at Ludvig Hybschmann, som var CEO 1980-98 under familieejerskabet, fik tilbudt aktier i firmaet. I 1988 fik han således mulighed for at erhverve 10% af selskabets aktier for 500.000 DKK. I forbindelse med sin fratræden i 1998 måtte aktierne tilbagesælges til familien, hvilket indbragte ham et provenu på 10,2 mio. DKK.⁵⁵

Der blev derimod ikke indført et incitamentsprogram i CEO1's periode 1999-2005. Det indførte Axcel og Polaris først i forbindelse med ansættelsen af CEO2 i 2005. Ved Montagus overtagelse i 2006 fastlagdes et nyt incitamentsprogram omfattende CEO2 plus de tre øvrige direktionsmedlemmer samt BES plus et yderligere bestyrelsesmedlem. De

⁵⁵ Ifølge telefoniske oplysninger fra Ludvig Hybschmann 05.08.2013.

seks personer investerede i den anden ejerskabsperiode 125 mio. DKK af egne midler. Med selskabets krise må de penge nu anses for tabt.

Første ejerskabsperiode: KF2, BES og CEO kan ikke pege på konkrete handlinger, der ikke blev foretaget hhv. foretaget som følge af CEO1's manglende hhv. CEO2's eksisterende incitamentsprogram.

KF2: *Hvilke handlinger kan du pege på, hvor du siger: de handlinger havde man formentlig ikke foretaget, hvis ikke man havde haft et incitamentsprogram?*

Det er jo svært at sige, hvad der er årsag og virkning. Jeg kan sådan set ikke huske eller pege på konkrete ting af mindre rækkevidde.

BES: Om ikke andet havde Ole Bøgelund så haft en motivation. Men du mener ikke, det var afgørende?

Nej, det tror jeg ikke.

CEO2: Vel har du hånden på kogepladsen, så det kan godt være, du tænker dig om, måske ekstra to gange.

Kan du komme i tanker om nogle eksempler?

Præcist, det er det, jeg ikke kan.

CEO1 mener dog, at det ville have påvirket hans adfærd, hvis han havde haft et incitamentsprogram.

CEO1: Men hvordan ville det have påvirket din adfærd, hvis der havde været et (incitamentsprogram)?

Så vil jeg næsten sige, at jeg havde været endnu mere aggressiv

Anden ejerskabsperiode: CEO2 kan, som nævnt, ikke påvise konkrete handlinger som følge af incitaments-programmet. Han henviser til de generelt positive effekter:

CEO2: Det ligger selvfølgelig i baghovedet, at man har mere ejerskab.

CEO2 afviser dog, at motivationen alene styres af incitamentsprogrammet:

CEO2: ...man synes jo også, det er spændende at drive en virksomhed og se, hvad man kan føre det til. Det synes jeg er motiverende i sig selv.

BES mener, at gældssituationen med de stramme covenante havde større betydning for adfærden:

Det kom til et punkt, (hvor) vi er styret fuldstændigt af covenante.

Så du kan sige, at incitamentsprogrammet havde stor set ikke nogen virkning på beslutningen længere?

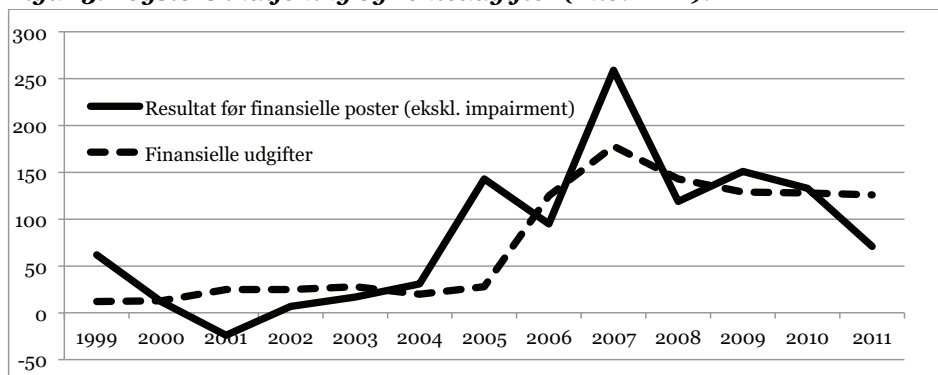
Nej, det havde det ikke.

Der er således intet i interviewene, der kan understøtte, at incitamentsprogrammerne i væsentlig grad påvirkede ledelsens beslutninger. Det skal dog ses i lyset af selskabets gældssituation, som satte snævre rammer for ledelsens råderum.

Gældseffekt: I første ejerskabsperiode havde selskabet samme gæld som under familieejerskabet, men i forbindelse med overgangen til den anden ejerskabsperiode fordoblede gælden. Herom siger CEO2:

CEO2: Så gearingen gik fra at være fornuftig til meget højt gear.

Figur 3. Logstors indtjening og renteudgifter (mio. DKK).



Figur 3 viser, hvorledes den finansielle gearing udviklede sig i løbet af de to kapitalfondes ejerskabsperioder. Resultatet før finansielle poster når et niveau på godt 140 mio. DKK i 2005 med renteudgifter på knap 30 mio. Fra 2006 får den væsentligt højere gearing renteudgifterne til at stige til et niveau på omkring 130 mio. DKK, men uden at indtjeningen følger med (bortset fra i 2007).

Spørgsmålene i forhold til gældseffekten var værdiladet, og interviewpersonerne kunne således have valgt at fremhæve positive effekter, såsom at gælden gav adgang til flere kapitalressourcer, at den motiverede til kun at foretage rentable investeringer, eller at den bidrog til at øge afkastet af egenkapitalen.

Første ejerskabsperiode: KF2 og FT finder dog, at den høje gæld førte til mindre vedligeholdelse, mens CEO1 peger på lavere investeringer

KF2: Der var ikke penge til vedligeholdelsesinvesteringer i rimeligt omfang på fabrikkerne i Danmark.

FT: Selve produktionsapparatet er jo ved at være slidt. Produktionsapparatet trænger til tilførsel af kapital, det er der slet ingen tvivl om (vedrører også anden ejerskabsperiode).

CEO1: Der har nok været nogle udviklingsprojekter, vi har dæmpet lidt ned, som vi kunne se, at det var der simpelt hen ikke råd til.

Anden ejerskabsperiode: Også CEO2 mener, at gælden førte til lavere investeringer, mens BES peger på gælden som stressfaktor.

CEO2: Det har påvirket os, specielt det første år, hvor vi ... måtte tilpasse investeringstakten til det, vi havde råd til.

BES: (om covenant) Det udløste jo risiko. Det er det værste, de var helt hysteriske. Det udløste jo risiko for ændrede betingelser, genforhandlinger, højere renter osv.

At gæld ikke kun betragtes som noget positivt fremgår af BES og CEO2, som begge fremhæver det positive i, at det lykkedes at få nedbragt gælden.

Ingen peger således på, at gælden har en disciplinerende virkning, sådan som agentteorien ellers hævder. Tværtimod synes den generelle holdning at være, at gæld fører til

begrænsninger i handlefriheden, og der lægges vægt på, at den afdrages hurtigst muligt. Dette skal dog ses i lys af den indtjeningsmæssige turbulens, selskabet var igennem i perioderne 2000-2003 og 2010-2012.

Kontrol: Mens incitamentsprogrammer og gæld kan anvendes til indirekte styring af virksomheden gennem adfærdspåvirkning, repræsenterer kontrol kapitalfondens mulighed for direkte styring gennem diskretionære beslutninger. Interviewpersonernes svar kredsede i denne forbindelse om følgende fire temaer:

1. Hvordan bruges *strategiformulering*, og hvem formulerer den?
2. Hvor meget *råderum* gives direktionen af kapitalfonden hhv. bestyrelsen?
3. Hvordan og hvor tæt *monitorerer* kapitalfonden og bestyrelsen direktionen?
4. Er kapitalfondens repræsentanter rene *"talknuser"*?

Strategiformulering: Første ejerskabsperiode: Der er delte meninger om, hvem der stod for udformningen af strategien.

KF1: Ledelsen havde nok ansvaret, var dem der identificerede, hvor synergierne kunne være, og vi gik så ind og hjalp med at prøve at lave nogle regnestykker.

KF2: Det var os og Axcels, der stod for den væsentligste del af den.

BES: Det var direktionen. Og så til diskussion i bestyrelsen.

CEO1: Det var helt klart os, det var direktionen.

Begrebet "strategi" er dog langt fra entydigt. Direktionen var således ansvarlig for at foreslå de operationelle tiltag med henblik på at reducere omkostningerne og øge selskabets effektivitet, og det er formentlig således, de fleste interviewpersoner har forstået spørgsmålet. Derimod var det kapitalfondene, der overordnet fastlagde konsolideringsstrategien, og som også initierede forhandlingerne om køb.

At CEO1 har en anden og mere operationel forståelse af begrebet tydeliggøres af følgende:

CEO1: *Kom kapitalfonden med nogle inputs, i så fald hvilke inputs kom de med?*

Nej det synes jeg ikke. Jeg synes, at med de tal Frank (Bech, økonomidirektøren) efterhånden kunne gøre op, så kunne vi meget hurtigt gå ind og analysere.

Af Axcels og Polaris' fælles oplæg til Grete Andersen, selskabets daværende ejer, fremgår dog, at kapitalfondene allerede inden købet har defineret en overordnet strategi:

Løgstør Rør vil være det naturlige udgangspunkt for at gennemføre en gradvis strukturrationalisering af branchen, når Løgstør Rør er kommet igennem sine egne rationaliseringsbestræbelser.

Det fremgår således klart, at Løgstør Rør først skal effektiviseres og dernæst skal danne udgangspunkt for en konsolidering af branchen. Følgende uddrag af punkter fra præsentationen dokumenterer, at kapitalfondenes overordnede strategi lå klar inden overtagelsen:

Axcels og Polaris vil – ved en eventuel invitation til samarbejde om fortsat videreudvikling af Løgstør Rør – fastholde den linje, som de nuværende ejere og ledelse har lagt:

1. Videreføre de igangsatte rationaliseringstiltag og fortsætte tilpasningen af især de tyske aktiviteter til nugældende markedsforhold.

2. Videreudvikle virksomhedens to nye forretningsaktiviteter inden for udvikling, produktion og salg af rør til andre anvendelsesområder: olie-/gasrør, industrirør.
3. Medvirke aktivt til at skabe den nødvendige ændring i branchestrukturen med det formål at sikre et acceptabelt og balanceret forhold mellem kapacitet, prisniveau og efterspørgsel.

Anden ejerskabsperiode: BES bemærkning gælder også anden ejerskabsperiode, dvs. at direktionen udformede planen, som så godkendtes i bestyrelsen. I denne periode mener CEO2 slet ikke, at kapitalfonden involverede sig i strategien:

CEO2: Vi havde lavet den. Det var en del af præsentationen, den købte de ind til ... de kom med intet. De kom med et nyt ejerskab og en ny gearing i virksomheden. De købte vores strategi.

Direktionens råderum: CEO2 ser ud til at have haft et noget større råderum end CEO1.

KF1: Ole Bøgelund var en person, som havde brug for meget sparring og støtte til at eksekvere på de her effektiviseringstiltag. Hvor Ole Andersen (BES) i virkeligheden var rigtig dygtig til at presse Ole Bøgelund (CEO1) til at finde større besparelser og større effektiviseringer i forretningen...

Det er klart, når vi kommer over i anden fase af vores forløb, og Preben Tolstrup (CEO2) kommer til, så bliver det mere coachende og mere monitorerende.

CEO2: Jeg ved det jo ikke, men jeg fornemmer, i hvert fald, at Ole Bøgelund var under et meget stramt regime til omkostningsreduktioner i bund og grund. Så han har sikker haft rimeligt stramme tøjler.

CEO1 kan dog ikke huske de stramme tøjler:

Jeg synes ikke, jeg følte, der var nogen overstyring ... fra kapitalfondenes side. Der var en slags kontrol på, at vi var vores ansvar bevidst som ledelse.

Afvigelsen i CEO1's og KF1's/CEO2's holdninger skal formentlig også ses i lyset af de to CEO'ers forskellige roller. Mens CEO1 primært forestod rationaliseringerne frem til konsolideringen, fik CEO2 mandat til at ekspandere virksomheden internationalt.

Først mod det andet ejerskabs slutfase reduceredes CEO2's råderum i takt med den stærkt faldende indtjening.

BES: Jeg frygtede, det ville gå galt (med CEO2).

Han er jo typen, han vil helst ikke rapportere alt for meget.

Han blev kørt for tæt.

Han har været oppe at slås med den der nye formand fra day one.

Monitorering: I 1999 befandt de to første ejere sig endnu i deres "early days":

KF1: Vi har udviklet sådan et værktøj. Det er egentligt meget banalt, hvor man i virkeligheden siger: vi har en strategisk plan, den har vi brudt ned i en række nøgleaktiviteter, der skal til for at nå vores strategiske mål.

KF2: Ret traditionel, ikke så sofistikeret, som man gør det nu. Det var måneds- og kvartalsrapporter, vi diskuterede på bestyrelsesmøderne.

CEO1 og CEO2 bekræfter den løbende opfølgning via månedsrapporter.

I den anden ejerskabsperiode tager monitoreringen imidlertid til:

CEO2: Var det (monitoreringen) mere hos Montagu?

Ja, ja, hele vejen rundt.

BES: Det blev udvidet under Montagu. Men om det var til nogen gavn, det ved jeg ikke.

Monitorering brugtes således aktivt i begge ejerskabsperioder. Montagus rapportering var øjensynligt mere udviklet end Axcels/Polaris' var i denne periode.

Talknusere: Begge CEO'er anser kapitalfondene for at være "talknusere". Bag dette udtryk skjuler der sig formentlig den opfattelse, at kapitalfonde er gode til at tolke regnskaber, men er mindre kompetente til at forstå den forretningsmæssige baggrund.

CEO1: Nogle gange følte jeg, at det var en akademisk øvelse for dem at sidde og diskutere metoder og tal. Der var ikke noget commitment, det var kun regnedrengene, som sad bag skærmen og talte pengene hver måned.

CEO2: Der har været meget monitorering på økonomien, men på selve strategien og på driften og markederne, det har vi så kørt på egen hånd.

5.4.3. Informationsasymmetri

Opportunitetsidentifikation: De temaer, der blev berørt af interviewpersonerne var

1. Hvor meget bruger kapitalfondene *egne analytiske færdigheder* til at spotte investeringsmuligheder?
2. Har kapitalfondene specielle færdigheder i at afsløre *skjulte værdier* i målvirksomheder.
3. Sker det ofte, at kapitalfondene *undervurderer risici*, når de køber en virksomhed?

Egne analytiske færdigheder: Første ejerskabsperiode: Både KF1 og KF2 henviser til, at kapitalfondene selv udarbejdede due diligence på Løgstør Rør, inden de købte selskabet. Mens de fik hjælp på jura og revision, stod kapitalfondene selv for den forretningsmæssige analyse:

KF1: Det var en due diligence, der foregik over 14 dage. Så der var ikke tid til at have diverse konsulenter til at hjælpe os med det. Vi hyrede et par industrielle rådgivere.

KF2: Hvis man så også selv smøger ærmerne op og bruger sin analysekraft, så er man på en måde bedre kørende.

Anden ejerskabsperiode: Montagu gjorde til gengæld flittigt brug af konsulenter, men ifølge BES uden stor succes:

BES: ...de købte på tallene, og tallene så jo gode ud. Vi havde jo en EBITDA på 250-260 mio. DKK. Men der blev ganget med multipler, som ...

Der er vel lavet en strategisk due diligence?

Ja, markedet er blevet undersøgt, og man havde også nogle konsulentfirmaer ... Der lå en business plan, men sådanne business planer tager jo aldrig et dyk.

Mens de første ejere hovedsageligt baserede investeringen på egne analyser, benyttede de næste ejere sig tilsyneladende noget mere af ekstern konsulentbistand og baserede primært værdisætningen på en multipel-betragtning.

Skjulte værdier: Første ejerskabsperiode: KF1 peger på den fremtidige branchekonsolidering som en slags skjult værdi, mens KF2 ikke mener, der var skjulte værdier i virksomheden. Set med datidens øjne er det da også vanskeligt at tale om oplagte skjulte værdier, idet konsolideringen først finder sted i 2005, altså seks år efter akkvistitionen. Og den muliggøres primært af, at Alstom tvinges til at frasælge aktiver som betingelse for at modtage fransk statsstøtte. Havde kapitalfondene derimod valgt at konsolidere kort efter overtagelsen af Løgstør Rør, ville det have været en særdeles dårlig investering.

KF2: Vi havde nok ikke nogle præcise overvejelser om, hvor kapitalkrævende det ville være. Jeg kan illustrere det med, at Alstom, det var vel ABB dengang, var til salg i 1998, hvor den pris, der var tæt på at gå hjem, var på over en milliard. Og da vi købte i 2005, der fik vi det vel for 2-300 mio. DKK. Så det siger lidt om, hvordan værdien kan køre op og ned.

Anden ejerskabsperiode: Der har næppe været egentlige skjulte værdier i selskabet, da Montagu overtager det i 2006, hvilket bekræftes af BES. Som nævnt er prisen baseret på EBITDA på det tidspunkt (BES). Med en pris på ca. 2,2 mia. DKK og en EBITDA-indtjening på knap 200 mio. DKK, er der tale om en EBITDA-multipel på 11, og dermed er der inddiskonteret en betydelig vækst. Dengang sagde CEO2 til Børsen⁵⁶:

CEO2: Vi er overbeviste om, at de finansielle ressourcer hos Montagu og deres ekspertise vil bidrage til at løfte virksomheden til det næste stadie i vores udvikling. ... Aktivitetsniveauet skal op, og derfor var det naturligt for Axcels at slippe tøjerne og lade andre tage over. Vi vil vækste på nye markeder, og den opgave er Montagu bedre til, fordi det er en international kapitalfond.

Den relativt høje multipel skal således snarere ses på baggrund af CEO2's planer om at ekspandere internationalt og satse på fjernkøling i Mellemøsten (Dubai) og fjernvarme i Kina (Harbin).

CEO2: Vi havde lavet den (strategien). Det var en del af præsentationen, den købte de ind til.

Undervurderede risici: Første ejerskabsperiode: Oprindeligt anså kapitalfondene ikke Løgstør Rør for at være en turn around case. Til Berlingske Tidende⁵⁷ udtalte Axcels CEO Christian Frigast således:

Når man skræller nogle halvdårlige aktiviteter fra i Tyskland og det øvrige EU, så står man tilbage med en stor dansk virksomhed, som er førende inden for sit område, og som har et godt produktionsapparat.

Det bekræftes af de to interviewpersoner fra kapitalfondene:

KF1: Vi troede rent faktisk ikke det var turn around, da vi gik ind i den her forretning. Men det viste sig meget hurtigt. Hvorfor viste det sig meget hurtigt? Det var fordi vi nok i vores due diligence havde undervurderet markedskræfternes grimme ansigt. Denne virksomhed havde levet i et beskyttet miljø.

KF2: Vi havde nok ikke nogle præcise overvejelser om, hvor kapitalkrævende det ville være.

Det lykkedes ikke desto mindre kapitalfondene at skabe en turn around ved en kraftig omkostningsreduktion. Fra 1999 til 2004 faldt omsætningen med 25%, men det lykkedes i perioden at nedskære personaleomkostningerne med hele 42%, både gennem udflytning af produktion til Polen og ved effektivisering af processer i Danmark.

Anden ejerskabsperiode: Montagu købte Logstor i 2006 i forventning om at kunne ekspandere inden for fjernkøling i Mellemøsten og fjernvarme i Kina. Kapitalfonden overvurderede ikke alene mulighederne på de to markeder, men undervurderede branchens følsomhed over for den globale gældskrise, som udspandt sig i Europa efter 2008 og som førte til stærkt faldende investeringer i europæiske fjernvarmenet.

Loyalitet over for nuværende aktionærer: I første ejerskabsperiode var der tale om en redningsaktion, og CEO1 fik ikke mulighed for at købe sig ind i virksomheden. I

⁵⁶ Børsen, den 04.06.2006.

⁵⁷ Berlingske Tidende, den 20.01.1999.

forbindelse med videresalget til Montagu i 2006 deltog CEO2 ikke direkte i forhandlingerne, men købte, som tidligere nævnt, en anseelig aktiepost i selskabet. Da CEO2 blev fyret i 2012, kunne han afskrive værdien af sine aktier til nul, og kapitalfonden måtte tilføre selskabet ny kapital.

Ex post kan det således fastslås, at CEO ikke har købt sine andele for billigt. Det udelukker naturligvis ikke, at han (og Montagu) burde have betalt endnu mere for aktierne, da transaktionen fandt sted. Imod denne formodning taler, at forhandlingerne blev ført af de to sælgende kapitalfondes ledende partnere, Christian Frigast fra Axcel og Viggo Nedergaard Jensen fra Polaris samt advokat Kåre Stolt fra Accura. Forhandlingsgruppen forhandlede med to mulige købere, inden Montagu fik håndslaget.

5.4.4. Værditransferering

Der er ikke noget, der tyder på, at kapitalfondene har skabt værdi for aktionæerne gennem værditransferering fra andre stakeholders. Hverken kreditgiverne, medarbejderne eller skatteyderne synes at have betalt for kapitalfondenes afkast.

Kreditorer: Første ejerskabsperiode: Ved at overtage virksomheden løste Axcel og Polaris tværtimod et problem for de kreditgivende banker, Danske Bank og FIH. Alternativet ville have været et salg til en mindre kapitalstærk lokal investor eller at bankerne selv havde overtaget selskabet. Hvis der overhovedet har fundet en værditransferering sted, har det således været til kreditorernes fordel.

Anden ejerskabsperiode: Efter pres fra Nordea solgte Montagu selskabet til Triton i juni 2013. Nordea måtte dog nedskrive lånet med et ukendt beløb, som ifølge Berlingske Tidende⁵⁸ andrager et mindre trecifret millionbeløb i DKK. Der er dog i dette tilfælde ikke tale om en planlagt værditransferering, som f. eks. finder sted, når nye ejere stiller gamle kreditorer dårligere og opkøber de gamle fordringer til underkurs.

Lønvilkår: Ifølge kapitalfonde og CEO'er skete der ingen ændringer i medarbejdernes lønvilkår. FT mener dog, at de nye ejere afskaffede bonussystemet uden varsel, og at det blev vanskeligere at forhandle med ledelsen efter CEO2's tiltrædelse.

FT: Havde Logstor et bonusprogram for medarbejderne dengang?

Ja, vi havde noget ... det stoppede i 97-98. Det havde man.

Det vil sige, man havde det ikke efter?

Nej, det forsvandt fuldstændigt. Så snart de kom ind, der blev det opsagt.

(Om lønforhandlinger efter kapitalfondenes overtagelse): Der var det ikke blevet nemmere at lukke kassen op, hvis jeg kan bruge de ord der, det var det ikke, tværtimod.

(Om CEO2): Han var hverken til at hugge eller stikke i.

Med kapitalfondenes overtagelse kommer der mere fokus på omkostningsbesparelser. Det skal dog ses i lyset af, at selskabet står over for en væsentligt hårdere konkurrencesituation

⁵⁸ Berlingske Tidende, den 23.06.2013.

efter opløsningen af priskartellet. Presset på medarbejderne ville formentlig have været det samme, hvis selskabet var blevet rekonstrueret i andet regi.

Medarbejderindflydelse: Formelt får medarbejderne lov at beholde repræsentationen i bestyrelsen, men reelt træffes beslutningerne i andet regi. Dels i holdingselskabet, hvor medarbejderne ikke er repræsenterede, dels i direkte kontakt mellem kapitalfonde og direktion. Der er således langt mindre fokus på at inddrage medarbejderne i den nye ejerstruktur.

KF1: Mere generelt har vi blandede oplevelser med de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Jeg tror også, at det i vid udstrækning afhænger af, hvad det er for en formand, du har. ... Det kræver jo også, at du har en formand ... som henvender sig til de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.

KF2: Indflydelsen var den samme. Det er som normalt i en dansk virksomhed: medarbejderdeltagelse i bestyrelsen, som vi havde i alle årene.

BES: Var medarbejderne repræsenteret i bestyrelsen?

Ja, det var de. De var så ikke med i koncernbestyrelsen. ... Det var kun det danske selskab.

CEO2: Men i den nye struktur havde vi kun medarbejderrepræsentanter i Logstor A/S, hvorimod når vi havde holdingselskabets bestyrelsesmøder, så var det udelukkende ejerrepræsentanter og direktionen.

FT: Det blev totalt lukket land, da alle de her fondsejede ting kommer. De havde ikke noget at fortælle, de havde ikke noget at melde ud. Der blev det et rollespil at have en repræsentant i bestyrelsen.

Så medarbejderne fik reelt ikke så mange informationer?

Ikke en skid. Intet.

Det samlede billede er således reduceret medarbejderindflydelse, selv om medarbejderne beholder repræsentanterne i Logstor A/S' bestyrelse.

Skat: Ændringer i kapitalstrukturen gennem højere leverage fører normalt til betydelige skattebesparelser, fordi renteudgifter (modsat udbytte) er fradragsberettiget.

Første ejerskabsperiode: Leverage øgedes ikke, idet kapitalfondene blot overtog den eksisterende bankgæld. I perioden 2000-03 akkumuleres et underskud før skat på 79 mio. DKK, og først i 2005 er de foregående års underskud tjent ind igen (tabel 11).

KF1: Så er spørgsmålet, om kapitalfondens nye kapitalstruktur førte til væsentlige skattebesparelser?

Det gjorde den faktisk ikke.

Det blev opvejet af, at der var underskud hele vejen igennem?

Nej, ikke hele vejen igennem, men der var i hvert fald igennem den første periode ... i de første fem år.

KF2: Der var vel heller ikke meget skatteelement i strukturen?

Nej.

Tabel 11. Logstors indtjening, finansielle poster og skat 1999-2005

Mio. DKK	EBIT	Finansielle poster	EBT	Skat	Finans.poster EBIT
1999	62	-12	50	-10	19
2000	12	-13	-1	-1	113
2001	-24	-25	-49	10	Neg.
2002	7	-25	-18	-2	349
2003	17	-28	-11	-1	164
2004	31	-20	11	0	64
2005	143	-28	116	-35	19

I årene 2000-2003 overstiger renteudgifterne EBIT, men det skyldes en svag udvikling i EBIT, ikke høj leverage.

Anden ejerskabsperiode: I 2007 vedtog folketinget den såkaldte EBIT 80-regel, som begrænsede de fradragsberettigede renter for selskaber til 80% af EBIT fra 2009. Der var således fuld fradragsret i 2006-8, men derefter kunne den ikke overstige 80% af EBIT. I årene 2009-2011 fik Logstor således ikke fuld fradragsret for renteudgifterne.

BES: Det blev strammet i lovgivningen.

Ja, EBIT 80-reglen.

Der var ikke fradragsret for renterne.

Men det kom jo først bagefter?

Det kom først bagefter. Hvis den havde været der på det tidspunkt, så var kapitalstrukturen ikke blevet sådan.

Tabel 12. Logstors indtjening, finansielle poster og skat 1999-2005

Mio. DKK	EBIT	Finansielle poster	EBT	Skat	Finans.poster EBIT
2006 ⁵⁹	95	-125	-4	-36	132
2007	259	-178	-49	32	69
2008	119	-142	-23	-46	120
2009	79	-135	-56	-14	171
2010	133	-128	5	-6	96
2011 ⁶⁰	71	-126	-54	-4	176

Skatteskjoldet har således kun haft positiv effekt i perioden 2006-8. Tabellen viser således, at Logstor også måtte betale skat i årene med store underskud.

5.4.5. Netværk

Interviewpersonerne fokuserede på tre områder, hvor netværket havde betydning for kapitalfondenes arbejde

1. Ved køb og salg af virksomheder.
2. Ved udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere.
3. Ved brug af konsulenter til udarbejdelse af due dilligence eller udførelse af restruktureringsopgaver.

Køb og salg af virksomheder: *Første ejerskabsperiode:* Ved købet af virksomheden spillede netværket en afgørende rolle, idet kapitalfondene blev kontaktet af banker, som både havde økonomiske interesser i virksomheden og i kapitalfondene. Danske Bank var långiver i Logstor og en af Polaris' grundlæggere, FIH var ligeledes långiver i Logstor og investor i Axcel.

KF1: Man kom til os fra FIHs side og fra Danske Banks side, og så bad Danske Bank, om vi ikke ville have Polaris med ind i konsortiet.

KF2: Det er det, at Danske Bank har stiftet Jer...

⁵⁹ 2006-regnskabet dækker 06.04-31.12, men er omregnet til helårsbasis.

⁶⁰ Impairment-tabet på goodwill på 532 mio. DKK er ikke medregnet, idet det hverken har likviditetsmæssig, driftsmæssig eller skattemæssig betydning.

...de promoveres os lidt, yes. Hvor Axcel tilsvarende var tæt på den anden långiver, FIH. Det var matchingen i konstellationen.

CEO2: Det er jo det, jeg mener med ført hånd ... og det samme var også tilfældet for Axcel, der blev kraftigt anmodet om at hjælpe til af FIH.

I forbindelse med købet af APFS spillede netværket en afgørende rolle med ansættelsen af CEO2, som har forbindelser til Alstom, APFS's ejer. Selv den detroniserede CEO1 bifalder ideen om at ansætte CEO2:

CEO1: *Var det en god beslutning?*

Ja, på det tidspunkt var det jo, fordi Preben havde jo aner i Alstom og havde de rigtige forbindelser i Alstom.

Salget af Logstor til Montagu foregik ikke ved en transparent budproces. Kapitalfondene fik i første omgang en henvendelse fra Altor, som var interesseret i at købe.

KF2: Der var nogle, der meldte sig som interesserede, det var faktisk Altor i første omgang. Da vi kunne se, at der var en gedigen interesse, så lavede vi en slags miniauktion ved, at vi kontaktede 3-4 andre potentielle og så, hvad vi kunne få ind i bud.

Det var ikke en officiel proces, hvor I satte en investeringsbank til...

Nej, det var det ikke. Salgsteamet bestod af Christian Frigast, Ole Andersen som formand, mig og Kåre Stolt fra Accura.

Ifølge Børsen⁶¹ foregik processen ved, at to kapitalfonde hver for sig fik tilbudt dealen eksklusivt, men uden at den anden part vidste besked:

Bag de indre linjer kørte Axcel-direktøren Christian Frigast et dobbeltspil, som ifølge Børsens oplysninger har ført til et belastet forhold mellem Axcel og Montagu. Mens Montagu var overbevist om at være ene på banen, så forhandlede Christian Frigast samtidig hemmeligt med en anden stor international kapitalfond, der ligeledes var alene om at ville købe Logstor. Kilder i kapitalmarkedet betegner Axcel fremgangsmåde som "uhørt efter international standard" og "med til at give danske kapitalfonde et dårligt ry i udlandet."... Transaktionen er af Axcel blevet præsenteret i medierne som et skoleeksempel på, hvordan en kapitalfond sælger en virksomhed uden at afholde en struktureret auktionsproces, blot ved at alliere sig med én oplagt køber.

At der var en budkonkurrence bekræftes indirekte af CEO2:

CEO2: Det var et race mellem to store kapitalfonde, den ene var Montagu, den anden var Advent.

Budgiverne blev kontaktet af PWC og Svenska Handelsbanken:

KF1: Price Waterhouse Coopers, Michael Eriksen derudefra, det var Jacob Bastholm fra Handelsbanken, som havde været forbi os og gjort sig til. Den dag vi ville ud, så ville de gerne have opgaven med at hjælpe os med at sælge den. Og da vi nu fik den henvendelse fra Altor, så var det jo meget bekvemt for os, og heldigt, at vi kunne ringe til Michael Eriksen, og at vi kunne ringe til Jacob Bastholm og sige til dem, nu kom der til at ske noget. Du får ikke et mandat fra os, men du kan jo gå ud og prøve at se, om du kan finde en køber. Og det gjorde de så.

Og hvem fandt dem så?

Dem, der vandt auktionen, var Montagu.

Hvem fandt så Montagu og bragte dem ind i...?

Det gjorde PWC. Så det var en lidt atypisk og lidt heldig transaktion. For det første får vi henvendelsen, og for det andet har vi lige netop haft nogle dialoger, som gør, at vi kan skabe interessen.

Udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere:

Første ejerskabsperiode: Axcel og Polaris' netværk er primært dansk som følge af fondenes danske investeringsfokus. Alene interessen for virksomheder skaber et betydeligt 1. grads kontaktnet i forhold til erhvervsledere, som er direktører eller sidder i bestyrelsen for de virksomheder, som kapitalfondene ser som opkøbskandidater eller som potentielle

⁶¹ Børsen, den 06.06.2006.

købere af porteføljeselskaber. 2. grads netværket består af de kontakter, investeringsbanker og konsulenter i 1. grads netværket har til endnu flere erhvervsledere, og som sammen med 1. grads netværket giver et omfattende overblik over mulige kandidater til bestyrelse og direktion i porteføljeselskaberne. Nedenstående citater giver et indblik i, hvordan dette netværk et blevet benyttet i rekrutteringen:

KF1: ...så var Kjeld Iversen (bestyrelsesmedlem, Logstor) fra Falck, som Ole (Andersen) kendte, også med.

KF2: *Hvordan fandt I Tolstrup?*

Vi kendte ham sporadisk. Han havde jo været direktør i FLS Miljø. Og den havde vi faktisk kigget på som investeringsmulighed.

BES: *Hvorfor blev du specifikt kontaktet?*

Vedkommende (der kontaktede mig) var en tidligere direktør i Grundfos⁶², der var i bestyrelsen, og vi lavede jo en turn around i Sabroe.

Anden ejerskabsperiode: Som ny investor besøgte Montagu ikke det samme danske netværk som Axcels og Polaris. Da CEO2 fyredes, indsattes der da heller ikke en dansk direktør i selskabet, selv om det ville have været nærliggende i betragtning af virksomhedens lokale forankring. I stedet indsattes skotten Martin McCourt som CEO og englænderen Peter Fearn som bestyrelsesformand.

CEO2: (Martin McCourt) er en form for associate i Montagu. Han er åbenbart i en pulje af industriledere, som man trækker på. Han er så røget ud af en administrerende direktør stilling i England, og så trækker man ham ind, og så bruger man ham hist og her, hvor man har brug for noget interim.

Bestyrelsesformanden (Peter Fearn) er på tilsvarende vis...

Ja, bestyrelsesformanden, det var en, som de havde brugt i andre Montagu-bestyrelser.

Martin McCourt havde 35 års erfaring fra ledende positioner inden for produktion af forbrugsgoder i Storbritannien og var i perioden 2001-2012 CEO for støvsugerproducenten Dyson. I 2012 blev han ansat som industriel rådgiver i Montagu. Peter Fearn havde været brugt som bestyrelsesformand for andre af Montagus porteføljeselskaber og var således en del af netværket.

Brug af konsulenter: *Første ejerskabsperiode:* Axcels og Polaris var, som tidligere nævnt, ikke storforbrugere af konsulenter i denne periode. Det fremgår af nedenstående, at konsulenter, der var en del af netværket, blev foretrukket, og at andre konsulenter primært brugtes til specialopgaver.

KF1: Hvis man skal prøve at gradbøje det, så er tillidsforholdet nok af større betydning (end specialviden), når vi vælger revisor og advokat. ... Og så kan man trække på specialisterne bagud til. Hvorimod hvis man kigger på managementkonsulenter, så fokuserer vi meget på, hvem har gjort noget tilsvarende. ... Er det en produktionsoptimering, så skal vi have fat i Implement eller Valcon.

KF2: *Er tillidsforholdet eller specialviden vigtigst ved valg af rådgivere?*

Når vi taler generelt? Så er det tillidsforholdet og track record.

Anden ejerskabsperiode: Montagus netværk var i sagens natur noget mere internationalt end Axcels og Polaris'. Det afspejlede sig også i valg af samarbejdspartnere.

CEO2: *Hvilke eksterne rådgivere brugte Montagu i forbindelse med købet af virksomheden?*

Price Waterhouse og Bech Bruun.

Bech Bruun er lokal dansk, men har de et specielt samarbejde med Price Waterhouse?

⁶² Jørgen Madsen var bestyrelsesmedlem i Logstor Rør 1990-98. Han var CFO i Grundfos 1995-02 og CEO 2003-06.

Ja, Montagu har et meget tæt samarbejde med Price Waterhouse.
Så det er en del af deres netværk?
Ja.

Logstor formidledes i øvrigt gennem PWC.

Kapitalfondene bruger gerne konsulenter, de kender godt. Mens Axcel/Polaris primært brugte danske konsulenter, anvendte Montagu internationale, hvilket afspejlede forskellen i kapitalfondenes geografiske fokus.

5.4.6. Involvering

Aktivt ejerskab er et udtryk for kapitalfondenes måde at involvere sig i et porteføljeselskab på. For denne case tyder meget på, at involveringsgraden og –arten har været højest forskellig i de to ejerskabsperioder. Jeg har i denne forbindelse analyseret governance, aktiv involvering og betydningen af kapitalfondens urgency.

Governance: De emner, interviewpersonerne kom ind på var

- Bestyrelsens rolle.
- Support til ledelsen.
- Forskellen mellem kapitalfondenes involvering.

Bestyrelsens rolle: Første ejerskabsperiode: Under Axcel/Polaris var der tale om en relativ stor bestyrelse på ca. 20 personer med flere repræsentanter fra kapitalfondene samt eksterne industrialister. Imellem bestyrelsesmøderne, som holdtes 4-5 gange om året, afholdtes der formandskabsmøder med deltagelse af formanden, CEO'en samt repræsentanter fra kapitalfondene. Her blev de reelle beslutninger øjensynligt truffet.

KF1: Bestyrelsesmøder havde vi traditionelt 4-5 gange om året.

Det er jo så mere et efterretningsorgan, kan man sige?

Ja, det kan du godt sige, at det var. Det var sådan rimeligt traditionelt.

Det vil sige, at (Frederiksson, Iversen) og Svejstrup, de var ikke involveret så meget, som I andre var?

Nej, det var de ikke.

KF2: *(om formandskabsmøderne): I havde altså en slags forbestyrelsesmøde?*

Ja, der skulle lægges knofedt i at bearbejde forslagene.

Det minder jo lidt om en operational committee.

Det var ikke et formelt organ, men det var vel et koordineringsmøde ... Jo, det kan du godt kalde det.

Dvs. at I holdt også møder med direktionen uden bestyrelsen?

Ja.

CEO1: (mm bestyrelsen): Det var en hel hær, jo. Vi sad jo 20 mand eller sådan noget.

CEO2: Jeg sad kun under deres ledelse (Axcel/Polaris) i trekvart år og i en total uregerlig bestyrelse med 20 medlemmer.
20 medlemmer?

Ja, der sad 20 med omkring bordet, nogle var officielle, nogle var uofficielle.

Anden ejerskabsperiode: Ud over Ole Andersen og Åke Fredriksson, som fortsatte fra den gamle bestyrelse, var alle øvrige bestyrelsesmedlemmer Montagu-medarbejdere. Ifølge CEO2 har bestyrelsen dog haft en begrænset rolle på grund af turbulens i kapitalfonden:

COE2: Der har været tre teams i Montagu inde som repræsentanter i vort selskab siden 2006.

Tre forskellige?

Tre forskellige teams, på bestyrelsesniveau. Så dem der købte selskabet i sin tid, de røg ud af Montagu efter et år, og så kom der et nyt team om bord, og var der i nogle år – en 3-4 år – og de blev så også smidt ud i 2011, så vi fik et tredje team ombord i 2011. Så vi ser jo udefra, som ledelse, på Montagu og ser, hvordan de egentlig agerer. Det er klart, det mener vi er dybt uprofessionelt.

Skete der så hele tiden forandringer i den måde, de agerede på?

Der var meget, meget store forandringer. Det tredje team, der kom om bord her i slutningen af 2011. Der gik i øvrigt 4-5 måneder, hvor de ikke havde nogen repræsentanter i bestyrelsen. Så kom de ind med et nyt team, som lige pludseligt trak stikket på hele vores Kina-investering.

Support til ledelsen: Første ejerskabsperiode: BES ydede betydelig støtte i CEO1's periode, mens CEO2 kørte noget mere selvstændigt. CEO1 havde løbende kontakt med medarbejdere i kapitalfonden.

KF1: Ole Bøgelund var en person, som havde brug for megen sparring og støtte til at eksekvere på de her effektiviserings tiltag.

CEO1: *Følte du generelt, at du blev supporteret af kapitalfondene i det, du gjorde.*

Ja, det er helt klart.

... Og en af de meget fremsynede ting, vi også gjorde, var at bygge en fabrik i Polen. Det var selvfølgelig en stor investering, men den blev jo også bakket op af Axcel/Polaris.

Havde du løbende drøftelser med nogen fra kapitalfondene?

Ja, jeg brugte en del én af de gode drenge inde fra Polaris.

Var det Maigaard?

Peter Maigaard, ja.

Anden ejerskabsperiode: Meget tyder på, at Montagu i højere grad lod CEO2 køre selskabet på egen hånd.

CEO2: (om Montagus involvering): Det var faktisk mangel på involvering. Vi blev simpelt hen fuldstændigt overladt til os selv og fik lov til at drive selskabet, som vi ville. Der var ikke noget commitment, der var kun regnedrengene, som sad bag skærmen og talte penge hver måned.

Forskellen mellem kapitalfondenes involvering: Det synes, som om Axcel/Polaris var mere deltagende i selskabet og var mere involveret i beslutningerne end Montagu. Det skal dog ses i lyset af, at Axcel/Polaris købte sig ind i omstruktureringsfasen, mens Montagu købte en virksomhed, som de fandt trimmet og parat til ekspansion. Det kan heller ikke udelukkes, at de to CEO'ers forskellige selvformulerede behov for support har haft betydning for kapitalfondenes forskellige involvering.

BES: Forskellen var jo nok, at der var nemmere adgang til de to direktører for fondene for mit vedkommende. Jeg havde et udmærket forhold til Chris Masterson, det var ham, der var chairman for Montagu. Men det er ikke mange gange, jeg har ringet til ham.

FT: (om Montagu): *Var de meget tæt på virksomheden, kontrollerede de meget mere?*

Nej, tværtimod

Var de meget længere væk?

Ja, det synes jeg. Jeg har personligt aldrig i al den tid, jeg har været fællestillidsmand, set nogle af ejerne, set nogen fra Montagu.

Kapitalfondens attitude: Kapitalfondenes tilgang til virksomhedens medarbejdere, herunder ledelsen, er sammenfattet under dette punkt. Det handler her primært om synlighed og medarbejdernes tryghed.

Synlighed nævnes specielt i forbindelse med Montagu:

BES: Han (Chris Masterson) var med til ét møde, og så så jeg ham ikke siden.

Så kom han ikke mere?

Nej.

CEO2: For medarbejder var kapitalfonden (Montagu) totalt usynlig. Det var den ikke under Axcel og Polaris, fordi virksomheden var jo vitterlig i en stor krise på det tidspunkt.

... Altså den administrerende direktor, han er der maks én dag om måneden i Løgstør. Ellers ser de ham aldrig.

Men FT mener heller ikke, at CEO2 nødvendigvis var synlig.

FT: Han (CEO2) havde nogle ideer, nu sådan som med hans københavnerkontor. Der mistede han lidt jordforbindelsen, syntes man på fabrikken ... Der sad han derovre med sin sekretær.

Hvor mange dage var han i Løgstør?

Til sidst var det ikke meget. Der kunne gå 14 dage til 3 uger, men så var han der en dag eller to.

Kapitalfondene mener ikke, at medarbejdertrygheden blev påvirket negativt af kapitalfondsejerskabet, modsat BES og FT.

KF1: *De (medarbejderne) følte vel ikke i det daglige, at der var sket den store forandring?*

Det tror jeg ikke.

KF2: *Betød det nye ejerskab noget for medarbejdernes performance, eller var de bare glade for, at de var blevet reddet?*

Mest det sidste, men hvor det trods alt også påvirker deres performance. Så det, at der kom nogen og holdt hånden under virksomheden og drev den videre og sådan set også udviklede den, det betød vel noget, selv om det har vi ingen måling på.

BES: Det var chokterapi for virksomheden nu at blive ejet af en kapitalfond, fordi det familieejede, det forsvandt jo. Det giver jo lidt andre beslutninger, og man går ikke sådan i detaljer, som når man er ejet af en kapitalfond. Så det var anderledes for medarbejderne. Der blev talt et lidt klarere og håndfast sprog, skal vi sige det på den måde.

CEO1: Alle de følelser, der har været, f. eks. den lokale befolkning oppe i Løgstør, de var sådan set væk, der var jeg jo lidt mere koldt. Det vil sige, at der kom en professionalisme hen over det, som var helt anderledes end det, der havde været tidligere. Fru Andersen, hun var jo meget social.

FT: Jeg føler nok, der mistede man da noget af den lokale forankring. Der kom jo folk udefra.

Hvordan var de i forhold til den lokale ledelse?

Løgstør er jo lidt af en bondekultur, kan man godt sige. Det var en helt anden ledelsesstil.

Hvordan kunne du mærke det?

Det var svært at komme igennem med noget i starten. Det var svært at komme igennem.

Hvad var dit indtryk, da Grete Andersen sad som bestyrelsesformand, havde hun en anden tilgang til det end de nye ejere?

Ja, det havde hun. Der er ingen tvivl om, at da Grete hun var der, hun var hønemoderen, jeg tror hun var rundt i produktionen. Vi kan tage sådan nogle latterlige ting, hele udskiftningen af billederne i kantinen og sådan noget, gik hun meget op i. Der var det sociale, der var lidt hygge omkring folkene. Det gik hun meget op i.

Aktiv involvering: På forskellige områder involverede kapitalfondene sig direkte i beslutninger omkring virksomheden. De områder, interviewpersonerne kom ind på, var

- Finansieringen af virksomheden
- Køb og salg af virksomheder
- At finde den rigtige CEO
- Forskellige egeninitiativer med henblik på at videreudvikle virksomheden

Finansiering: Finansieringssiden hører formentlig til kapitalfondenes vigtigste kernekompetence. Under begge ejerskaber bestemt kapitalfondene suverænt finansieringens udformning.

KF1: *Hvilke beslutninger blev truffet direkte af Jer?*

...Gennemførelse af de der kapitalforhøjelser i forbindelse med branchekonsolideringen.

BES: Det var dem (Axcel/Polaris), der havde kontakten til banken. Og da vi manglede de sidste 75 mio., der blev tilført, det var så lige efter, så kom forløsningen med at vi kunne købe Fredericia (APFS). Det var Polaris og Axcel, der kørte det.

Hvad med Montagu?

Al kontakt til bankerne, det havde Montagu haft.

CEO1: *Hvilke beslutninger blev truffet direkte af Axcel og Polaris?*

Ja, sådan noget som hele kapitalapparatet, bankerne og sådan noget. Det var helt klart deres domæne.

CEO2: Altså, alt var klappet af på forhånd med hensyn til virksomhedens strategi. Det var den finansielle struktur, som de bragt med.

Hvilke beslutninger blev truffet direkte af Montagu?

Kun finansielle beslutninger.

Køb og salg af virksomheder: Køb og salg af virksomheder er ligeledes en af kapitalfondenes kernekompetencer. Normalt deltager de selv direkte i forhandlingerne, både om køb og salg af porteføljevirksomheder og om tilkøb og frasalg i relation til porteføljevirksomheden.

KF1: *Hvilke beslutninger blev truffet direkte af Jer?*

... Selve det at gennemføre branchekonsolideringen. Og så selvfølgelig exit.

KF2: ...på de vigtige ting, såsom opkøb af virksomheder, foregik der en bearbejdning af mulighederne mellem os og Axcel som de væsentlige aktører, inden du fik noget frem, der var egnet til at blive præsenteret i bestyrelsen.

BES: De store beslutninger skulle ind over deres (Montagus) investeringskomite i London ... Det der især prægede det, det var jo også pga. låneafalen.

CEO2: *Men de (Axcel/Polaris) var jo meget aktive i forbindelse med Tarco og APFS?*

Ja, det var de.

I forbindelse med købet af APFS i første ejerskabsperiode og Stjernerør i anden ejerskabsperiode havde CEO2 dog en ledende rolle i forhandlingerne.

Finde den rigtige CEO: Hvis der ses bort fra Montagus interim-direktion, som blev indsat i 2012, er CEO2 den eneste, som er udpeget af kapitalfondene. Han blev ansat af Axcel/Polaris i 2005 og blev overtaget af Montagu i forbindelse med købet i 2006. I 2012 blev han fyret af Montagu. Som det fremgår af nedenstående, tillægges ansættelse af den rigtige CEO stor betydning.

KF1: *Hvor vigtigt var det at finde den rigtige daglige ledelse i forhold til at definere en fremadrettet strategi?*

Alfa og omega.

Hvilken en af dem?

At finde den rigtige ledelse. Det at finde den rette ledelse er meget vigtigere end at investere i den rigtige virksomhed, have den rigtige strategi og investere i den rigtige branche.

KF2: Det var os, der definerede den fremadrettede strategi, det meste af den i hvert fald. Men hvor vi også gerne ville have en stærkere ledelse på plads, og det var det, vi ikke havde forudsætningerne for til at starte med. ... Og når vi ikke gjorde mere ... i en virksomhed delvist i krise beliggende i Nordjylland, det er begrænset, hvad du kan rekruttere af mennesker til sådan noget.

BES: Forudsætningen for købet (af APFS) var, at Preben Tolstrup skulle tiltræde som adm. direktør.

CEO1: *Hvad var så deres (Axcel/Polaris) væsentligste initiativer i ejerperioden?*

Jamen, det bliver jeg nok nødt til at erkende, det var nok, at de ansatte Preben.

FT: *Hvad var Ole Bøgelunds væsentligste kvalifikationer eller bidrag til virksomheden?*

Hvis jeg skal være helt ærlig, det har jeg svært ved at se. Jeg har svært ved at se, hvor Ole var dygtig.

Ansættelsen af CEO2 anses således både af KF1, KF2, BES og CEO2 for at have været en af kapitalfondenes vigtigste beslutning.

Egne initiativer: Hvor aktiv var kapitalfondenes rolle i forhold til bestyrelsen og direktionen?

Første ejerskabsperiode: Det synes klart, at Axcel/Polaris fra starten havde en klar strategi om at konsolidere branchen og at effektivisere virksomheden.

BES: Vi byggede en helt ny fabrik, hvor vi både lavede fittings og isolationer.

Men hvem havde initiativet?

Ja, det havde bestyrelsen, og jeg var inde over det.

CEO1: *Havde du indtryk af, at kapitalfondene til at starte med, da de overtog virksomheden, havde fokus på at lave en konsolidering?*

Jo, jo, det har hele tiden ligget i kortene, at der skulle ske en oprydning i branchen.

Anden ejerskabsperiode: Der er til gengæld ikke meget, der tyder på, at Montagu tog egne initiativer. Dels havde kapitalfonden købt en tilsyneladende velfungerende virksomhed med en klar ekspansionsstrategi, dels førte turbulens i kapitalfonden til hyppige udskiftninger af ansvarlige medarbejdere.

CEO2: *Hvad tror du, det manglede engagement skyldes?*

Jeg ved, hvad det skyldes, for jeg havde jo flere interviews fra Montagu-fondens investorer. Det var, at Montagu har været igennem en meget turbulent periode, hvor udskiftningen blandt Montagus medarbejdere var meget høj, og jeg kan sige dig så meget, at der har været tre teams i Montagu inde som repræsentanter i vort selskab siden 2006.

Tre forskellige?

Tre forskellige teams, på bestyrelsesniveau. Så dem der købte selskabet i sin tid, de røg ud af Montagu efter et år, og så kom der et nyt team om bord, og var der i nogle år – en 3-4 år – og de blev så også smidt ud i 2011, så vi fik et tredje team ombord i 2011. Så vi ser jo udefra, som ledelse, på Montagu og ser, hvordan de egentlig agerer. Det er klart, det mener vi er dybt uprofessionelt.

Skete der så hele tiden forandringer i den måde, de agerede på?

Der var meget, meget store forandringer. Det tredje team, der kom om bord her i slutningen af 2011. Der gik i øvrigt 4-5 måneder, hvor de ikke havde nogen repræsentanter i bestyrelsen. Så kom de ind med et nyt team, som lige pludseligt trak stikket på hele vores Kina-investering.

Betydningen af kapitalfondens urgency: Urgency er i denne forbindelse udtryk for den drivkraft, der skabes ved at have en aktiv ejer, som inden for en begrænset periode skal forbedre virksomheden, inden den videresælges.

KF1 peger på *modet til at træffe beslutninger*.

KF1: Det, der skaber værdi for os, det er at have modet til at gennemføre den branchekonsolidering, uagtet at vi havde ejet selskabet i fem år.

BES og FT mener, at ejerskabet lagde *pres på medarbejderne*. BES peger på effektiviseringsprocessen, mens FT indikerer et vist pres i forbindelse med flytningen af produktionen til Polen.

BES: Efter at Montagu kom ind, kører vi forbedringstiltag konstant, lean og mean produktion, standardisering. Så det er klart, at medarbejderne har følt sig trykket.

Men de performede også mere?

De performede mere.

Du mener, der var en positiv udvikling.

Ja, det var der helt sikkert. For hvis vi ikke havde gjort det, havde det set endnu værre ud.

FT: ...mange af de ting, der udvikledes, de kom til Polen.

KF1 og BES nævner den *veldokumenterede status*:

KF1: Vi har en strategisk plan, den har vi brudt ned i en række nøgleaktiviteter, der skal til for at nå vores strategiske mål.

Must winn battles?

Ja, det er det i virkeligheden. Og så brudt yderligere ned i nogle underhandlingsplaner, hvor der er sat økonomi på, hvor der er sat ansvarlig på, hvor der er sat tid på.

BES: Man vidste, hvor man var hele tiden. Man gik mere i detaljer og man bliver rapporteret hele tiden. Selskaberne bliver mere i stand til at tage de store strategiske tiltag, hvis det er det, der skal til. Det er veldokumenteret, hvor man er henne, hvor man befinder sig.

5.4.7. Specialisering

Logstor er ikke en højteknologisk virksomhed, så spørgsmålet er, hvor vigtig det var, at kapitalfonden besad industrielle kompetencer. Rækker det, at direktionen og til dels bestyrelsen havde det nødvendige branchekendskab?

Kapitalfondens egne industrielle kompetencer: I forbindelse med interviewene kredsede svarene sig omkring følgende temaer:

- Kapitalfondens egen industrielle kompetencer.
- Bestyrelsens industrielle kompetence.
- Bestyrelsens industrielle interesse.
- Hvorvidt specifikke forhold i branchen overraskede kapitalfonden.

Der synes at være enighed om, at *kapitalfondenes egne industrielle kompetencer* var yderst begrænsede, og at de i bedste fald kun tilførte branchespecifik kompetence gennem de bestyrelsesmedlemmer, de udpegede.

KF2: *Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence?*

I dette her tilfælde gjorde vi det væsentligst ved de folk, vi tog med ind i bestyrelsen

BES: *Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence?*

De tilførte jo ikke nogen. De tilførte det i form af ... jeg kom med nogle kompetencer, det er helt klart, og Åke Frederiksson, han er jo tidligere CEO for Perstorp og havde en masse industriel erfaring.

CEO1: *Men hvordan følte du så, at kapitalfondene tilførte Logstor Rør industriel kompetence? Gjorde de det?*

Nej.

Du mener så heller ikke, at kapitalfondenes industrielle kompetence matchede direktionens, i hvert fald?

Nej, det synes jeg ikke.

CEO2: *Hvorledes tilførte kapitalfondene virksomheden industriel kompetence?*

Nul.

Men det gjorde den vel i begyndelsen?

Overhovedet ikke.

Du deler det jo op i tre perioder. Det vil sige, ikke engang i den første periode?

Nej, nej. De havde købt strategien.

... Hvis jeg selv sad i en kapitalfond, så ville jeg insistere på at have branchekendskab med ind i bestyrelseslokalet. Og det gjorde Axel og Polaris jo heller ikke. Og det gjorde Montagu heller ikke.

Bestyrelsens industrielle kompetence vurderes positivt af KF1, KF2 og BES.

KF1: *Hvad med Fredriksson?*

Han kom først ind sidenhen. Han kom først ind i forbindelse med den anden fase.

Hvad var hans bidrag så?

Han havde jo det internationale udsyn fra sin tid i Perstorp.

Havde I andre industrielle udefra? Svejstrup?

Palle Svejstrup var med i bestyrelsen og så var Kjeld Iversen fra Falck, som Ole (Andersen) i øvrigt kendte, også med.

Bidrog de så med noget?

Ja, det er klart. Kjeld Iversen bidrog, han var gammel CFO. Det er selvfølgelig en vinkel, som vi i en vis udstrækning kunne dække, men han bidrog med den økonomiske styring og risikostyringen.

Men ikke sådan branchespecifikt?

Nej, det gjorde han ikke. Det var der faktisk ikke ret mange andre end Palle Svejstrup, der gjorde.

Palle Svejstrup, han var fra...?

Per Aarsleff som bl.a. gravede de der rør ned. Så han kendte lidt til markedsdynamikken, hvor sker det henne, og hvor er de store projekter.

KF2: Men hvilke eksperter hev i så ind udefra i bestyrelsen?

Det var jo så Ole Andersen og det var Palle Svejstrup fra Per Aarsleff og det var Kjeld Iversen, der tidligere havde været i Falck.

Bestyrelsen var altså i det her tilfælde ikke bare et efterretningsorgan, det var her beslutningerne blev truffet?

Nej, og senere kom Åke Fredriksson, direktør i Perstorp i Sverige. Så der var sådan set en god industriel tyngde.

BES: Så det var dine kvalifikationer? Sabroe er din turn around?

Ja, plus at jeg havde været direktør i mange år og havde lukket mange fabrikker og havde været involveret i produktion.

CEO1 og CEO2 ser derimod knap så positivt på bestyrelsesmedlemmernes industrielle kompetencer:

CEO1: (om bestyrelsen i Axcel/Polaris): *Var der for lidt industriel forståelse?*

Ja, det var der, helt klart, det vil jeg godt sige højt og tydeligt. Der kunne godt have siddet én, som havde haft lidt bedre forståelse for produktionen.

Havde de slet ingen industrialister siddende i bestyrelsen? Der var da Ole Andersen, ikke?

Ole Andersen havde lidt, men han er også økonom. Der var Palle Svejstrup, han var nok den eneste, der kunne hamle op, når jeg skulle forklare noget.

Ja, der var Ole Andersen og Palle Svejstrup. Der var vist nok én mere?

Ikke teknikere. Resten af dem var økonomer.

CEO2: (om bestyrelsen i Montagu): Men jeg kunne jo se på de pågældende mennesker, at de havde ingen forudsætninger for at vide, hvad der foregik i branchen, og hvad der var af potentiale i Kina. Der var overhovedet ingen, der havde Kina-erfaring af dem, der kom om bord.

Altså ingen af de nye bestyrelsesmedlemmer, overhovedet?

Nej, ingen overhovedet. Den ene sagde, han havde. Han havde boet i Singapore i nogle år. Havde solgt coating løsninger til stålbranchen, altså ingen havde indsigt i vores branche.

Der er forskellige opfattelser af kapitalfondens industrielle engagement i det første og i det andet ejerskab.

BES: (Montagu): *Hvor meget involverede kapitalfonden sig overhovedet i branchespecifikke spørgsmål?*

Så vidt jeg ved, de involverede sig ikke.

CEO1: (Axcel/Polaris): *Var det sådan noget, I diskuterede, hvordan udviklingen var i branchen?*

Ja, ja. Det gjorde vi da. Det var vores orientering, som man tog til efterretning.

Man var også meget interesseret i det.

Jo, jo.

CEO 2: (Montagu): *Hvor meget involverede kapitalfondene sig i branchespecifikke spørgsmål?*

Nul, overhovedet ikke.

Manglen på branchemæssigt kendskab har overrasket kapitalfondene på vejen, det gælder både Axcel/Polaris og Montagu. Der peges primært på den tunge og politisk proces i forbindelse med nye anlæg af nye fjernvarmerør.

KF2: Konkurrenceforholdene i den branche og forholdene til kunder og hvordan, man opererer, det var i og for sig nok det, der var vanskeligst, og som overraskede os mest.

BES: Jeg tror måske trægheden i branchen. Det er ikke sådan en branche, man kan gå ind og lave om på.

Og det gælder både Axcel/Polaris og Montagu?

Ja, det er en fælles udtalelse for dem begge to.

Og hvori består trægheden?

Det er jo noget anlægstungt.

Beslutningsprocesserne...?

Beslutningsprocesserne, det offentlige. Altså, vil man have fjernvarme eller vil man ikke have fjernvarme.

CEO2: Det er, hvor politisk drevet, energibranchen egentlig er i forhold til, hvad de var vant til i deres andre investeringer. Den er jo enormt politisk sensitiv. En Eon eller en Vattenfall eller en Dong, eller de store energiselskaber, der er vi jo en del af det marked, og det er klart, at der er jo særdeles stærke politiske kræfter ind over en energibrancheregulering i enhver henseende. Og også de der magtspil, der foregik imellem at være en energiproducent og en energidistributør og bygge infrastrukturen også.

Det må dog konstateres, at bestyrelsens sammensætning ændrede afgørende karakter under de tre ejerskaber: familieejerskabet (til 1998), Axcel/Polaris (1999-2005) og Montagu (2005-2013).

Tabel 13 viser bestyrelsens sammensætning i familieejerskabets sidste år (1998).

Tabel 13. Logstors bestyrelse under familieejerskabet.

Navn	Bopæl	Indtrådt	Udtrådt	Valg af*	Professionel baggrund
Grete Andersen (fmd.)	Løgstør	09.12.1988	09.02.2000	GF	Autodidakt, enke efter stifteren Ege Andersen
Erling Sørensen	Løgstør	09.12.1988	28.05.1999	MA	Specialarbejder
Arne Nielsen	Hjørring	22.05.1989	11.05.2007	GF	Spar Nord, tidligere kreditchef
Jørgen Madsen	Bjerringbro	07.06.1990	07.12.1998	GF	Grundfos, CFO 1995-02. CEO 2003-06
Søren Degn	Løgstør	29.05.1995	28.05.1999	MA	Driftsleder
Thorkild Dahl	Viborg	31.05.1996	28.05.1999	GF	Selskabets advokat
Ena Theilmann	Løgstør	26.05.1997	01.05.2001	GF	Stifterens datter

*) GF = Generalforsamlingen, MA = Medarbejderne

Det er tale om en rent lokal bestyrelse, hvor 4 ud af 7 bor i Løgstør, og ingen bor længere end 100 km fra fabrikken på Danmarksvej. 2 af de 7 er medarbejdervalgte og to er familiemedlemmer. Derudover sidder selskabets advokat og Spar Nords kreditchef i bestyrelsen, men Jørgen Madsen, CFO og senere CEO i Grundfos, er det eneste medlem med egentlig industriel baggrund.

Tabel 14 viser bestyrelsens sammensætning i *den første ejerskabsperiode* (Axcel/Polaris)⁶³.

Tabel 14. Logstors bestyrelse i kapitalfondenes første ejerskabsperiode.

Navn	Bopæl	Indtrådt	Udtrådt	Professionel baggrund
Christian Frigast*)	København	18.03.1999	17.10.2003	Ledende partner i Axcel siden 1994. Tidligere Incentive 1993-94. Investment Banking Unibank/Privatbanken 1973-92.
Viggo Nedergaard Jensen	København	18.03.1999	19.07.2006	Ledende partner i Polaris, 1998-2013. Tidligere chef for Corporate Finance Alfred Berg 1996-98, Investment Banking Unibank/Privatbanken 1986-95.
Ole Andersen (fmd.)	Århus	26.09.1999	15.11.2011	CEO Niro 1978-94, Koncerndirektør i GEA 1994-97, CEO Sabroe/York Refrigeration 1997-2002, CEO Anhydro 2002-2006.
Kjeld Iversen	Århus	26.09.1999	19.07.2006	CFO i Pasilac 1988-94, CFO i Falck 1995-96, CFO i Sabro/York Refrigeration 1999-2000.
Palle Svejstrup	Århus	26.09.1999	24.10.2005	Per Aarsleff, 1988-1999 CEO, 1999-2010 best. fmd.
Claus Søgaard-Christensen	Århus	04.02.2000	24.10.2005	Selskabets advokat.
Søren Lindberg	København	29.09.2003	19.07.2006	Partner i Axcel siden 1996. Tidligere EuroNordic Corporate Finance 1994-06, PWC 1989-94.
Åke Fredriksson	Mölle (SE)	24.10.2005	01.07.2013	CEO Perstorp 1997-2001. Bestyrelsesposter i en række svenske selskaber.

*) fmd. 22.04.1999-26.09.1999

⁶³ Kun bestyrelsesmedlemmer, der har siddet i mindst ét år er medtaget

Både den geografiske og professionelle sammensætning ændres markant. Det er nu kapitalfondene fra København og industrialisterne fra Århus, der dominerer billedet. Christian Frigast og Viggo Nedergaard Jensen har begge en fortid i corporate banking, Frigast i Privatbanken/Unibank, Nedergaard sammesteds samt i Alfred Berg og Lindberg i PWC. Formanden, Ole Andersen, er i færd med at omstrukturere Sabroe Refrigeration for kapitalfonden EQT og har i knap 20 år haft ledende poster i Niro, som i 1994 købes af tyske GEA. Keld Iversen har været CFO for Pasilac og Falck og kommer i 1999 ligeledes til Sabroe. Og Palle Svejstrup har en fortid som CEO for entreprenørkoncernen Per Aarsleff.

Frem til overtagelsen af APFS består bestyrelsen af to repræsentanter fra kapitalfondene, to eksterne industrialister samt en advokat. Herefter erstattes Svejstrup af svenskeren Åke Fredriksson, CEO for kemivirksomheden Perstorp. Fredriksson skal bidrage med sine internationale erfaringer til den nu internationalt ekspanderende virksomhed.

Tabel 15 viser bestyrelsens sammensætning i *den anden ejerskabsperiode* (Montagu).

Tabel 15. Logstors bestyrelse i kapitalfondenes anden ejerskabsperiode.

Navn	Bopæl	Indtrådt	Udtrådt	Professionel baggrund
Ole Andersen (fmd.)	København	26.09.1999	15.11.2011	CEO Niro 1978-94, Koncerndirektør i GEA 1994-97, CEO Sabroe/York Refrigeration 1997-2002, CEO Anhydro 2002-2006.
Åke Fredriksson	Mölle (SE)	24.10.2005	01.07.2013	CEO Perstorp 1997-2001. Bestyrelsesposter i en række svenske selskaber.
Peter Dahlberg	London	19.07.2006	09.11.2011	Montagu fra 2004. Tidligere M&A i Deutsche Bank og selvstændig entreprenør.
Matt Lyons	London	19.07.2006	02.01.2008	Montagu fra 1999. Tidligere LBO Debt Arranger i Mizuho Corporate Bank 1997-99 og revisor hos PWC 1994-97.
Axel Eckhardt	Düsseldorf	02.01.2008	12.11.2012	Montagu fra 2007. Tidligere McKinsey, Capstone og Droege (management consulting).
Mikael Sjögren	London	03.04.2009	12.11.2012	Montagu fra 2008. Tidligere Goldman Sachs M&A
Peter Fearn (fmd.)	London	15.11.2011	01.07.2013	Tilknyttet Montagu som bestyrelsesmedlem, bl.a. formand for VetXX.
Mark Dunfo	London	15.11.2011	01.07.2013	Montagu fra 1996. Leder af support teamet.
James Codling	London	12.11.2012	01.07.2013	Montagu fra 2006. Tidligere JP Morgans akkvisitionsfinansiering.

Som nævnt købte Montagu hele konceptet, inklusive bestyrelsens to industrialister, Ole Andersen, som fortsætter som formand, og Åke Fredriksson. Resten af bestyrelsen kom udelukkende til at bestå af medarbejdere fra Montagu med en ren finansiell baggrund.

I første omgang sendte Montagu Peter Dahlberg, som var ansvarlig for det nordiske team, og som i 2004 har flyttet teamet fra London til Stockholm, og Matt Lyons, der blev den primære ansvarlige for investeringen. Matt Lyons forlod Montagu i november 2007 og erstattedes af tyskeren Axel Eckhardt, som havde en fortid som management konsulent. Dahlberg tog over som Montagus primære ansvarlige og i 2009 indtrådte svenskeren Mikael Sjögren, som i seks år havde arbejdet med M&A for Goldman Sachs i London og San Francisco.

Montagus nordiske strategi levede dog ikke op til forventningerne, og i 2012 lukkedes kontoret i Stockholm. Dahlberg og Sjögren havde forinden forladt Montagu. I 2011 forlod Ole Andersen bestyrelsen og tre nye Montagu-medarbejdere trådte til.

Betydningen af kapitalfondens egne industrielle kompetencer: Spørgsmålet er, om kapitalfondene selv bør besidde specifikke industrielle kompetencer. Da der i dette tilfælde ikke var tale om højteknologi, burde et rudimentært kendskab til industrien være tilstrækkeligt for at kunne tage stilling til direktionens initiativer. Kapitalfondene burde desuden kunne forlade sig på eksterne bestyrelsesmedlemmer med branchekendskab samt på eksterne konsulenter. Men der tegner sig langt fra et entydigt billede blandt interviewpersonerne.

Der er forskellige holdninger til dette blandt første ejerskabsperiodes to kapitalfonde. Mens KF1 finder det vigtigt, at direktionen har en kvalificeret sparringspartner, mener KF2, at man bør forlade sig på direktionens subsidiært bestyrelsens ekspertise.

KF1: Jeg tror ikke, man skal forlade sig på direktionens ekspertise.

Men du sagde selv, at det var alfa og omega, at man valgte den rigtige direktion?

Det er også korrekt. Men det er ikke nødvendigvis sådan, at man altid kan finde en drømmedirektion, som har stor branchemæssig erfaring, og som har prøvet at være med på den rejse, som vi nu skal ud på. Om det var en branchekonsolidering eller udflytning af produktion, eller hvad det nu kunne være.

KF2: Bør det forventes, at kapitalfonden besidder branchekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?

Jeg vil sige, at i vores perspektiv og tilfælde væsentligst det sidste.

At man skal forlade sig på direktionens ekspertise?

Og bestyrelsens, måske. Og hvis direktionen ikke har den ekspertise, der skal til, så må man skaffe det ind i direktionen.

BES afviser ikke, at det er en fordel med ekspertise i kapitalfonden, men han lægger først og fremmest vægt på, at direktionen har det.

BES: Det bliver en kombination. Jeg har også arbejdet for EQT. De prøvede at få industriekspertise ind. Først og fremmest er det jo en direktion, der skal kunne drive værket og have hånden på virksomheden. Oftest søger man, om man kan få nogle personer ind, som har noget baggrund og noget erfaring.

CEO'erne har ligeledes delte meninger. Mens CEO1 ikke finder kapitalfondsekspertise væsentligt for denne type virksomhed, peger CEO2 på, at kapitalfonde altid bør kunne tilføre branchekendskab, i det mindste ved at udpege branchekyndige bestyrelsesmedlemmer.

CEO1: Ikke nødvendigvis. Altså hvis det er en meget teknologitung virksomhed, så burde man jo mene, at de teknikere, der sidder i toppen, inklusive direktøren, de ved, hvordan udviklingen skal være.

Men ikke i en sådan virksomhed som Logstor Rør?

Nej.

CEO2: Nej. man skal altid tilføre branchekendskab. Der er nogle kapitalfonde, som totalt misser det der punkt. Hvis jeg selv sad i en kapitalfond, så ville jeg insistere på at have branchekendskab med ind i bestyrelseslokalet.

5.4.8. Konklusion

Logstor-casen må naturligvis vurderes ud fra sin specielle sammenhæng. Den første ejerskabsperiode var en redningsaktion, hvor to danske kapitalfonde reddede en ellers undergangsdømt virksomhed på opfordring fra virksomhedens kreditorer, som også havde

økonomiske interesser i de respektive kapitalfonde. Der var tale om to lokale kapitalfonde med få år på bagen. Axcel havde på det tidspunkt eksisteret i fire år, Polaris kun i få måneder.

Kombinationen af, at der var tale om en redningsaktion, og at de to kapitalfonde befandt sig i deres "early days" var formentlig forklaringen på, at forløbet på nogle områder er atypisk. Det gælder f. eks. overtagelsen af de eksisterende bankkreditter samt den manglende indførelse af et incitamentsprogram.

I løbet af ejerskabsperioden kom kapitalfondenes metoder dog stadig tættere på "branchetypiske" metoder. I forbindelse med købet af APFS i 2005 optoges således et akkvisitionslån på 220 mio. DKK. Og i forbindelse med CEO2's tiltrædelse i 2006 indførtes et incitamentsprogram, som omfattede de fire direktører samt de to eksterne bestyrelsesmedlemmer.

Den britiske kapitalfond Montagu, som er fra 1968, havde længere erfaring og gik mere selvsikkert til værks. Kapitalfonden erhvervede sig Logstor i en budkrig med en anden kapitalfond. Transaktionen finansieredes af et LBO-lån på 1,4 mia. DKK.

Montagu købte den eksisterende strategi med management og eksterne bestyrelsesmedlemmer. Logstor betragtedes som en trimmet og professionelt ledet virksomhed, som var ekspansionsklar i Mellemøsten og Kina. Vendingen fra et EBT på gennemsnitligt -20 mio. DKK om året i perioden 2000-2003 til +116 på mio. DKK i 2005 imponerede Montagu.

Kombinationen af en professionel ledelse og en betydelig gældsfinansiering var formentlig hovedårsagen til, at Montagu vakgte at fokusere på en stram likviditetsstyring, mens ledelsen af virksomheden stort set helt blev overladt til direktionen. Bestyrelsesformanden spillede naturligvis fortsat en vigtig rolle, men han syntes at være tættere på den daglige ledelse end på kapitalfonden, både geografisk og i sit tankesæt.

Trods de helt forskellige tilgange er det dog muligt at sammenligne de metoder og kompetencer, kapitalfondene bragte i anvendelse i forhold til Logstor.

Virksomhedens kapitalstruktur: Kapitalstrukturen som sådan bragte ikke merværdi til virksomheden. I første ejerskabsperiode var den formentlig den eneste mulige, i anden ejerskabsperiode lagde den snævre bånd på ledelsens råderum.

I første ejerskabsperiode håndteres kapitalstrukturen dog fleksibelt, idet der ikke blev skudt mere kapital ind i virksomheden end højst nødvendigt. Først da det viste sig, at underskuddene i 2000-2003 førte til en udhuling af kapitalgrundlaget, blev der indskudt

75 mio. DKK i ansvarlig indskudskapital. Og da branchekonsolideringen krævede kapital til køb af APFS i 2005, kom kapitalfondene med yderligere 120 mio. DKK i egenkapital.

I anden ejerskabsperiode fordobledes gælden som led i overtagelsen, men da driftsindtjeningen stagnerede, opstod der vanskeligheder med at betjene gælden. Kapitalfonden ønskede ikke at indskyde mere kapital i selskabet, men valgte i stedet at sælge Logstor.

Agentomkostninger: Den eneste, der kunne påvise konkrete handlinger, som var blevet påvirket af incitamentsprogrammet, var FT. Han mente at kunne forklare selskabets løntilbageholdenhed med ledelsens private interesser. Hverken KF, BES eller CEO kunne dog påvise konkrete effekter af incitamenterne. I begge ejerskabsperioder var direktionen da også bundet op på eksekveringen af en stramt styret strategi. I første periode som følge af store underskud og behov for rationaliseringer. I anden periode som følge af den stramme likviditet som følge af den betydelige gæld. Gælden synes således i højere grad at have været afgørende for beslutningerne end incitamentsprogrammerne.

Kapitalfondene søgte dog også at reducere agentomkostningerne gennem direkte styring. Strategiformuleringen synes at have været et instrument i den først ejerskabsperiode, hvor kapitalfondene fastlagde effektiviseringer i produktionen gennem udflytning samt konsolidering af branchen som hovedmål. CEO1 ser ud til at have haft et noget mindre råderum end CEO2. Hovedforklaringen synes at være, at selskabets situation var mere presset under CEO1, samt at CEO1 havde behov for mere sparring end CEO2.

I anden ejerskabsperiode ser det ud til, at kapitalfonden fokuserede helt på økonomisk kontrol. Frem til 2009-10 havde direktionen relativt frie hænder og blev primært monitoreret på de økonomiske resultater. Da de udeblev i 2009-10 strammedes der til, og i 2012 afskedigedes CEO2.

Informationsasymmetri: Axcels/Polaris' køb af Logstor kan næppe tilskrives specielle evner til at finde undervurderede virksomheder med skjulte reserver. Det var snarere en redningsaktion, som endte med at blive vellykket, dels fordi afsætningsmarkedet vendte, dels fordi det lykkedes at købe hovedkonkurrenten billigt på det rigtige tidspunkt.

Der er heller intet, der tyder på, at Montagu havde bedre forudsætninger for at bedømme købet af Logstor. Noget tyder endda på, at kapitalfonden betalte for meget for selskabet pga. budkrigen med Advent samt de gunstige finansieringskonditioner i perioden umiddelbart inden finanskrisen.

I begge tilfælde undervurderede kapitalfondene risiciene. Axcel/Polaris var ikke forberedt på de beløb, der skulle investeres for at få gjort virksomheden rentabel, og Montagu var

ikke opmærksom på risiciene i Mellemøsten og Kina. Ingen af kapitalfondene havde forudset den afsætningskrise, der indtrådte umiddelbart efter købet af Logstor.

Værditransferering: Analysen viser, at der ikke har fundet nogen nævneværdig økonomisk transferering sted fra andre stakeholders til aktionærerne. Der var således ingen kreditorer, som (bevidst)⁶⁴ blev ringere stillet ved balancedispositioner. Lønvilkaarne blev ikke ændret i perioden. Det er en hypotetisk påstand, at lønningerne er steget mindre som følge af kapitalfondsejerskabet (FT), for en ikke-overtagelse havde formentlig ført til selskabets undergang.

På det ikke-økonomiske område tyder det dog på, at medarbejdernes indflydelse blev reduceret signifikant.

Der var øjensynligt ikke væsentlige skattefordele forbundet med transaktionerne. I første periode akkumuleredes der underskud i perioden 1999-2003, hvorved rentefradragsretten ikke kunne udnyttes, og i den anden periode indførtes fra 2009 et loft for fradragsberettigede renter i selskaber.

Netværk: Kapitalfondene var flittige brugere af deres netværk. Gennem netværket fik Axcel/Polaris tilbudt at investere i Logstor. Det var CEO2's netværk, der sikrede købet af APFS. Og det var gennem både Axcel's/Polaris' og Montagus respektive netværk, at salget af Logstor i sidste ende blev formidlet.

Netværket brugtes ligeledes til at finde bestyrelsesmedlemmer. De fire industrialister, Axcel/Polaris bragte ind i bestyrelsen, var enten kendte af kapitalfondene eller af personer i deres netværk. Montagu overtog to af disse bestyrelsesmedlemmer i forbindelse med købet, resten var egne medarbejdere, idet den ny formand var en fra netværket, som tidligere var blevet brugt som formand for andre porteføljeselskaber. Ved udpegningen af ny CEO i 2012 faldt valget på en af Montagus egne medarbejdere.

Kapitalfondene foretrak konsulenter, de kendte godt. Til specialopgaver synes det dog at have været mere almindeligt at anvende konsulenter uden for det nære netværk.

Involvering: Axcel/Polaris involverede sig noget mere i selskabets ledelse end Montagu. I første ejerskabsperiode var bestyrelsen et efterretningsorgan, idet de reelle beslutninger blev truffet på formandskabsmøder med deltagelse af formanden, de to kapitalfonde og CEO'en. I anden ejerskabsperiode var bestyrelsen tilsyneladende ikke-deltagende pga. interne problemer i kapitalfonden.

⁶⁴ Bankerne blev naturligvis blevet stillet ringere og tog tab under Montagus ejerskab. Men som udgangspunkt var det næppe været Montagus intention at transferere værdier fra bankerne som led i den samlede værdiskabelse.

CEO1 ønskede og fik betydelig support fra bestyrelsesformanden, mens CEO2 i højere grad arbejdede selvstændigt. I anden ejerskabsperiode var kapitalfondens support dog mindre, end CEO2 ønskede.

På en række områder spillede kapitalfondene en særdeles aktiv rolle. Under begge ejerskaber havde de alene ansvaret for finansieringen og varetog den overordnede kontakt til bankerne. De stod ligeledes for forhandlingerne omkring køb og salg af virksomheden, hvorimod tilkøb af virksomheder skete i tæt samarbejde med CEO'en.

At ansætte den rigtige CEO anses af både Axcel og Polaris for at være en af kapitalfondenes vigtigste beslutninger. Axcel/Polaris spillede en aktiv rolle omkring branchekonsolideringen, men tog derudover ingen selvstændige udviklingsinitiativer. Montagu tog slet ingen selvstændige udviklingsinitiativer i deres ejerskabsperiode.

Kapitalfondenes urgency var positiv for virksomhedens udvikling. I den første ejerskabsperiode peges på kapitalfondenes mod til at træffe beslutninger, presset på medarbejderne samt at hele processen var veldokumenteret. I anden ejerskabsperiode synes der ikke at have været samme urgency.

Kapitalfondene kan vise deres involvering ved at være synlige over for medarbejderne. Det gjorde Axcel/Polaris i et vist omfang, mens synlighed øjensynligt havde lavere prioritet i Montagus ejerskabsperiode. Under begge ejerskaber følte medarbejderne sig mindre trygte end under det forudgående familieejerskab.

Specialisering: Kapitalfondenes industrielle kompetencer bedømmes til at have været begrænsede, hvilket dog primært gælder kapitalfondenes egne medarbejdere. Det kompenseredes dog af de eksterne bestyrelsesmedlemmer, som ofte var branchespecialister eller i hvert fald havde industriel indsigt.

Mens virksomhedens bestyrelse under familieejerskabet var lokal og med begrænset branchekendskab, var bestyrelsen under det første kapitalfondsejerskab sammensat af både finanskyndige (kapitalfondenes repræsentanter) og branchekyndige (eksterne repræsentanter fra kapitalfondenes netværk). Under det andet kapitalfondsejerskab fortsatte de branchekyndige fra den gamle bestyrelse, mens kapitalfonden satte sine egne (finanskyndige) folk ind i bestyrelsen.

Det kan konstateres, at kapitalfondenes mangel på industriel indsigt førte til overraskelser i løbet af ejerskabet. Her fremhæves tunge beslutningsprocesser og afhængigheden af politiske processer.

Der er ingen entydig opfattelse af, hvorvidt kapitalfondene generelt må besidde særlige industrielle kompetencer. Det er mere påkrævet for en teknologitung industri end for de

relativt enkle produkter, Logstor leverer. På den ene side anses det for at være en fordel, at kapitalfondene kan sparre med direktionen om industrielle temaer, på den anden side forventes det, at direktionen og bestyrelsesmedlemmer med industriel indsigt har den nødvendige kompetence.

Casen i sin helhed: I den første ejerskabsperiode opretholdt selskabet en relativ konservativ finansieringsstruktur og tilbød ingen incitamentsordning til ledelsen. På begge områder afveg kapitalfondene således fra at anvende to centrale kapitalfondsinstrumenter. Kapitalfondene involverede sig til gengæld aktivt i ledelsen af selskabet, hvilket i høj grad begrænsede ledelsens råderum.

I den anden ejerskabsperiode arbejdede kapitalfonden til gengæld med en langt mere aggressiv finansieringsstruktur samtidigt med, at ledelsen fik en incitamentsordning med et betydeligt gevinstpotentiale. De nye ejere var til gengæld væsentligt mindre involverede i beslutningerne, som i høj grad blev overladt til den daglige ledelse.

Forskellen mellem første og anden ejerskabsperiode var således, at kapitalfondene i første periode styrede gennem kontrol og involvering, mens kapitalfonden i anden periode forsøgte at reducere agentomkostninger ved incitamentsprogrammer (motivationseffekten) og høj gæld (disciplinerings-effekten).

6. Case: Nycomed

Nycomed var en dansk medicinalvirksomhed med en bred vifte af indlicenserede medikamenter, som distribueredes over det meste af verden. Kunderne var hospitaler, læger og privat forbrugere.

Det karakteristiske ved medicinalindustrien er, at den kun i begrænset omfang følger udviklingen i de økonomiske konjunkturer. Omsætningen og indtjeningen følger i langt højere grad udviklingen i befolkningssammensætningen, udbredelsen af livsstilssygdomme samt opdagelsen af nye helbredelsesmetoder.

De store medicinalkoncerner ("big pharma") er meget afhængige af egen forskning og evnen til at udvikle og få godkendt produkter med et stort salgspotentiale, såkaldte "blockbusters". Nycomeds forretningskoncept var derimod at indlicensere produkter, som enten var udviklet og godkendt, eller som var langt i udviklingsforløbet.

Selskabet blev i 2011 købt af det japanske medicinalsselskab Takeda, som er i gang med at integrere selskabet i koncernen. Nycomed er ophørt som brand, og de forskningsaktiviteter, selskabet tilkøbte med Altana i 2006, er stort set nedlagt.

6.1. Historisk kontekst

I 1986 købtes norske Nycomed af det norske elforsyningsselskab Hafslund, som ønskede at investere selskabets stabile cash flow i et vækstselskab. Forbindelsen til Danmark opstod med købet af DAK-Laboratoriet i 1991. Senere erhvervedes medicinalaktiviteterne i det østrigske Chemie Linz, som havde en betydelig eksport til SNG-landene.

I 1996 solgte Hafslund selskabet til den britiske medicinalkoncern Amersham, som primært var interesseret i Nycomeds kontrastmiddel, men som ikke havde planer om at videreudvikle resten af selskabet. Amersham satte derfor selskabet til salg i 1998.

Mindst to kapitalfonde bød på selskabet: Nordic Capital og DLJ (senere CSFB Private Equity). Nordic Capital endte med at købe selskabet. Det interessante er, at det lykkedes Nordic Capital at presse prisen ned med henvisning til risikoen ved eksporten til SNG⁶⁵-landene, som senere skulle udvikle sig til selskabets guldæg.

Nordic Capital ansatte svenskeren Håkan Björklund fra Astra som selskabets nye CEO, og han blev en usædvanlig central person i udviklingen af selskabet i de følgende 12 år, hvor Nycomed gennemlevede tre kapitalfondsejerskaber, inden salget til en industriel investor. Toni Weitzberg fra Pharmacia, som i 2000 udpegedes som bestyrelsesformand, blev også

⁶⁵ SNG (Sodruzhestvo Nezavisimyh Gosudarstv) er den officielle forkortelse for de 12 tidligere sovjetrepublikker, som i 1991 gik sammen om en fredelig opløsning af Sovjetunionen. Den engelske forkortelse er CIS.

en af selskabets vigtigste drivere. Han besad posten i Nordic Capitals to ejerperioder 1999⁶⁶-2002 og 2005-2012.

I den første ejerskabsperiode blev egen forskning opgivet og i stedet fokuseredes på indlicensering af produkter fra amerikanske medicinalsselskaber, som ikke rådede over eget salgsnet i Europa. Her kunne Nycomed tilbyde distribution i Norden, Benelux samt i SNG-landene. Samtidigt strømlinedes produktionen, som koncentreredes på færre fabrikker.

I 2002 videresolgte Nordic Capital selskabet til et konsortium med CSFB Private Equity som den ledende kapitalfond og Blackstone som en vigtig nummer to. I de følgende to et halvt år udbyggedes distributionsnettet ved etablering af salgskontorer i Storbritannien, Italien, Polen og Spanien. Det undertippede SNG-marked voksede dog stærkest, og i 2004 blev denne landegruppe for første gang Nycomeds største marked.

I 2005 var Nordic tilbage som største aktionær, idet CSFB og Blackstone⁶⁷ dog beholdt en reduceret ejerandel. Året efter fik Nycomed tilbudt at købe det tre gange større tyske medicinalsselskab Altana, som ejerne igennem længere tid forgæves havde forsøgt at sælge til en industriel investor. Altana havde en stor forskningsafdeling, men ingen lovende pipeline. Til gengæld havde selskabet patentet på en blockbuster, som dog udløb inden for få år⁶⁸. Og så rådede Altana over et stort distributionsnet, specielt i Tyskland og Sydamerika.

Det lykkedes kapitalfondene at holde Nycomed på vækstsåret samtidigt med, at Altana blev tilskåret og integreret i koncernen. I 2010 ramtes Nycomed af, at to generikaproducenter⁶⁹ bragte produkter på markedet, som Nycomed mente var patentbeskyttet. I første omgang gik det så hårdt ud over Nycomeds indtjening, at selskabet måtte genforhandle covenants med bankerne med en renteforhøjelse til følge. Striden med de to generikaselskaber fandt først sin løsning i juni 2013, da begge invilgede i at betale Nycomed en erstatning.

I 2011 kontaktedes Håkan Björklund, Nycomeds CEO, af det japanske medicinalsselskab Takeda, som ønskede adgang til det europæiske marked. Takeda tog over i september 2011 og blev dermed Nycomeds første industrielle ejer i 12 år. Den nye ejer var primært interesseret i Nycomeds distributionsnetværk og besluttede sig for at nedlægge de fleste af de forskningsaktiviteter, Nycomed fik med i købet af Altana.

⁶⁶ Toni Weitzberg tiltræder dog først i 2000.

⁶⁷ Blackstone træder dog ud i forbindelse med købet af Altana.

⁶⁸ Det er mavesyre midlet Pantoprazole, som stod for 58% af Altanas omsætning.

⁶⁹ Det er israelske Teva og indiske Sun.

6.2. Specielle forhold

Nycomed var en medicinalvirksomhed, hvor ejerens kendskab til forskning, behandlingsformer, national tilskudspolitik var vigtig for at kunne forstå værdiskabelsen i virksomheden. Det specielle ved denne case er således, at den stillede store krav til ejerens specifikke industrielle viden.

Indtil 1999 og fra 2011 var Nycomeds ejere medicinalsselskaber, men i den mellemliggende periode gennemlevede selskabet tre kapitalfondsejerskaber. Det usædvanlige er, at en kapitalfond ejede samme selskab i to omgange. Nordic Capital var således både hovedaktionær 1999-2002 og 2005-2012. Lige så interessant er det, at CSFB beholdt en betydelig ejerandel i selskabet, da Nordic Capital genindtog positionen som ledende kapitalfond i 2005.

Svarene fra interviewene tyder dog på, at kapitalfondene havde et godt indbyrdes samarbejde uden at der var tvivl om, hvem der sad i førersædet. I de to sidste ejerperioder, hvor flere kapitalfonde deltog, var det konsekvent den kapitalfond med størst ejerandel, der repræsenterede ejerne over for direktionen og bankerne.

I samtlige tolv års kapitalfondsejerskab blev selskabet ledet af den samme CEO, som havde en betydelig indflydelse på udviklingen af selskabets strategi. Det er i høj grad årsagen til, at de tolv års kapitalfondsejerskab udviklingsmæssigt kan betragtes som én sammenhængende periode, ejerskifterne til trods.

Ejerskabet af en medicinalvirksomhed stiller noget større krav til branchekendskab end ejerskabet af mindre komplicerede virksomheder som DT og Logstor. Mange kapitalfonde fravælger derfor helt at investere i medicinalindustrien.

Alternativet er at anskaffe sig den nødvendige specialviden på partnerniveau (i kapitalfonden) og/eller på bestyrelsesniveau (i porteføljevirkksomheden). Nordic Capital, CSFB og Blackstone havde alle tilvalgt medicinalindustrien som et af deres fokusområder, og de havde alle partnere med et godt kendskab til industrien. Herudover hentede de alle branchespecialister ind i bestyrelsen for at supplere de traditionelle kapitalfondsrepræsentanters viden om finansiering og regnskaber med branchekendskab.

Denne case er således et typisk eksempel på en investering, som stiller store krav til ejernes industrielle indsigt.

6.3. Interviewpersoner

Selskabet var i tre perioder ejet af forskellige grupper af kapitalfonde: fra 1999 til 2002 af Nordic Capital, fra 2002 til 2005 af en gruppe ledet af CSFB Private Equity (tidligere DLJ) og fra 2005 til 2011 af en gruppe ledet af Nordic Capital.

Tabel 16. Interviewpersoner, Nycomed.

Fork.	Repr. for	Navn	Funktion	Fra	Til	Form	Tid
KF1	Kapitalfond (Nordic Capital)	Toni Weitzberg	Partner	03/2000		Telefon	49
			Bestyrelsesformand	09/2000 07/2005	10/2002 09/2011		
KF2	Kapitalfond (CSFB, Avista)	Tom Dean	Co-Managing Partner CSFB PE	11/1995	12/2004	Telefon	26
			Co-Managing Partner Avista	2005			
			Bestyrelsesformand	10/2002	07/2005		
			Bestyrelsesmedlem	10/2002	09/2011		
BES	Bestyrelse	C. G. Johansson	Bestyrelsesmedlem	03/2003	09/2011	Telefon	26
CEO	Direktion	Håkan Björklund	CEO	08/1999	09/2011	Face-to-Face	57
CFO	Direktion	Runar Björklund	CFO	10/1997	09/2011	Telefon	58
COF	Mellemedere	Christian Seidelin	SVP Corporate Finance	04/2002	07/2012	Face-to-Face	86
PRO	Mellemedere	Karin Andersen	VP Project Operations	1985		Face-to-Face	38
MRB	Medarbejderne	Conny Ditlevsen	Medarbejderrep. i bestyrelsen	05/1999	06/2003	Face-to-Face	73
BANK	Bank (Nordea)	Ivan Rasmussen	Head of Acquisition Finance	01/2002		Face-to-Face	57

Toni Weitzberg var bestyrelsesformand i Nordic Capitals to ejerskabsperioder og blev partner i kapitalfonden umiddelbart efter det første køb af Nycomed.

Tom Dean blev bestyrelsesformand ved DLJ-konsortiets køb i 2002 og blev menigt bestyrelsesmedlem, da Nordic Capital kom ind igen i 2005.

Toni Weitzberg er stadig partner i Nordic Capital, og han kan således næppe forventes at stille fonden i et dårligt lys. I interviewet kom han ikke desto mindre med enkelte kritiske bemærkninger til kapitalfundsmodellen. . Tom Dean var partner i CSFB fra 1995 til 2005, da han forlod selskabet for at stifte den ny kapitalfond Avista. Tom Dean, som stadig er ledende partner i Avista, kom ikke med kritiske vinkler, og afslørede herved tydelige holdningsforskelle i forhold til KF1.

Carl-Gustav Johansson var en af de industrialister, som blev hentet ind i bestyrelsen under CSFB's ejerskab. Det skete på foranledning af Håkan Björklund, som havde arbejdet sammen med Johansson i Astra. Weitzberg, Björklund og Johansson udgjorde kernen af industrialister blandt beslutningstagerne i perioden 2005-2011. Johansson har ikke længere tilknytning til hverken virksomheden eller kapitalfondene.

Håkan Björklund var den helt central person i selskabet, fordi han var med i samtlige 12 års kapitalfondsejerskab, og fordi han syntes at have haft en stærkere position end CEOs normalt har i kapitalfondsejede selskaber. Han virkede stærk på industrielle temaer, men samtidigt væsentligt mindre interesseret i finansielle temaer. Fsv. angår bedømmelsen af den anden ejerskabsperiode, hvor Tom Dean var bestyrelsesformand, var CEO biased af, at

han siden oktober 2011 har fungeret som Healthcare Operating Executive for den kapitalfond (Avista), som Dean nu er ledende partner i.

Runar Bjørklund var ikke blot med i samtlige 12 år under kapitalfondene, men han var også med i de to forudgående industrielle ejerskaber og kunne derfor perspektivere dem. Bjørklund har ikke længere tilknytning til hverken selskabet eller kapitalfondene, hvilket hans åbenhed under interviewet bar præg af.

Christian Seidelin, som var leder af Corporate Finance og rapporterede til Runar Bjørklund, havde den daglige kontakt til bankerne. Han har haft funktionen siden 2002 og var den af interviewpersonerne, der havde det mest indgående detaillkendskab til kapitalstruktur og finansiering. Bjørklund og Seidelin supplerede og bekræftede i høj grad hinandens udsagn. Seidelin er i dag uafhængig af både selskabet og kapitalfondene.

Karin Andersen var ansvarlig for Project Operations og stod for analyser og indstillinger omkring fabriksudvidelser, sammenlægninger og processer. Hun rapporterede til Charles Depasse, som var chef for HR, IT og IS, og hun havde en central rolle i forbindelse med integrationen af Altana i Nycomed og af Nycomed i Takeda. Andersen var på interviewtidspunktet fortsat ansat i Takeda.

Conny Ditlevsen var den af medarbejderrepræsentanterne i de tre cases, som var mest inde i virksomhedens udfordringer, godt hjulpet af viden fra det daglige arbejde i HR.

Ivan Rasmussen fra Nordea har været med i alle finansieringer og havde et godt detaillkendskab til forhandlingerne. Han kunne supportere mange af Seidelins betragtninger.

6.4. Resultater

Den 12 års periode, hvor Nycomed var ejet af kapitalfonde, kan opdeles i de tre *ejerskabsperioder*, hvor der sad forskellige ledende kapitalfonde for bordenden. Medregnes alle ændringer i ejerskabsstrukturen, var der imidlertid i alt tale om fem *delperioder*. De afgørende skift sker dog i forbindelse med, at der kommer ny ledende kapitalfond til, for dermed skiftes bestyrelsesformand samtidigt med, at der vedtages ny strategiplan. Man kunne dog også betragte femte delperiode som en selvstændig ejerskabsperiode, ikke blot fordi Blackstone erstattes af Avista som ejer, men mest fordi finansieringsstrukturen ændres i forbindelse med købet af det tre gange større Altana.

I modsætning til Logstor-casen giver det dog ikke mening at opdele selve analysen i ejerskabsperioder. I Logstor-casen er der således tale om et klart skifte i 2006, såvel i ejerstruktur som i ejerskabets fokus. I Nycomed-casen forholder det sig nærmest modsat. Den ledende kapitalfond i anden ejerskabsperiode byder allerede på virksomheden i første

runde og ”holdes varm” af Nordic Capital i hele den første ejerskabsperiode. Og i tredje ejerskabsperiode er kapitalfondene fra anden ejerskabsperiode fortsat med sammen med kapitalfonden fra første ejerskabsperiode.

Tabel 17. Nycomeds ejere 1999-2011

Ejerskabsperiode	Ledende kapitalfond	Delperioder	Start	Ejer	Andel
1. ejerskabsperiode	Nordic Capital	1. delperiode	05/1999	Nordic Capital*)	68,9
		2. delperiode	10/2001	Amersham	31,1
2. ejerskabsperiode	CSFB Private Equity	3. delperiode	10/2002	Nordic Capital*)	100,0
				CSFB PE	45,3
				Blackstone	26,1
				NIB/Alpinvest	11,1
				Carrilon	7,8
3. ejerskabsperiode	Nordic Capital	4. delperiode	03/2005	Nordic Capital	46,8
				CSFB PE	22,4
				Blackstone	12,8
				NIB/Alpinvest	10,1
		5. delperiode	00/2006	Nordic Capital	50,0
				CSFB PE	22,4
				NIB/Alpinvest	10,1
				Avista	9,6

*) Inklusive co-investorerne Investment AB Bure og Almännna Pensionsfonden Sjötte Fondsstyrelsen

Selv om der officielt forelægges og vedtages en ny strategiplan ved hvert ejerskifte, er der tale om en sammenhængende plan, som udvides succesivt fra et deleuropæisk til et paneuropæisk til et globalt distributionssigte. Hovedarkitekten bag planen er selskabets CEO, som sikrer, at der strategimæssigt snarere er tale om én sammenhængende 12 års periode end flere afgrænsede ejerskabsperioder.

Jeg har derfor fravalgt en systematisk opdeling af analysen af Nycomed i ejerskabsperioder.

6.4.1. Virksomhedens kapitalstruktur

Kapitalstrukturens værdi: Under de 12 års kapitalfondsejerskab foretages i alt fire refinansieringer af Nycomed i forbindelse med følgende hændelser:

1. Nordic Capitals køb af Nycomed i 1999.
2. CSFB-gruppens køb af Nycomed i 2002.
3. Nordic Capitals delkøb af Nycomed i 2005.
4. Nycomeds køb af Altana i 2006.

De tre køb af Nycomed sker på følgende nøgletal:

Tabel 18. EV, gæld og EBITDA ved de tre kapitalfondskøb af Nycomed.

EV, gæld og EBITDA i mio. EUR	1999	2002	2005
Enterprise Value (EV)	519	1.141	1.792
Gæld	413	625	928
EBITDA året efter	74	126	181
EV/EBITDA	7,0	9,1	9,9

Gæld/EBITDA	5,6	5,0	5,1
-------------	-----	-----	-----

Købsprisen på Nycomed steg for hver transaktion, og i 2005 betalte Nordic Capital en EV på 3,5 gange prisen i 1999. Men det var så også for købet af et selskab, der nu tjente 2,4 gange så meget, målt på EBITDA. Ikke desto mindre steg den betalte multipl for hver transaktion, hvilket kan tolkes som en forventning om stadigt højere indjeningsvækst. Gælden i forhold til EBITDA lå dog på nogenlunde samme niveau ved alle tre transaktioner. Køb til stadig højere indtjeningsmultipler (EV/EBITDA) var således ikke forbundet med stigende leverage (gæld/EBITDA).

I forbindelse med købet af Altana i 2006 steg gælden fra 1,1 til 5,7 mia EUR, men formelt faldt gæld/EBITDA, fordi Altana havde et betydelig cash flow. Dette cash flow var dog kun relevant for en kort årrække pga. patentudløb, og det giver derfor ingen mening at sammenligne denne fjerde refinansierings formelle nøgletal med de tre øvrige.

Der er delte meninger om, hvorvidt kapitalfondene valgte den optimale kapitalstruktur. Det ville være tilfældet, hvis det var lykkedes at optimere klienteffekterne således, at den billigst mulige refinansiering var opnået, givet krav til fleksibilitet. Dette emne analyseres i det følgende afsnit.

I dette afsnit ses alene på, om det i sig selv gav værdi at arbejde med højere leverage. KF1 mener ikke, at finansieringen i sig selv gav værdi, og COF påpeger, at strukturens robusthed aldrig blev testet, og værdien af den derfor er vanskelig at vurdere.

KF 1: Høj leverage har jo ingen betydning for virksomheden, forudsat at den ikke er så høj, at den sluger så mange penge, at der ikke er noget tilbage til at udvikle virksomheden for. Men det er heller ikke sådan, man lægger leverage. Når du ser det ud fra et managementsynspunkt, så har leverage, hvis den ikke er for høj, ingen større indvirkning.

COF: Igen, vi har altid været heldige at kunne levere, og vi har altid betalt vores gæld, så alle vil jo sætte sig ned og sige, det fungerede.

KF1's bemærkninger skal ses i lyset af, at hans fokus var det industrielle, ikke det finansielle. Hans kommentar kan således tolkes sådan, at leverage ikke har en *negativ* indflydelse.

Til gengæld peger CEO og CFO på RoE-effekten, at leverage skaber et højere afkast, hvis der kan genereres et operationelt afkast, der overstiger finansieringsomkostningerne (WACC).

CEO: Det gjorde jo, at man fik en leverage, det er selve ideen med private equity. ... Du kan vel sige det sådan, at hvis du har et afkast af egenkapitalen, som er ganske højt, og du kan låne penge vældig billigt, så bør man vel låne en vis mængde penge. Hvis jeg kan låne til 2% og få 10% i afkast, så bør jeg vel gøre det.

CFO: Leverage skaber jo altid værdi.

Jeg vil godt bare have dit syn på, hvordan det skaber værdi.

Det skaber jo mere værdi, fordi du får større afkast af egenkapitalen. Det er jo basic.

Alt andet lige medfører højere leverage også øget sårbarhed for virksomheden. Sådan ser CFO dog ikke på det.

CFO: Så det er primært, fordi det giver et højere return on equity?

Det er jo standardviden.

Det er det jo så ikke helt. For Miller og Modigliani har jo et andet syn på det. De mener jo, at kapitalstrukturen er ligegyldig for virksomheden. Så derfor er det meget vigtigt for mig i min research, at jeg får din holdning til det.

Min holdning er den gode gammeldags boglære, at leverage skaber en bedre return on equity.

Kapitalfondene søgte løbende at opnå den højest mulige leverage. Da Altana blev købt, måtte strukturen tilpasses et cash flow, som i starten var ganske betydeligt, mens som var tidsbegrænset som følge af patentudløb.

BANK: Nu var den jo meget speciel, fordi Altana havde jo et specielt produkt, der hed Pantoprazole, som løb ud i 12-13 eller 11-12. Og det var jo en cash cow uden lige, men betød også, at virksomhedens produktmix ændrede sig markant i det øjeblik, patentet udløb.

Hvordan tog I hensyn til det forventede fald i cash flow?

Det gjorde vi ved at lægge finansieringen, så du skulle afdrage så meget som overhovedet muligt, mens cash flowet var stærkt. Det lykkedes selskabet i perioden. Men så opstod der jo løbende nogle muligheder. Der var væsentlige amendments i lånedokumentationen, så at sige hvert eneste år. Fordi hele tiden opstod der nogle nye muligheder, som man prøvede at udnytte fra Nycomeds side af forskellig kaliber.

Altså opkøbsmuligheder og indicensering?

Ja, opkøb og nye produkter og hvor man ændrede produktionen, købte sig nogle nye markeder. Man købte noget i USA, skin care og sådan noget.

I 2007 lancerede de to generika-selskaber, indiske Sun og israelske Teva, konkurrerende produkter til mavesyremidlet Pantoprazole, Altanas hovedprodukt. Hele finansieringsstrukturen var imidlertid baseret på, at dette produkt sikrede Nycomed et betydeligt cash flow frem til patentets udløb i 2009.

I september 2007 rejste Nycomed sag mod de to selskaber, men i juli 2013 invilgede Teva og Sun i at betale en erstatning på 2,15 mia. USD. Angrebet på patentet førte imidlertid til et uforudset fald i Nycomeds indtjening, og dermed var der stor risiko for et covenant-brud⁷⁰. Selskabet måtte derfor kontakte bankerne med henblik på en genforhandling af lånebetingelserne.

KF1: Nycomed er alligevel udfordret, fordi de har jo bl.a. de der raids på deres produkt f. eks. fra en generisk farmaudbyder. De går ind og kopierer produktet. Og det er klart, det er en kritisk situation, fordi den kommer altså to år før udløb. Og det er sådan med de der generiske produkter, i løbet af et halvt år kan et generisk produkt så at sige halvere marginalen på basisproduktet.

CFO: Vi forberedte kreditorerne på, at vi var tæt på, men fik ikke et brud.

Det var vel som led i de problemer, der var med Sun og Teva?

Absolut. De tog relativt mange millioner fra vores bundlinje i nogle år.

Jeg ved, at I vandt sagen imod dem, men hvordan reagerede bankerne på det problem?

Det er klart, at bankerne var bekymrede over, at vi mistede flere hundrede millioner EUR på bundlinjen. Alle var jo bekymrede over det.

BANK: Lige pludseligt blev deres produkt raided (angrebet) af generiske udbydere, men Nycomed gjorde også meget ud af det her, selvfølgelig også baseret på vore anbefalinger om, at det var en speciel sag. Så der var halvårslige bankmøder for hele syndikatet, kvartalsvis opfølgning, altså de gik meget langt i forhold til, hvad traditionelle finansieringspakker normalt gør i informationsflow.

Umiddelbart inden covenanten blev formelt brudt, indgik Nycomed i juni 2010 en aftale med bankerne om at ændre covenant på den 3,7 mia. EUR store restgæld mod et fee på 50

⁷⁰ Nycomed havde følgende covenants: Leverage (Gæld/EBITDA), Fixed Charge Coverage (Cash Flow/Fundingomkostninger), Interest Cover (EBITDA/Nettorenter) samt et Capex-cap (loft over årlige investeringer).

basispunkter samt en forhøjelse af rentemarginalen med 100 basispunkter, svarende til en årlig merudgift på 37 mio. EUR.

Samspelet og relationerne mellem ledelse, kapitalfond og banker var givet en forudsætning for, at det lykkedes at finde en løsning. Men situationen viser, at værdien af høj leverage ikke er entydig, og at prisen i hvert fald er øget bankkontrol.

Klienteffekt: I forbindelse med både 2. og 3. ejerskabsperiode blev der optaget lån, der var efterstillet senior banklånene. Disse lån var målrettet et afgrænset investorsegment med en højere rente og en højere risiko end senior banklånene.

I første ejerskabsperiode blev der optaget lån for 412,9 mio. EUR, alle som senior banklån. Der blev således ikke anvendt finansieringsinstrumenter, som var tilpassede særlige investorgrupper.

I anden ejerskabsperiode udgjorde den indbetalte egenkapital 644 mio. EUR, mens der blev optaget lån for i alt 625 mio. EUR, heraf 320 mio. EUR i senior banklån. De resterende 295 mio. EUR blev fordelt på følgende to specielt strukturerede lån:

- 225 mio. EUR 11,5% senior obligationer 2013.
- 70 mio. EUR 16% mezzanin 2013.

Obligationslånet blev rated B3/B-, og henvendte sig udelukkende til high yield investorer. Mezzaninlånet var struktureret således, at 8% betaltes løbende, mens betalingen af de resterende 8% kunne udskydes til 2014. Dette lån rettede sig mod mezzanin-fonde, som er specialiseret i at opkøbe efterstillet LBO-finansiering.

I tredje ejerskabsperiode blev der indskudt 892 mio. EUR i egenkapital og optaget lån for 927,7 mio. EUR. Her var den særlige struktur et PIK-lån (Payment-In-Kind) på 396 mio. EUR, hvor renterne betaltes med nye obligationer. Dermed var lånet likviditetsneutralt frem til indfrielsen i 2013, idet lånets hovedstol voksede med rentetilskrivningen. Denne lånestruktur blev ikke mindst advokeret af CSFB Private Equity's moderselskab CSFB, som også havde stået for placeringen af både obligationslånet og mezzaninen i anden ejerskabsperiode⁷¹.

COP: Jeg tror også, at man fra CSFB havde et ønske om at vise markedet, at man kunne udstede PIK-notes.

Tror du, at det var lige så meget en markedstest, som det var...?

Ja, det tror jeg. Det var en markedstest, det var en markedsføring af selskabet også, det kunne man godt gøre på det pågældende tidspunkt.

I løbet af denne ejerskabsperiode købtes Altana for 4,2 mia. EUR, og i denne forbindelse omlagdes finansieringen. Ejerne indbetalte 500 mio. EUR i yderligere egenkapital, mens resten finansieredes med en ren seniorfacilitet på 5,7 mia. EUR, som ikke blot dækkede Altana-købet og låneomlægningerne, men også gav råderum for andre akquisitioner. Det

⁷¹ Sole Book-Running and Lead Manager.

dyre PIK-lån, som i mellemtiden var vokset til 475 mio. EUR, og obligationslånet på 225 mio. EUR blev indfriet, og dermed sparede kapitalfondene over 30 mio. EUR i renter.

Der var således tale om klienteffekter i de tilfælde, hvor der blev optaget lån ud over de almindelige seniorlån, dvs. obligationslånet, mezzaninlånet og PIK-lånet, som alle var målrettet specielle investorer.

Der er ingen tvivl om, at KF2 ønskede at maksimere leverage:

KF2: We were trying to get maximum available leverage.

Spørgsmålet er imidlertid, om PIK-lånet var nødvendigt for at opnå maksimal leverage. CFO of COF mener, at man godt kunne have finansieret hele akquisitionen udelukkende ved hjælp af seniorlån, både i 2002 og i 2005:

CFO: *Da I blev overtaget af CSFB, der optog I sådan et Payment-in-Kind lån i 2005. Ville det ikke have været muligt dengang at lave en almindelig seniorfinansiering?*

Jo, jeg og de som arbejdede i økonomi troede det jo. Men på det tidspunkt var det ikke muligt. Credit Suisse havde jo forberedt det, før vi kom i diskussion med dem. De havde ikke de samme kontakter, specielt i de skandinaviske markeder, som vi havde. Både Christian (Seidelin) og jeg troede, at det kunne gøres på en anden måde, men det lå mere eller mindre fast.

Det vil sige, at de havde besluttet sig for den struktur inden, at de formelt havde overtaget Nycomed?

Ja, det var planlagt før det formelle var på plads. De troede vel ikke rigtig på, at vi havde de kontakter, vi havde. Men når det er sagt, så ved vi jo heller ikke, om vi havde kunnet gøre det. Min mavefornemmelse var, at vi sandsynligvis kunne have gjort det på en anden måde.

COF: Det var simpelt hen ikke den rigtige finansiering for Nycomed. For det første var det en besværlig finansiering. ...

Hvorfor valgte CSFB den løsning?

Ja, af to årsager. Nu taler jeg meget personligt her, som jeg mener har været årsagen. Det kan være, at Håkan (Björklund) har en anden holdning til det. Den ene af årsagerne var, at man ikke forstod det skandinaviske bankmarked godt nok. Og det vil sige den styrke og det navn, som Nycomed havde i de skandinaviske markeder. Det havde man slet ikke forholdt sig til, og havde svært ved at tro, at vi egentlig kunne have løftet en helt anden finansiering igennem i stedet for PIK-notes.

Hvad skulle det have været i stedet for?

Det skulle have været rene seniorfaciliteter. Og det ville jo have været for det første langt billigere for selskabet, og det ville have været langt lettere at operere under.

KF2, CEO og BANK ser anderledes på det. De mener, at det først var realistisk at lave en ren seniorstruktur, da virksomhedens indtjening steg.

KF2: *I talked to the CFO and the treasurer, and they said, at that point of time they would have preferred a senior facility, because they found the PIK-loan burdensome. Why didn't you follow their advice?*

Because we couldn't. We didn't do expensive loans just because we wanted to. We were trying to get maximum available leverage. The senior loan market was not available at that much incremental debt, so simple is that.

They said, the international market, probably not. But as a Nordic company they had special relations and access to the Nordic financial market.

I disagree. I think at the time we tried to put in place the most efficient capital structure. But as the company grew later, of course we could access more senior loans. But at that time I think, it was our judgement, that we maximized the senior capacity for the company.

CEO: Med den belåning, vi havde, kunne vi ikke bare tage senior. Havde vi kunnet, havde vi naturligvis gjort det. Vi var tvunget til at anvende high yield bonds, og i visse tilfælde havde vi udstedt warrants til bankerne. Formålet med Payment-in-Kind lånet var at vi ikke betalte renter løbende, men at renterne akkumulerede. Så du mindskede din rentebelastning.

Var det noget, I var tvunget til? Mit indtryk er mere, at CSFB på det tidspunkt godt ville ud og teste markedet for Payment-in-Kind lån?

Nej, det var aldrig sådan, at vi gjorde noget, bare fordi bankerne synes godt om det og for at glæde dem.

BANK: Jeg tror, det bare var en måde at bringe WACC'en ned. Andet var det ikke. Ellers var seniorgælden simpelt hen blevet for stor. Der udnyttede du flere niveauer i kapitalstrukturen. Da Nordic køber den, er det relativt plain vanilla med seniorgæld og noget egenkapital. Så kommer en amerikaner ind, som bruger noget mezzanin med PIK-notes, så det er meget normalt, at man gør det.

Der er således delte meninger om, hvorvidt man udnyttede en klienteffekt eller blot fordyrede finansieringen.

Ejerkredibilitet: CEO og COF mener, at kapitalfondsejerskabet påvirkede lånemulighederne positivt. Mens CEO mener, at der generelt ses positivt på lån til kapitalfondsejede virksomheder, peger COF på, at Nordic Capital specifikt havde gode relationer til bankerne.

CEO: Tilliden til kapitalfondene, var det en vigtig parameter?

Ja, det tror jeg. Kapitalfondene opfattes af långiverne som professionelle og ikke som familieforetagender, som måske ville tage mere emotionelle hensyn. Det gør en kapitalfond ikke. Så på den måde opfattes de som professionelle, tror jeg.

COF: Hvor stor en rolle spillede det, at det var Nycomed, og hvor stor en rolle spillede det, at det var Nordic Capital, henholdsvis?

Der har helt klart været en stor indflydelse fra Nordic Capital. De kendte markedet. De kendte de forskellige banker, som kunne hjælpe os med at gå ud med den pågældende finansiering.

KF1 mener omvendt, at bankerne er mindre velvilligt indstillede over for private equity, hvilket afspejler sig i de højere låneomkostninger i forhold til industrielle ejere. Hertil skal dog bemærkes, at KF1's fokus var det industrielle, ikke det finansielle. Kapitalfondenes højere låneomkostninger skyldes således udelukkende, at bankerne må tage sig mere betalt for den højere leverage, kapitalfondene arbejder med, og at der i modsætning til lån til industrielle ejere sjældent stilles særlig sikkerhed.

KF1: Tror du det havde en stor betydning for credibility?

Nej, det tror jeg ikke. Bankerne er jo ikke specielt velvilligt indstillet til Private Equity. Private Equity må jo altid betale lidt mere i omkostninger.

Men det er jo fordi de har en høj leverage, at de må betale mere i credit spread?

Hvis en strategisk, altså en industriel, køber låner penge, så får de jo ofte bedre vilkår end Private Equity. Fordi de kan stille sikkerheder på anden vis.

Hurtig adgang til egenkapital: CFO anser det for vigtigt, at selskabet ejes af en kapitalstærk ejer, som er villig til at finansiere de nødvendige investeringer. BANK peger dog på, at forventningen om, at kapitalfondene i højere grad støtter deres virksomheder end andre ejere gør, ikke indgår i prisen af kreditfaciliteterne.

CFO: Du må hele tiden have plads til investeringer, og du må hele tiden have ejere, som er villige til at investere flere penge. Du kan ikke hele tiden satse på, at bankerne er med på at finansiere 100%. I en akquisition, der vidste du, at det er covenants og gældsstruktur ikke bygget til.

BANK: Er der i hele prisen og i den måde man reagerer på indbygget en forventning om, at kapitalfonden understøtter virksomheden hele vejen igennem?

Nej, det er der ikke. Ikke når du er inde i de store transaktioner. Der skal det være markedskonformt. Er det ikke markedskonformt, bliver lånene handlet ned. Og så sidder alle dem, der har investeret i det, og tager et markedstab. Der er markedet så gennemsigtigt i dag, så den kører på en pseudo-rating. Hvis selskabet ikke er rated, så laver du en pseudo-rating, og så hedder marginalen 400 basispunkter for en 5-årig eller whatever.

Under kapitalfondenes ejerskab synes *frasalgspresset* at have haft større betydning end adgangen til hurtig egenkapital. CEO peger på, at CSFB kom ind, fordi Nordic Capital

måtte sælge af hensyn til track recorden, som skulle danne basis for at rejse penge til den næste fond.

CEO: *Hvorfor kom CSFB ind i billedet? Var det fordi Nordic Capital ikke ville fortsætte?*

Det var fordi Nordic Capital skulle rejse en ny fond, og det var åbenbart, at Nycomed allerede var en vellykket investering på tre år.

Så det var for at lukke fonden af? For at have en track record for næste fond?

Præcist. Det her blev en særdeles god forretning, de kunne tjene mange penge i 2002, og så fik man en track record.

Men det var ikke fordi, at de ikke ville være med på det step, du ville tage?

Nej, nej, nej, absolut ikke. Nej, de ville cashe ind. De så way above what they had hope to be. Det var på ingen måde en konflikt.

BES, CFO og COF peger på, at kapitalfonden på et tidspunkt under ejerskabet kommer under pres for at sælge virksomheden. På det tidspunkt blev det vanskeligere for ledelsen at få kapitalfonden med på nye investeringer.

BES: Når det gælder kapitalfonde, så har de jo mere kortsigtede målsætninger. Man vil jo lave en exit, ikke hurtigst muligt, men på et passende tidspunkt og ikke vente for længe. Så de styres lidt af ejernes målsætninger om at kunne exit. Det er klart, at det påvirker den administrerende direktørs måde at handle på.

CFO: Jeg kan sige generelt, at når vi mærkede, at kapitalejerne begyndte at blive for tilfredse med investeringen, så er det vanskeligere for management at få en indstilling om køb af en ny virksomhed igennem. Så øger man nemlig atter eksponeringen, det tager længere tid at komme ud. Så sådan set kan du sige, at vi mærkede, både da Nordic gik ud i 2002. og da Blackstone ville ud igen i 2005. Jo tættere man kom på fondenes lukninger, desto sværere var det at få ekspansive planer igennem.

COF: Jeg kan fortælle, at bl.a. en væsentlig årsag til ændringen af ejerskab i 2002 er jo, jeg vil ikke kalde det et mismatch, men altså en forskellig holdning til, hvordan man skal udvikle selskabet.

Nordic Capital var ikke med på den der ekspansion?

Nej, de kunne se, det blev for mange penge for dem, og at den investering, de skulle lave, var både stor, men også langsigtet. Og derfor kunne man sige, så var deres horisont måske...

6.4.2. Ejernes agentomkostninger

Incitamentseffekt: Ledergruppens 9-10 medlemmer samt alle de mellemledere, der rapporterede til ledergruppen, fik tilbudt deltagelse i incitamentsprogrammet. Til at starte med var ca. 25 medarbejdere omfattet af programmet, men det voksede efterhånden til ca. 50. Da Altana blev købt i 2006 udvidedes programmet også til en lang række af det tyske selskabs mellemledere, således at ca. 100 medarbejdere var omfattet, da Nycomed blev solgt til Takeda i 2011.

Medarbejderne måtte låne penge for at kunne købe aktier i selskabet, men der var ikke tale om meget store summer. CEO, som havde den største aktiepost, investerede således 3 mio. DKK, da han tiltrådte i 1999.

For hvert salg realiseredes programmet, og medarbejderne måtte på ny investere i det ny program.

CEO: For i 2002, da vi solgte selskabet, der reinvesterede man, så vidt jeg husker, 50%.

Så 50% blev taget ud, og 50% blev reinvesteret.

Og i 2005 var det på samme måde. Man reinvesterede, men man tog penge ud, både i 2002 og i 2005.

Det interessante er, at de topledere der var omfattet af programmet ikke fandt, at det havde nogen betydning for deres performance. Det gælder således CEO, COF, og PRO. Denne holdning deles desuden af KF1 og BES.

KF1: Min personlige opfattelse er, at det ikke har spillet nogen stor rolle. Jeg er ikke en big believer i den her type programmer. Men vores branche, vi i private equity, er big believers i incentive-programmer. Jeg er ganske overbevist om, at en ledelse gør et lige så godt job uden.

BES: *Tror du, at Håkan Björklund ville have handlet anderledes, hvis han ikke havde haft den gevinstmulighed igennem incitamentsprogrammet?*

Nej, jeg kender Håkan Björklund godt. Han har altid været lige målbevidst og energisk, uanset hvilket incentiveprogram, der havde været.

CEO: *Var der nogle ting, du gjorde pga. incitamentsprogrammet? Altså, hvor du kan sige, det her, der havde jeg nok ikke gjort, hvis ikke..?*

Nej, nej. Jeg har den holdning, at det som var godt for Nycomed, det ville også være godt for ejerne. Både for os som ledelse og som investorer. Jeg så aldrig nogen konflikt mellem de ting.

COF: Jeg tror reelt ikke, at det ændrer ret meget. Jeg tror, at den rigtige medarbejder er lige interesseret i, at det går selskabet godt, hvorvidt han er investeret i det eller ej.

Mener du så, det tjener noget formål at have et incitamentsprogram?

Nej, det kan man jo ikke... Nej, jeg kan ikke sige noget, hvor jeg siger, okay, hvis vi ikke havde været en del af incitamentsprogrammet, så ville jeg have gjort andenes?

PRO: *Var det mest incitamentsprogrammet, det høje gælds niveau eller de stramme covenants, der bestemte, hvad man gjorde?*

Det var ikke incitamentsprogrammet. Det føler jeg ikke. ...

Så man kunne egentlig godt have undværet incitamentsprogrammet?

Det kunne man måske godt. Det var hele ånden, der gjorde, at man stod sammen om det her. Jeg følte ikke, at det var fordi, at jeg vidste at der kunne komme en gevinst, men at gøre det bedste man kunne i den givne situation var drivkraften for mig.

Både KF2 og MRB mener til gengæld, at incitamentsprogrammet i høj grad må have motiveret ledelsen, dog uden at kunne påvise hvordan. KF2 afviser, at skandinaviske ledere i mindre grad lader sig tilskynde af sådanne programmer end amerikanske ledere. MRB mener derimod, at incitamentsprogrammerne tilskynder ledelsen til at træffe kortsigtede beslutninger.

KF2: *Can you say, this was done because Håkan (Björklund) had a big incentive to do it, due to his incentive programme?*

That is a very difficult thing to say. Over the decade, that I have been a Managing Partner in Private Equity, we have invested about 10 billion USD in 90 portfolio companies. And I would say, cross all of those, we are very strong advocates of aligning incentives between the owners and the managers with equity. And that the managers participate in the value creation that their hard work delivers. Well, I can't say that they did this one thing because of the equity plan. I will say that I have seen a profound difference in managerial behaviour when managers have equity that can create large wealth. *You don't see any difference, for example, between people from the Nordic area and from America how they react on incentive programmes? Of course, in America incentive programmes are much more common than they are in Scandinavia.*

I can't speak to the companies in Scandinavia that don't have equity incentives. I can't speak to those that I don't know. Certainly, the behaviour pattern of the Nycomed team was similar to behaviour patterns in management teams we had in other companies with similar equity incentive plans.

MRB: *Har du nogen fornemmelse af, at Håkan Björklund, i sin egenskab af CEO, foretog handlinger, som han ikke ville have foretaget uden det her incitamentsprogram?*

Jeg kan kun gisne om det, jeg kan jo ikke bevise det. Jeg synes, at der var nogle kortsigtede beslutninger, specielt i den sidste ejerperiode, hvor det ikke handlede om en ongoing business, men det handlede om dress the bride og gøre os klar til salg. Men om han så gør tingene, fordi han får ordre på det fra Nordic Capital, altså vores ejere, og så parerer han bare ordrer. Han er jo professionel. Men jeg kan ikke forestille mig andet, end at når man har så mange penge i klemme, som hele topledelsen havde, så har de vel de samme synspunkter som dem, der ejer os, for de er jo ejere.

Incitamentsprogrammets betydning for de ledende medarbejderes adfærd synes således svær at dokumentere. To personer mener, at der må have været en effekt uden dog at kunne påvise den konkret. De fleste mener dog, at der slet ikke var nogen effekt. De medarbejdere, der var omfattet af programmet, kan naturligvis have underspillet effekten for at udvise ”klædelig beskedenhed”. Derfor er der interessant, at KF1, som repræsenterede den vigtigste kapitalfond, og som ikke selv var omfattet af programmet, afviser effekten og tilmed erklærer sig som skeptiker af sådanne programmer.

Der kan dog ikke ses bort fra, at ledelsen alligevel ikke kan træffe beslutninger alene ud fra motivation og interesser. I et kapitalfondsejet selskab med høj leverage sætter gælden således snævre grænser for råderummet. Det afvises dog af CEO, som ikke mener, at beslutningerne var styret af gælden. COF, som sad noget tættere på likviditeten, mener dog ikke, at man skal undervurdere gældens betydning. MRB mener helt klart, at gælden og cash flowet har været afgørende for beslutningerne.

CEO: *Det forhold, at du hele tiden skal tænke på likviditet, er det ikke noget, der påvirker dine beslutninger meget kraftigt?*

Det gør det, når du har en svag performance. Men jeg kan ikke komme i tanker om, at vi i Nycomed havde situationer, hvor vi undlod at gøre noget, fordi vi var forhindret af det pga. bankerne.

COF: *Hvad har haft størst indflydelse på de beslutninger, der er blevet truffet, incentives eller den høje gæld eller covenants?*

Incentives, det tror jeg efterhånden, at vi lærte at leve med, at vi ville det bedste for Nycomed. Så en kombination af det med at man er presset på den finansieringsmæssige del, fordi man vil yde så godt som overhovedet muligt for at undgå at skabe problemer over for bankerne.

MRB: Det blev meget oplevet som sådan stop-go. Så cash flowet i sig selv styrede vores handlinger. Det var min oplevelse.

Incitamentsprogrammet omfattede ikke kun beslutningstagerne i topledelsen, men også en lang række mellemlederere. CEO og CFO fandt det vigtigt, at man havde besluttet sig for at udstrække programmet til mellemlederne. CFO henviser til, at Nordic Capital var fuldt indforstået med den brede deltagerkreds, mens den CSFB-styrede investorgruppe ville have foretrukket et program for topledelsen.

CEO: *Gav incitamentsprogrammet i sig selv noget positivt drive i organisationen?*

Absolut. Det er klart, at det gjorde. Alle kunne jo selv regne og se, med den udvikling selskabet havde på bundlinjen, og med den gæld vi havde og man fik en vis multipel. Alle kunne selv regne ud, hvad det kunne blive til. Og vi gjorde ind imellem nogle beregninger for at motivere folk til at forstå...

Så på det generelle plan havde det en virkning, men det er svært at sige, at det dér gjorde jeg...

Det havde uden tvivl en stor effekt. Og det var derfor, jeg var ivrig efter at få tilpas mange med i programmet. Formentlig mange flere, end man plejer at have med i et sådant projekt. Jeg synes, det var vigtigt, at så mange som muligt, som havde en vigtig rolle, havde del i upsiden.

CFO: Vi prøvede at presse det længere ned, end det private equity normalt ønsker at gøre.

Det der med at omfatte så mange mennesker, det var et initiativ, som kom fra Håkans (Björklund) side mere end fra Nordic Capitals?

Ja, jeg tror, at Nordic Capital mere var med på det end vore andre udenlandske ejere.

Men foreslog de så, at man skulle lave et program for færre personer?

Nej, nu havde vi jo startet dette her, og det fortsatte vi med.

Både KF1 og PRO påpeger, at der var andre motivationsfaktorer end incitamentsprogrammet:

KF1: *Hvad mener du så er den primære driver for ledelsens initiativer og actions? Er det strategiplaner? Kan du pege på noget der?*

Det er jo ledelsens hensigt at gøre så godt et job som muligt. Da Håkan (Björklund) arbejdede på Astra, eller da jeg arbejdede på Pharmacia, vi havde jo ikke de her equity programmer.

PRO: Jeg mener, der er flere andre faktorer også som et godt og fleksibelt arbejdsmiljø

Gældseffekt: Den samlede gæld startede på godt 400 mio. EUR i 1999, toppede på knap 8 mia. EUR i 2006 og endte på 6,3 mia. EUR umiddelbart inden salget til Takeda i 2011. 16-doblingen af gælden fra start til slut fulgtes dog af en 19-dobling af EBITDA, selv om det er vanskeligt at sammenligne Nycomeds tal før og efter købet af Altana.

Det kan dog konstateres, at selskabet i 7 af de 12 kapitalfondsejerskabsår gav et negativt samlet årsresultat, fordi finansieringsudgifterne oversteg EBIT. Gældsbruken har således været spændt til det yderste.

KF1 og BES mente dog hverken, at den høje gæld var et problem, eller at den havde positive effekter:

KF1: *Var der slet ingen beslutninger, som blev påvirket af Jeres gældssituation? Jeg tænker på salg af virksomheder, indlicensiering af produkter.*

Nej, det vil jeg vove at påstå, at der ikke var.

Der er jo også nogle, der mener, at en høj gæld har en positiv virkning, fordi det får beslutningerne til at være lidt mere effektive, fordi man er nødt til at tænke på likviditeten hele tiden.

Uanset om man har gæld, så skal du arbejde med likviditet, med dit cash flow, med dit lager etc. En god ledelse behøver jo ikke at have kniven for struben for at arbejde. Det ligger jo i arbejdet.

Du mener ikke, at det er positivt i sig selv, at gæld presser?

Nej, det synes jeg ikke.

BES: *På hvilken måde mener du, at det høje gældsniveau i Nycomed har påvirket ledelsens beslutninger?*

Nej, det kan jeg ikke sige.

Det skal ikke glemmes, at både KF1 og BES sad i bestyrelsen som industrialister. Begge havde primært til opgave at tage stilling til indlicensieringer af produkter og køb af virksomheder efter indstilling fra CEO, som således fungerede som filter. CEO var tæt på likviditeten og forelagde formentlig kun beslutningsforslag, som der var likviditetsmæssig dækning for.

Både CEO, COF og PRO nævner, at gælden lagde begrænsninger på investeringerne.

CEO: *Men er der kun positive virkninger af høj gæld?*

Nej, det er der ikke. Der er jo altid en risiko, når man har gæld. Og det sætter jo også visse begrænsninger på, hvad du kan gøre rent investeringsmæssigt. Det er en balance. Man må ikke have for høj leverage, absolut ikke.

COF: Vi har levet godt med den gæld, der var i Nycomed, men gælden har ikke nødvendigvis altid været den rigtige gæld for Nycomed. Og det var så specifikt i forbindelse med PIK-notes. De lagde nogle begrænsninger på selskabet.

PRO: *Hvad mener du havde mest indflydelse på beslutningerne?*

Det var simpelt hen, hvor mange penge, der var i kassen.

Altså gælden?

Ja.

Havde du en fornemmelse af, hvor mange penge, der var i kassen?

Ja ... sådan, men det var fordi jeg sad så tæt på beslutningerne.

Men du er helt fremme i, jeg tror det er i 2010, at de første covenants bliver brudt?

Jo.

Hvordan er fornemmelsen, når det sker?

Det var jo ikke andet, end så måtte vi stramme livremmen mere ind. ...

Jeg ved, at der har været et par gange, hvor der var nogle ting, vi gerne ville, og hvor de sagde, at det var der ikke nok

penge til. Men så var det jo det.

Var det på baggrund af funderet viden, eller var det meget drevet af finansielle nøgletal?

Det var begge dele, men primært tallene.

Den stramme likviditetssituationen blev også bemærket af MRB, som påpeger, at der ikke blev investeret i bygninger, og at beslutninger ofte blev omgjort, fordi der manglende likviditet.

MRB: Man har aldrig villet investere i bygninger. Det svarer til, at du ikke vedligeholder vejene. Altså, hvis der kommer et hul i, så skynder du lige at lappe det, så der ikke er nogen, der får øje på det. ... Jamen, så endte man jo op med, så besluttede vi, at nu skulle vi sådan og nu skulle vi sådan. Og så lige i sidste øjeblik, når vi skulle til at effektuere, så blev gulvtæppet hevet, fordi vi fik ikke lov at lave den payment, der skulle være. Og det var uanset om det var clinical trials, der kunne blive udsat, eller om det kunne være et fælles IT-system. ... Det blev meget oplevet som sådan stop-go. Så cash flowet i sig selv styrede vores handlinger. Det var min oplevelse. Men jeg er ikke sikker på, at folk nede i organisationen oplevede det, for der blev givet gode forklaringer, og tingene bliver sagt på så højt level.

KF2, COF og PRO ser dog også positive ting ved den stramme likviditet og den høje gæld, fordi den tvinger til øget fokussering.

KF2: The capital structure that we create in all of our companies, where we are trying to maximize the prudent level of debt, does create discipline for the management, that said, they have to be highly focused on free cash flow, they have to be highly focused on making investments that have pay offs that are real, and they have to be highly focused on discipline within the restriction that that debt creates.

COF: Og derfor mener jeg, som vi talte lidt om før, så mener jeg, at du skærper dit fokus helt voldsomt meget ved at være underlagt...

PRO: Og også på business development var det meget mere, hvad er det så, vi vil gøre og sige, der må vi holde lidt tilbage dér, og så må vi gøre noget dér. Så du havde en meget stærkere prioritering. ...

Men tænkte du ikke, at netop fordi gældssituationen bestemte, hvor meget I måtte investere, at det lagde nogle begrænsninger?

Jo, det gjorde det, men der var det jo med at prøve at finde ud af, hvordan kunne vi være med til at minimere den begrænsning og sørge for at finde nogle forretningsområder, nogle projekter, nogle initiativer, der kunne prøve at bringe os ud af den stærke gæld.

Ledelsens handlefrihed har været indskrænket af gælden. MRB ser det som meget negativt, fordi hun primært ser det fra et medarbejderperspektiv. Formentlig har hun opfattet manglende investeringer som negativt for den fremtidige beskæftigelsessituation. Ledelsen, repræsenteret ved CEO, COF og PRO, har derimod haft større forståelse for, at mulige investeringer ikke nødvendigvis er profitable investeringer. Når bestyrelsens industrialister, repræsenteret ved KF1 og BES, ikke har opfattet gælden som en restriktion, skyldes det formentlig, at direktionen har undladt at indstille projekter, som ikke har opfyldt de højere forrentningskrav, som er en direkte følge af den knappe likviditet.

Kontrol: Mens incitamentsprogrammer kan påvirke adfærd, kan der opnås en mere direkte styring ved brug af kontrolmekanismer og direkte beslutninger.

Interviewpersonernes fokuserede i denne forbindelse på følgende fire temaer:

1. Hvordan bruges *strategiformulering*, og hvem formulerer den?
2. Hvor meget *råderum* gives direktionen af kapitalfonden hhv. bestyrelsen?
3. Hvordan og hvor tæt *moniterer* kapitalfonden og bestyrelsen direktionen?
4. Hvordan fungerer *kommunikationsvejene* mellem ledere og ejere?

5. Opstilles der klare mål for ledelsen?
6. Foregår der en effektiv rapportering?
7. Arbejdes der med contingency plans i form af en *profit protection plan*, hvis budgettet ikke overholdes?

Strategiformulering: CEO havde en særdeles central rolle omkring strategiformuleringen i alle tre ejerskabsperioder. Den helt overordnede strategi blev fastlagt i forbindelse med købene, men strategiske oplæg til indkøb af produkter og virksomheder samt etablering og sammenføring af fabrikker blev udformet af CEO. Det bekræftes også af KF1.

KF1: Vi havde en årlig rullende strategiproces. Den forberedtes af ledelsen med input fra bestyrelsen.

Så det var direktionen, der leverede input, og beslutningen blev så truffet af bestyrelsen?

Direktionen havde som input, hvilke køb der skulle gøres, og hvilke geografiske områder, der skulle prioriteres osv. Men beslutningsgrundlaget leveres jo altid af ledelsen.

Det forhold, at CEO sad i samtlige 12 års kapitalfondsejerskab gjorde, at der var tale om en glidende strategiproces, ledet af CEO.

KF2: At the end of the day the investment thesis was the same as when we first made our investment. And when Nordic (Capital) came back in, we were well along on executing that investment thesis. And frankly, as long as the company was doing a very good job, which they were, there was really no need to have a huge strategic review and trying to change what was already working quite well.

CFO: Jeg tror nok, man kan sige, at vi havde en stor ændring i strategi i 99, mens det i 2002 og i 2005 bare var nogle, der købte sig ind i de planer, vi allerede havde.

Bestyrelsens input til strategien var øjensynligt relativt begrænset. CEO afstemte sin position med de to bestyrelsesformænd, KF1 og KF2, inden forelæggelsen, og dermed var bestyrelsens direkte involvering forholdsvis beskeden.

CEO: *De strategier, som blev udviklet, var det nogen, kapitalfonden tog initiativ til, eller var det dig?*

Nej, det gjorde vi, det var ledelsen.

De købte ind på Jeres strategi?

Ja, de havde jo fremlagt en strategi i 99, jeg kom jo sent ind i processen. Da havde man en strategi, og den arbejdede vi efter. ...

Hvilken rolle spillede direktionen, ja, det er jo dig, der var ansvarlig for udarbejdelsen af strategiplanen?

Ja, sammen med ledelsen.

Ja, men det var på direktionsniveau, det var ikke på kapitalfondsniveau?

Ja, den blev lavet i direktionen, og så blev den præsenteret i bestyrelsen og besluttet i bestyrelsen. Men jeg havde aldrig diskussioner med Toni og med Tom. De var altid informeret om, hvilke tanker vi havde.

CFO: *Var det Jer eller var det kapitalfondene, der var drivere på strategiplaner?*

Det var os, som var drivere på strategi. Men vi kørte det jo selvfølgelig i bestyrelsen og fik guidance om, hvad de ønskede, og hvilken retning de ville have. Og så gik vi tilbage og finetunede det.

Hvad var det for en type guidance, I fik?

Det kan jo være, skal vi gøre mere på det område, se på det marked, den type ting. Det sker via en dialog.

COF: Strategi var noget Nycomed-selskabet udarbejdede og fremlagde til bestyrelsen. Og så har der selvfølgelig været en masse diskussioner derfra, men det var noget selskabet gjorde. ...

De har været strategiaccepterende, de har købt sig ind på en strategi?

Ja, de har købt sig ind på en strategi, som jo helt klart var Håkans (Björklund) værk.

PRO: *Var det Håkan, der drev strategiudviklingen, eller kom der mange impulser fra kapitalfonden?*

Mit indtryk var, at det var Håkan og ledergruppen, der drev det.

MRB: *Var det direktionen eller kapitalfonden, der kom med den nye strategi? Har du noget indtryk af det?*

Jeg tror, det var meget direktionen, men eftersom de var så meget indviklet i hinanden, så tror jeg, de var meget enige om det.

Direktionens råderum: Det er næppe bestyrelsen, der har været den største begrænsning på direktionens råderum. I første og tredje ejerskabsperiode har den personlige relation mellem KF1 og CEO derimod haft stor betydning for CEO's frihedsgrader. I anden ejerskabsperiode har CEO haft den fordel, (1) at selskabet havde en god indtjeningsudvikling på EBITDA-niveau, (2) at CSFB-gruppen havde købt sig ind på CEO's strategi, (3) at CEO's industrielle ekspertise lå noget over kapitalfondenes repræsentanternes og at (4) CEO fik hentet BES, en tidligere kollega fra Astra, ind som bestyrelsesmedlem.

KF1 afviser dog, af det blot var en formsag at få beslutninger godkendt af bestyrelsen. Men både KF1, KF2, BES og CFO påpeger, at langt de fleste forslag fra CEO blev godkendt.

KF 1: Hvordan var beslutningen, var det sådan, at 80% gik igennem? Hvor meget af det, direktionen kom med, gik igennem i bestyrelsen?

På indlicenseringssiden var det 70-75%.

Det var ikke sådan, at for det blev forelagt bestyrelsen, så havde man først talt med dig om det?

Jo, på store produkter. Men af og til kom der mindre produkter, som præsenteredes i en portefølje. Og som det i reglen ikke kom til mit kendskab før selve bestyrelsesmødet. Ved større indlicenseringer blev vi orienteret på forhånd.

KF2: But did you reject any initiatives from the management?

I am sure over a decade there were a few. But none stick out to my mind.

BES: Var der nogen af de initiativer, som Håkan Björklund tog, som blev afvist i bestyrelsen?

Jeg, det skete, men sjældent. Vi kom jo fra samme baggrund, og der er stor forskel på at lede et børsnoteret selskab – big pharma, som vi kalder det – og at lede et kapitalfondsejet selskab, som Nycomed jo var. Men i 90% af tilfældene støttede vi hans forslag. Men de ting vi havde indvendinger imod var af mindre betydning.

CFO: Men er det sket, at forslag fra ledelsen er blevet afvist af bestyrelsen?

Ja, det ville være mærkeligt, hvis det ikke var sket.

Kan du nævne nogen eksempler?

Nej.

Er det fordi du ikke vil, eller er det fordi, det er nogle småting?

Ja, det var småting. Jeg kan sige generelt, at når vi mærkede, at kapitalejerne begyndte at blive for tilfredse med investeringen, så er det vanskeligere for management at få en indstilling om køb af en ny virksomhed igennem.

I den anden ejerskabsperiode havde CEO en bestyrelsesformand (KF2) med mindre branchekspertise end i den første og den tredje ejerskabsperiode, hvor KF1 var formand. Det gav CEO et noget større råderum.

CEO: Betyder det, at under Tom Dean, der havde du større frihed?

Jeg vil ikke sige, at jeg havde større frihed, men jeg måtte påtage mig et større ansvar. For jeg havde ikke en person, som jeg kunne diskutere branchespørgsmål med. Der var meget, jeg kunne tale med Tom om, men Toni havde et stort branchekendskab.

Men kan man sige, at du var den, der var i førersædet på det industrielle, og Tom Dean var på det finansielle?

Ja, det kan du vel sige.

Bestyrelsen gav tilslutning til CEO's opkøbstempo:

CEO: Men var der ikke situationer, hvor de sagde, nu tager vi det lidt roligt?

Ikke i nogen vigtige spørgsmål, det husker jeg ikke. Der var sikkert nogle områder, hvor vi havde forskellige holdninger om nogle ting, men det var ikke sådan, at vi foreslog en stor akkvistition og fik et nej.

Den gode indtjeningsudvikling har i høj grad bidraget til, at ejerne har givet direktionen et betydeligt råderum. CEO's personlige forhold til KF1 har dog været afgørende i første og tredje ejerskabsperiode, mens CEO's store branchekendskab i forhold til ejerrepræsentanterne har givet ham betydeligt råderum i anden ejerskabsperiode.

Monitorering: Selv om bestyrelsen fik en detaljeret rapportering, er det ikke indtrykket, at der foregik en detaljeret monitorering af direktionen. KF1 og KF2 påpeger dog, at bestyrelsen nok krævede hurtigere svar på afvigelser i kapitalfondsejede virksomheder.

KF1: Som alle andre bestyrelser, så lægger man pres på ledelsen for at løse den situation, hvis den ikke bare er forbigående. Hvis man har en dårlig performance i et land, og du ser det i to kvartaler, så må du stille krav til ledelsen om at få gjort noget ved det. På den måde køres det hårdere af en private equity bestyrelse end af en public bestyrelse, hvor der kan gå længere tid, inden beslutningerne træffes.

KF2: We, being the whole equity group, reviewed the monthly financials in considerable details. Our teams would go through those with Bruno Prioccoli's team in considerable details, and if there were questions of any meaningful deviation, plus or minus, we would then raise those with Håkan (Björklund) at a higher level.

You went really down to the product line and the countries? How detailed were you?

Yes, both.

Det er dog CEO's opfattelse, at der først og fremmest fandt en finansiell monitorering sted. Det væsentlige for kapitalfondene var, at cash flowet kunne betjene gælden, og at covenants ikke blev brudt. Produktperformance var således ikke en afgørende del af overvågningen.

CEO: Hvor langt ned i detaljer gik kapitalfondene med monitorering?

De brugte mere tid på den finansielle monitorering end på noget andet. Og jeg var ikke den, de primært talte med, det var jo med Runar (Björklund) og Christian Seidelin.

PRO: På hvilket detailniveau monitorerede kapitalfondene Nycomed. Hvor langt gik man ned?

Det var aldrig noget, vi oplevede. Det var kun finance.

CEO bekræfter således, at den finansielle monitorering var det centrale, mens PRO afviser, at produktperformance var genstand for en detaljeret overvågning.

Korte beslutningsveje: Kapitalfondene var i løbende kontakt med både CEO og finansafdelingen. Derved sikredes det, at CEO hurtigt kunne få beslutninger om nye produkter igennem samtidigt med, at kapitalfondene havde et tidsnært overblik over selskabets likviditet og dermed investeringspotentiale.

CEO og CFO fremhæver begge, at der var korte beslutningsveje til ejerne.

CEO: I Nycomed havde vi korte beslutningsveje.

CFO: Vi havde ikke haft så korte beslutningsveje i et børsnoteret selskab, som vi havde i et privatejet selskab.

Det skal ses i modsætning til beslutningsstrukturen under de nye industrielle ejere, det japanske medicinalsselskab Takeda. Her nævner de to eneste interviewpersoner, der fortsatte i Takea efter salget, at beslutningsvejene var blevet længere.

PRO: Hvad er vigtigt for dem i den integrationsproces?

Det er egentlig, at Takeda er 235 år gammel, har en lang planlægningsperiode og Takedaisme. Det er også meget vigtigt for dem, at der ikke skete nogen forandringer.

MRB: Her føler man, at man ikke kan beslutte noget. Japan, i mine øjne, har det med at sidde og kigge i rapporter, og så kigger man i tal, så følge man med, hvad foregår der andre steder.

Denne holdning støttes af CFO:

CFO: Hvad synes du har været de væsentligste forskelle på Nordic Capitals hhv. CSFBs tilgang og så Takedas tilgang til virksomheden?

Jeg må jo sige, kapitalfondenes tilgang er relativ ens.

Og Takedas?

Takeda er et helt andet lokomotiv.

Der kører stærkt eller langsomt?

Det kører langsomt, og der tager det tid.

Tror du man kan bevare den der Nycomed-ånd under Takedas ejerskab?

Nej, nej, nej.

Klare mål: For både topledelsen og medarbejderne er det vigtigt at kende de mål, der er vigtige for ejerne. Kapitalfondene formåede øjensynligt at fastlægge klare mål, både operationelle og finansielle, og at kommunikere dem.

KF1: Håkan (Björklund) fik jo årligt mellem seks og ti mål af bestyrelsen.

KPIs?

Ja, du kan kalde dem KPIs, men det var lidt mere af den type, hvilken topline, han skulle levere, hvilken bundlinje, cash flow, nye produkter, geografisk ekspansion.

Så det var ikke bare financials?

Nej, af de ti var de tre vel financials.

Så det meste af det var industriel udvikling, kan man sige?

Ja, det kan du sige, men i forhold til bonusprogrammet havde det forskellig vægt. Financial performance vægtede jo tungere end lidt mere strategiske og bløde målsætninger.

Ifølge CFO førte de klare planer og mål til, at virksomheden undgik stressituationer:

CFO: Jeg følte aldrig, at man var i en stressituation på grund af høj gæld, fordi jeg følte, at vores planer tilsagde, at vi skulle klare den høje gæld. ...

Hvad var det, man kiggede på, var det cash flow eller var det EBITDA, der var det primære?

I vores månedlige rapporteringer, så handler det om cash flow, investeringer, vi fulgte salgsudviklingen i forskellige markeder og EBITDA. EBITDA og cashflow var det vigtigste.

Det var ikke blot topledelsen, der havde opfattelsen af klare mål. Ifølge MRB skabte målene således en entusiasme omkring virksomheden blandt medarbejderne i alle tre ejerskabsperioder:

MRB: Det blev meget mere professionaliseret. Det blev meget mere transparent forstået på den måde, at så fik vi missioner og visioner og værdier. Det at man har en retning og ved, hvor man skal hen, og der er nogle mål og nogle delmål, og der bliver sat nogle ambitiøse mål osv. osv., og der er en entusiasme omkring det, hvor man virkelig også får folk til at rende efter det her. Det opleves jo som et kæmpe løft. ...

Ja, man gjorde noget for, at organisationen vidste, hvad vej den skulle løbe.

Og det var noget, der gentog sig i de to følgende ejerskaber?

Ja, helt sikkert.

MRB mener også, at den klare strategi var med til at tiltrække mere målrettede medarbejdere:

MRB: Man tiltrak nogle, der havde en forretningsforståelse. Hvorimod de gamle medarbejdere, det var nogle, der havde denne her forsknings-farmaceutiske måde at tænke på. Efterhånden blev virksomheden mere og mere over i, hvad der er godt for business. Det var nogle andre typer medarbejdere, der kom ind. Og jeg vil sige, det var også med til at professionalisere det. Og med at man også vidste, hvor vi skulle hen, og hvad vi skulle arbejde for, og der blev sat nogle governance strukturer op, og der blev lavet en "how we work". Hvor er det, milestonene de er, hvor vi skal have truffet nogle beslutninger, her skal falde nogle penge, ergo det er her, vi skal have truffet nogle beslutninger. Så hele måden vi drev udvikling på, hele måden vi drev virksomheden på blev klar og transparent for alle.

De klart definerede mål gav således ledelsen og medarbejderne klare pejlemærker. Ganske vist var ledelsen selv drivkraften bag strategien, men de klart formulerede mål for

virksomheden gjorde det klart for både ledelse og medarbejdere, at ejerne bakkede ledelsens linje op. Det har øjensynligt også styrket ledelsens autoritet og troværdighed over for medarbejderne.

Effektiv rapportering: Forudsætningen for effektiv ledelse er, at konsekvensen af bestyrelsens og ledelsens beslutninger kan måles tidsnært. Derfor er det en fordel med et effektiv rapporteringssystem. Men for en kapitalfondsejer virksomhed, som er bundet op på en høj gæld med stramme covenants, er det tilmed en nødvendighed for at styre virksomheden fri af covenant-breaks.

Da de to generikaproducenter angreb Nycomeds patent i 2007, var det vigtigt for selskabet at være på forkant med bankerne. I god tid inden et covenant-break nærmede sig, kunne kapitalfondene og Nycomed orientere bankerne om selskabets udfordringer samt om hvilke modforanstaltninger, der ville blive truffet. Dermed havde kapitalfondene og selskabet en bedre udgangsposition ved genforhandlingen af låneaftalen.

CFO: Det vil sige, generelt havde bankerne stor tillid til, at I kunne opfylde planerne?

Ja, jeg følte hele tiden, at vi havde en vældig god dialog med bankerne, og vi informerede løbende. Vi havde jo kvartalsvist møde med dem per telefon, og to gange om året samlede vi dem også i London og gav informationer om, hvordan vi lå.

Profit protection plan: Netop i situationer som ovenstående er det en fordel at kunne forklare de finansierende banker, hvad ledelsen agter at foretage ved en uventet svag indtjeningsudvikling. Dels er det en fordel for virksomheden at have gennemanalyserede planer klar på forhånd, så ændringer i budgetforudsætningerne ikke fører til uigennemtænkte nedskæringer. Dels giver det bankerne en ekstra tryghed at vide, at debitor har en konkret plan klar, hvis der er udsigt til covenant-break.

Planen var dog ikke en følge af kapitalfondsejerskabet. Både KF1 og CFO mener, at sådanne planer altid forefindes i medicinalsekskaber.

KF1: I forbindelse med hvert budget havde vi en contingency plan. Hvis første kvartal lå under et vist niveau, så skulle der foretages bestemte besparelser. Det er jo ikke noget typisk private equity, det gjorde vi også i Pharmacia for 30 år siden.

CFO: Vi har jo hele tiden i den branche med patentprodukter og produkter under udvikling og store lanceringsomkostninger, så har vi altid en plan B i baghånden. Det havde vi, da vi var børsnoterede i Norge, Danmark, Tyskland, London og New York.

Så I havde ikke andet, end I havde før I blev overtaget af Nordic Capital?

Nej.

6.4.3. Informationsasymmetri

Opportunitetsidentifikation: De temaer, der blev berørt af interviewpersonerne var

1. Hvor meget bruger kapitalfondene *egne analytiske færdigheder* til at spotte investeringsmuligheder?
2. Har kapitalfondene specielle færdigheder i at afsløre *skjulte værdier* i målvirksomheder?

Egne analytiske færdigheder: Nordic Capital og kapitalfondene i CSFB-konsortiet støttede sig naturligvis til eksterne konsulenter i forbindelse med købet af Nycomed. CFO og COF, som var tæt på kapitalfondenes analytikere, vurderer begge, at kapitalfondene selv stod for en stor del analysearbejdet.

CFO: *Hvor meget var Nordic Capital selv involveret i analyseprocessen? De havde selvfølgelig BCG, men hvor meget går de selv ned og laver...?*

Det gjorde de nok en del. Frem for alt Fredrik Strömholm (daværende partner i Nordic Capital). Fredrik Strömholm var manden bag.

COF: *Var Nordic Capital henholdsvis CSFB, det ved jeg ikke, om du ved noget om, var de specielt involveret i analyseprocessen i forhold til eksterne rådgivere?*

Det har de været dybt involveret i, fulgt med og har været med på møder, diskussioner. De lavede så også deres egne analyser om, hvordan deres investering nu skulle løbe af stablen. Det har de været meget involveret i.

Skjulte værdier: Både i forbindelse med købet af Nycomed i 1999 og ved købet af Altana i 2006 identificerede kapitalfondene værdier, som industrielle investorer tilsyneladende ikke var parate til at betale ret meget for. Det britiske medicinalfirma Amersham havde købt Nycomed i 1996, fordi man var interesseret i et kontrastmiddel, resten af koncernen havde man ikke interesse i. CEO, CFO og COG bruger alle udtrykket "the ugly duckling", den grimme ælling, om resten af Nycomed, som Nordic Capital købte i 1999.

CEO: I Nycomed Amersham var Nycomed ikke core business. Det var the ugly duckling.

CFO: Og Nycomed Pharma var jo, som jeg kaldte det, the ugly duckling. Der var jo ingen, der brød sig om den, og vi var et sted barn i den store familie.

COF: Nycomed var jo the ugly duckling, en butik med et hav af forskellige produkter, og en kompleksitet, som var altoverskyggende.

Amersham havde således ikke focus på Nycomeds mange produkter, og havde ingen interesse i at videreudvikle forretningen. Med Ruslandskrisen i 1998 i frisk erindring anså man tilmed omsætningen med SNG-landene for en stor risiko og var parat til at give en rabat på cash flowet fra denne del af forretningen. Nordic Capital mente til gengæld, at der var et betydeligt potentiale i dels at lukke forskningen til fordel for indlicensering af produkter, der allerede var godkendt eller var tæt på at blive det, dels at koncentrere produktionen på færre fabrikker. Potentialet beskrives af CEO og bekræftes af MRB, som både arbejdede for Nycomed før og efter Nordic Capitals ejerskab.

CEO: *Hvad kunne Nordic Capital se, som industrielle investorer ikke kunne se?*

De kunne jo se, at det var muligt at foretage en effektivisering af produktionen. Du kunne skære i produktionen, som var i et alt for stort jakkesæt. Det kunne de se. Og de kunne se, at man kunne gøre tillægskøb. Man kunne have stand alone business.

Slå fabrikker sammen?

Ja, lukke fabrikker, men også købe andre bedrifter.

Så det var en effektiviseringscase?

Absolut. Historisk var det en effektiviseringscase. Der var ingen industrielle, der i 99 var interesserede i at købe et selskab som det.

MRB: *Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfonden mest efter overtagelsen af virksomheden?*

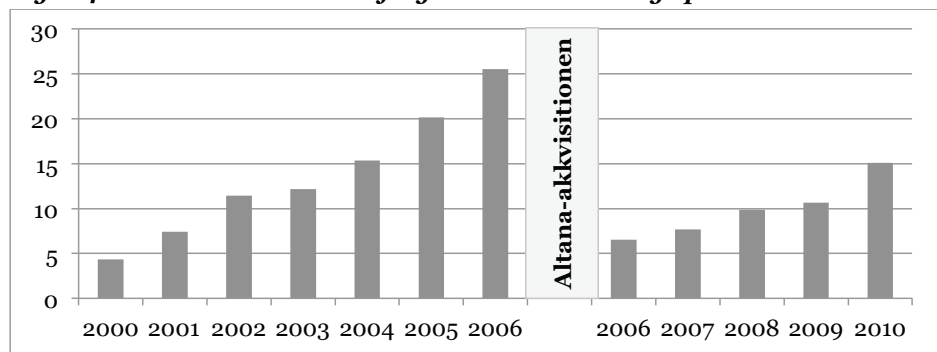
Jeg tror, at dem, der sad i vores bestyrelse, dengang Nordic Capital købte os i første omgang og så så på, hvor uprofessionelt og hvor farmaceutagtigt i sin tilgang den der ledelse var og totalt uden jordforbindelse. Det må de have tænkt.

Men der var ikke nogle ting, hvor de omvendt tænke: det ved vi for lidt om?

Det tror jeg ikke.

SNG-omsætningen viste sig i de følgende år at være et stort aktivt, og ikke den belastning, som Amersham havde vurderet den til.

Figur 4. SNG-landenes andel af Nycomeds omsætning i pct.



SNG-landenes andel af den samlede omsætning voksede således fra 4,4% i 2000 til 25,5% i 2006. Ved købet af Altana svarede de 25,5% til 6,5% af den nye og større koncerns omsætning, men denne andel steg til 15,2% i 2010. Mens omsætningen som helhed i gennemsnit voksede 6% om året, steg SNG-omsætningen med 13%.

KF1: Vi fik et prisnedslag. Rusland var jo den store upside, som vi fik realiseret.

Som I ikke betalte for, tværtimod?

Ja, som vi ikke betalte for. Jeg vil sige, at næst efter Altana-købet er Rusland den vigtigste value driver.

CFO: Da Nordic købte Nycomed tilbage i 99, der havde man jo først skåret CIS (SNG), det gamle Sovjetunionen, fra, det ville vi simpelt hen ikke have. Det var jo lige efter Rubel-krisen i 98, og der fik man faktisk mange penge for at overtage den risiko.

SNG er således den vigtigste value driver næst efter Altana, som KF1 udtrykker det. Når Altana bliver en endnu større value driver skyldes det ikke mindst, at selskabet købes til en relativ lav multipl. Allerede i efteråret 2005 forsøgte Altanas daværende ejere at afhænde selskabet, men afviste i første omgang at sælge til kapitalfonde, som på det tidspunkt ikke var politisk velsete⁷². Ejerne mente i første omgang at kunne forlange mellem 5,8 og 7 mia. EUR for selskabet⁷³, hvis største problem var, at det kun havde ét altoverskyggende indtjeningsgenererende produkt, nemlig mavesyreimidlet Pantoprazole. Selskabet rådede ganske vist over en stor forskningsafdeling, men den havde i årevis ikke fået godkendt et andet indtjeningsbringende medikament.

Da det ikke var lykkedes at få industrielle investorer til at byde en acceptabel pris for selskabet, afholdtes en auktion i september 2006, hvortil også finansielle investorer var inviterede. Den vandt Nycomed med et bud på 4,2 mia. EUR.

⁷² Jf. afsnit 1.3. Kritik af kapitalfonde.

⁷³ Wall Street Journal, den 18.10.2005.

Nycomed købte herved tre value drivere: Et stort distributionsnet i Tyskland og Sydamerika, et stort cash flow på Pantoprazole, som var patenteret frem til 2009 i Europa og til 2010 i USA og et selskab med et betydeligt effektiviseringspotentiale

Det viste sig, at Pantoprazole fik en bedre performance end ventet til trods for, at patentet blev angrebet af generikaproducenter i 2007.

KF1: Og så kan du også sige, at Pantoprazole havde jo en bedre performance, end vi havde turdet tro, da vi købte Altana.

Altanas distributionsnet passede relativt godt ind i Nycomed, som var underrepræsenteret i Tyskland og Sydamerika, hvor Altana var stærk repræsenteret. Det skulle vise sig at have en betydelig værdi for Takeda, som ved købet af Nycomed søgte eksponering i Europa og emerging markets.

Men en væsentlig del af business casen var at udnytte selskabets betydelige potentiale for omkostningsbesparelser, ikke mindst i den knap så succesfulde forskningsafdeling. Den hidtidige ejer havde kviet sig ved at foretage de nødvendige nedskæringer, formentlig af politiske grunde⁷⁴. Ved salget til en kapitalfond lykkedes det så at sige at "privatisere" denne ubehagelige opgave.

KF1: Og så fjernede vi mange omkostninger i Altana-strukturen. Med den samme topline fik vi en helt anden lønsomhed, end det selv var lykkedes for dem.

CEO: Altså, det var jo enormt undervurderet. De havde et stort cash flow, og der var et enorm besparelspotentiale. Vi fandt jo 300 mio. EUR i synergier og besparelser på tolv måneder. Og der kunne vi jo se, at de var overinvesteret. Man havde alt, hvad man behøvede, og lidt til.

Loyalitet over for hidtidige aktionærer: Håkan Björklund var Nycomeds CEO i samtlige de 12 år, selskabet var i kapitalfondsejerskab. Han kunne teoretisk have påvirket prisen i forbindelse med overgangen fra første til andet og fra andet til tredje ejerskab. Alle interviewpersonerne peger således på, at CEO'en var en usædvanlig central person i selskabet, og han har derfor uden tvivl været den, der har haft den bedste fornemmelse af selskabets reelle værdi. Hertil kommer, at der i ingen af tilfældene var konkurrerende bud, men direkte forhandlinger mellem kapitalfondene. Og da Takeda i 2011 viser interesse for at købe Nycomed, var det CEO'en, der fik henvendelsen.

Overordnet set havde CEO og kapitalfondene samme interesse, idet CEO var med hele vejen indtil det endelige industrielle salg. I forbindelse med begge de mellemliggende salg realiserede de ledende medarbejdere 50% af investeringen.

CEO: *Men det program, det fortsatte hele vejen, eller blev det...*

Programmet fortsatte, men vi etablerede også nye programmer. Vi tog ud til dem, som forlod selskabet. De, som blev, lod deres investering stå.

De reinvesterede det hele, hele vejen igennem?

Ikke hele vejen. For i 2002, da vi solgte selskabet, der reinvesterede man, så vidt jeg husker, 50%.

Så 50% blev taget ud, og 50% blev reinvesteret.

Og i 2005 var det på samme måde. Man reinvesterede, men man tog penge ud, både i 2002 og i 2005.

⁷⁴ Hovedaktionæren var BMW-arvingen Susanne Klatten fra Quandt-familien.

I forbindelse med alle tre salg har CEO således haft en interesse i, at salgsprisen blev så høj som mulig. De 50%, der blev solgt ved hver transaktion, repræsenterede en realiseret værdi, som CEO havde en interesse i at maksimere. De 50%, der blev reinvesteret i næste runde, var derimod neutral i forhold til salgsprisen, idet de ledende medarbejde investerede til samme pris som kapitalfondene. Højere pris for selskabet ville således både øge gevinsten og prisen på den næste investering, mens lavere pris både ville reducere gevinsten og prisen på den næste investering.

6.4.4. Værditransferering

Kapitalfondene skabte ikke værdi for aktionærerne gennem værditransferering fra kreditorerne. Til gengæld gjorde kapitalfondene meget ud af at optimere skattestrukturen.

Kreditorer: I forbindelse med alle fire transaktioner (de tre køb af Nycomed samt akkvisitionen af Altana) blev gælden omlagt, og långiverne samt investorerne blev betalt ud i overensstemmelse med de aftalte betingelser.

Alle seniorlån kunne, i overensstemmelse med standardbetingelserne, afvikles uden penalty.

Ved refinansieringen i forbindelse med anden ejerskabsperiode udstedtes to værdipapirer i marts 2003:

1. En 16% *mezzanin* på 70 mio. EUR med oprindelig løbetid til september 2013. Dette lån indfriedes ved den nye refinansiering i forbindelse med tredje ejerskabsperiode. I juni 2005 kaldtes restgælden på 50 mio. EUR til kurs 100.
2. En 11,5% *high yield bond* på 225 mio. EUR med oprindelig løbetid til september 2013. 221 mio. tilbagekøbtes i november og december 2006 til kurs 111,155, mens de resterende 4 mio. EUR kaldtes i marts 2007 til kurs 118,014.

Ved refinansieringen i forbindelse med tredje ejerskabsperiode udstedtes et værdipapir i marts 2005:

3. En 11,75% PIK-note på 396 mio. EUR med oprindelig løbetid til september 2013. Provenuet anvendtes bl.a. til at indfri mezzaninlånet. 474 mio. EUR af PIK-noten, som i mellemtiden var vokset til 478 mio. EUR, tilbagekøbtes i november 2015 til kurs 100,566, mens resten kaldtes i april 2007 til kurs 102.

Der var således tale om markedskonforme compensationer, som klart fremgik af prospekterne på udstedelsestidspunktet. Der blev således ikke flyttet værdier fra kreditorer til aktionærer i processen. Fsv. angår første ejerskabsperiode bekræftes det af CFO, mens COF bekræfter det for alle ejerskabsperioder.

CFO: *Var der nogen value transfer som følge af overtagelsen, ligesom med ISS⁷⁵, hvor de hidtidige obligationsejere blev ringere stillet?*

Nej, vi havde jo ingen långivere, vi havde jo ikke gæld, der var kun Amersham.

COF: *Blev hidtidige låntagere stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse?*

Nej. Der skete ikke en ISS, det gjorde der ikke.

Lønvilkår: Der foretages ingen ændringer i lønvilkaarene som følges af kapitalfondenes ejerskab.

CEO: *Medarbejderne løn- og arbejdsvilkår, de blev ikke ændret overhovedet?*

Nej.

COF: *Medarbejderne løn- og arbejdsvilkår, de ændrede sig ikke i forhold til før kapitalfondens overtagelse?*

Nej.

MRB:

Hvordan ændredes medarbejderne løn- og arbejdsvilkår sig i forhold til tiden før kapitalfondens overtagelse? Skete der overhovedet noget?

Nej.

Der blev effektiviseret kraftigt i løbet af kapitalfondsjerskabet, og det var kapitalfondene, der måtte udføre første del af medarbejderreduktionen i Altana. Det er dog ikke muligt at vurdere, om det i sig selv har været til ulempe for medarbejderne. Der kan således også argumenteres for, at effektiviseringerne har bidraget til at fastholde flere arbejdspladser på langt sigt end ellers.

Medarbejderindflydelse: Under det gamle ejerskab (Amersham) var medarbejderne ikke repræsenteret i bestyrelsen. De kunne kræve det, men gjorde det ikke. Først med Nordic Capitals køb af selskabet i første ejerskabsperiode tog KF1 og CEO initiativ til at få medarbejderne repræsenteret.

MRB: *Du blev valgt ind i bestyrelsen efter overtagelsen?*

Jeg blev faktisk inviteret ind af Håkan Björklund. Han blev bedt af Toni Weitzberg om at få medarbejderrepræsentation ind, for det var der ikke før.

Det var ikke lovmæssigt pålagt?

Det er lovmæssigt, at medarbejderne kan bede om det, men der var ikke nogen, der nogensinde havde gjort det. Og Nordic Capital kom ind, og de ville da i hvert fald gerne have en stemme, så de vidste, hvad der rørte sig blandt medarbejderne.

I anden ejerskabsperiode kølnedes interessen for medarbejderrepræsentation betydeligt. MRB valgte at forlade bestyrelsen, fordi de amerikanske ejere, CSFB og Blackstone, var negativt stemte over for medarbejderrepræsentation i bestyrelsen:

MRB: Der skete nogle ting, som gjorde, at siden vi blev overtaget,ovre i New York, der var man ikke interesseret i medarbejderrepræsentation. Og så havde de inviteret nogle andre ind udefra til også at deltage.

Det du siger er, at Nordic Capital var meget mere interesseret i medarbejder-repræsentation, end CSFB var?

Yes, de var overhovedet ikke interesseret i det. Når du kom i Nordic Capital som medarbejderrepræsentant, blev du behandlet 100% på lige vilkår med alle mulige andre. Da vi kom i New York, der hilste de ikke engang på dig. Altså, de lod nærmest som om, man ikke eksisterede i rummet. Hvis jeg endte op med at markere, fordi jeg havde lyst til at sige et eller andet, jeg blev overset. Og det gad jeg ikke.

⁷⁵ Der refereres til, at de kapitalfonde, der i 2005 købte ISS, lod det selskab, som oprindeligt havde udstedt obligationer, udbetale en superdividende på 5,7 mia. DKK. Derved reduceres egenkapitalen i det udstedende selskab fra 7,1 til 1,4 mia. DKK og obligationerne nedgraderedes af S&P fra BBB+ til B-.

Det bekræftes af KF2:

KF2: *What is your general opinion about employee representation in the Board of Directors? Does it have any value?*

I believe in having the CEOs as members of the Board of Directors.

But not employee representation?

No.

Ifølge MRB gjorde de nye ejere det svært for medarbejderrepræsentanterne at deltage i bestyrelsesarbejdet.

MRB: Der var bare noget, man aldrig fortalte. På akkurat samme måde som når vi diskuterede, hvad er det for en bonus, hvad er det for en aflønning, topledelsen skulle have, i bestyrelsen. Så arrangerede de det sådan, at medarbejderrepræsentanterne ikke havde en chance for at være med.

Det vil sige, I deltog ikke i diskussionerne?

Vi var inviterede, men så lå møderne oppe i Stockholm, nogle gange kunne de ligge i København, nogle gange i Stockholm, nogle gange i Oslo, forskellige steder.

Men I var vel inviteret, var I ikke?

Jo, jo. Vi var inviteret, og mødet skulle starte klokken 10, således at man kunne flyve ind samme morgen. Og når vi så sad i flyveren klokken 8, så blev der sendt en ny dagsorden ud, og så startede mødet lige pludseligt klokken 8, og så havde de handlet det af, når vi kom.

Holdningsforskellen mellem KF1 og KF2 afspejler i høj grad forskellen i corporate governance kulturen i KF1's hjemland (Sverige) og KF2's hjemland (USA). Oxelheim & Randøy (2005) påpeger således også, at anglo-amerikanske betyrelsesmedlemmer bringer corporate governance kulturen fra deres egne hjemlande med ind i bestyrelseslokalet frem for at tilpasse sig den kultur, der gælder i selskabets hjemland.

"Problemet" blev imidlertid løst, da der i 2006 etableredes et nyt Luxemburg-baseret selskab, som ikke havde krav om medarbejderepræsentation. Selskabet blev etableret i forbindelse med købet af Altana.

Tabel 19. Nycomed's indtjening, finansielle poster og skat.

Mio. EUR	EBITDA	EBIT	Finansielle poster	EBT	Skat
2000	92	41	-31	-5	1
2001	108	49	-24	12	-13
2002	121	53	-23	12	3
2003	126	-15	-63	-66	12
2004	129	53	-67	6	9
2005	157	-17	-89	-81	24
2006	168	46	-156	-83	27
2007	1.222	354	-77	235	-42
2008	1.208	352	-476	-78	46
2009	1.075	288	-15	233	40
2010	851	-44	-202	-229	-17
NPV (2000)	5.110	1.130	-1.192	-43	87

Skat: Fradrag af renteudgifterne i porteføljeselskabet er normalt det vigtigste element i kapitalfondenes skatteoptimering. Der kan da heller ikke være tvivl om, at kapitalfondene har draget fordel af, at renterne kunne fradrages. Gælden blev løbende tilpasset virksomhedens indtjeningsevne, og i de fleste tilfælde oversteg finansudgifterne EBIT.

Tabel 19 viser, at 2000-nutidsværdien⁷⁶ af Nycomeds EBITDA i alt udgjorde 5.110 mio. EUR, og at EBIT, det beløb, der er til rådighed til betaling af renter, skat og udbytter, udgjorde 1.130 mio. EUR. Finansielle poster androg dog alene 1.192 mio. EUR, således at resultatet før skat (EBT) blev negativt med 43 mio. EUR. Nettoeffekten var en negativ skat på 87 mio. DKK.

Det kan således konstateres, at Nycomed ikke blot opnåede en skattebesparelse, men kunne opbygge et skatteaktiv i kapitalfondenes ejerskabsperiode. I Nycomeds sidste officielle regnskab i kapitalfondsejerskab (2010) var da også registreret et skatteaktiv på 122 mio. EUR.

I forbindelse med akkvisitionen af Altana i 2006 etablerede kapitalfondene Nycomed S. C. A. SICAR i Luxembourg. Denne specielle selskabsform introduceredes i Luxembourg i 2004 og er skræddersyet til private equity. SICAR-selskabet kan antage fem forskellige juridiske former, og i det konkrete tilfælde er der tale om et aktiselskab. Kravet er, at selskabet skal investere i risici (f. eks. en virksomhed, ikke statsobligationer), og at intentionen er at udvikle aktivet. Når investeringen realiseres ved videresalg, kan selskabet opløses uden væsentlige omkostninger, idet gevinsten (i Luxembourg) betragtes som skattefri kapitalgevinst. Denne struktur ville ikke have været mulig i Danmark.

Ved at overdrage aktiviteterne til det luxemburgske selskab undgik kapitalfondene desuden at blive omfattet af EBIT80-reglen, som fra 2009 limiterede de fradragsberettigede renter i danske selskaber til 80% af EBIT. Hvis kapitalfondene (teoretisk) havde været underlagt denne regel i hele perioden, ville de have mistet retten til at fradrage renter for 733 mio. EUR (2000-værdi). Alene i 2010 ville de ikke kunne fradrage renter for 237 mio. EUR (2010-værdi) svarende til en skattemerudgift på 59 mio. EUR.

KF2 afviser, at kapitalstrukturen var skattedrevet:

KF2: *Would you regard the capital structure as tax driven, was that an important element?*

No. The capital structure was not tax driven. The capital structure was driven to maximize RoE and IRR.

Da skatten udgør en væsentlig del af både RoE og IRR, er udtalelsen tvetydig. KF2's udsagn relativiseres da også af CEO, som skelner mellem skattedrevede og skatteoptimerede strukturer:

CEO: *Jeg tænker bare på, om kapitalstrukturen var tax-driven?*

Det var den jo delvis, det er den jo for alle kapitalfonde.

Men det er jo blevet vanskeligere i Danmark?

Det er blevet vanskeligere i det hele taget. Den var ikke tax-driven, men tax-optimizing. Det gør alle virksomheder, det skal alle virksomheder gøre.

⁷⁶ Der er anvendt en diskonteringsats på 4%.

CFO og COF er til gengæld mindre i tvivl om, at skat er en omkostning, som må minimeres. COF antyder, at Altana-købet ville have været en dårlig forretning, hvis den var sket gennem et dansk selskab.

CFO: *Men kapitalstrukturen, førte den ikke til nogen væsentlige skattebesparelser, fordi I havde så meget gæld?*
Nej, vi havde jo et fantastisk held. Ejendommene i selskabet var ejet gennem Danmark. Og Danmark var på den tid et fantastisk skatteland.

Senere hen er der kommet den der EBIT-regel, som begrænser, hvor mange renter, du må trække fra i skat.
Ja, netop. Men vi havde det jo bedre i gamle dage. Vi slap for at udbetale udbytte gennem Danmark, fordi vi havde andre søsterselskaber, som hjalp os, når vi fik mere gæld og skulle betale renteudgifter, så måtte vi have penge op via Danmark og Norge, og derfor etablerede vi jo et selskab i Danmark. Meningen var at undgå dobbeltbeskatning. Og derfor etablerede vi det i Danmark. Og så, selvfølgelig, fik vi gæld, som man naturligvis skal have rentefradrag for. For mig er skat en omkostning som alle andre.

COF: *Førte kapitalfondens nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser?*

Ja, det gør den jo indirekte, fordi du lige pludselig lægger en masse gæld i selskabet, du får en masse renter, og den rentepost vil jo være fradragsberettiget.

Tror du, det har været en driver bag strukturen?

Nej, men det havde været en driver, hvis du ikke kunne få fradrag for dine renter, til ikke at gøre investeringer for de forskellige kapitalfonde.

Hvis EBIT-80 reglen var blevet indført allerede dengang, så ville det formentlig ...

... så ville det nok have sat nogle begrænsninger for, hvad der var sket af ændringer af ejerskaber og potentielt også et opkøb af Altana Pharma.

Det kan således konstateres, at kapitalfondene helt undgik at betale skat i den periode, Nycomed ejedes af danske selskaber. Ved at etablere et holdingselskab i Luxemburg undgik kapitalfondene dels konsekvenserne af begrænsningen af danske selskabers rentefradragsmuligheder, dels opnåede de en billigere måde at fordele udbyttet på, når selskabet skulle videresælges. Så på den måde foregik der en betydelig værditransferering fra danske skatteydere til Nycomeds aktionærer.

6.4.5. Netværk

Interviewpersonerne fokuserede på tre områder, hvor netværket havde betydning for kapitalfondenes arbejde

- Ved køb og salg af virksomheder.
- Ved finansiering af virksomhedskøb.
- Ved udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere.
- Ved brug af konsulenter til udarbejdelse af due dilligence eller udførelse af restruktureringsopgaver.

Køb og salg af virksomheder: Kapitalfondene brugte både netværket ved salget i 2002 til CSFB-konsortiet og ved salget til Takeda i 2011. Der var således hverken tale om officielle budrunder eller involvering af investeringsbanker.

KF1: Vi syntes, at vi havde nået så tilpas meget af den strategiske agenda, som vi havde sat i 1999. Og vi syntes, at der var der en god anledning til at sælge. Men det var jo ikke en aktiv salgsproces fra vores side. Det var ikke sådan, at vi gik ud i en stor proces og sendte forespørgsler til 10-12 selskaber. Præcist som da vi solgte sidste gang til Takeda, så var det en eksklusiv diskussion med én, som var kommet med et forslag.

Det var drevet af køberinteresse?

Ja, eksakt.

Det vil sige, at CSFB kom til Jer?

Præcist.

Og det samme, da Takeda købte. Det var også Takeda, der henvendte sig til Jer?

Ja.

Takeda, henvendte de sig så til direktionen eller til bestyrelsen?

De havde en første kontakt med ledelsen.

CEO: Hvordan kom Takeda overhovedet ind i billedet?

De sendte mig en e-mail, deres head of business development, som jeg havde mødt i anden sammenhæng, da hun var på (kapitalfonden) Millennium. Og hun ville træffe mig sammen med deres internationale chef for at diskutere forretningsmuligheder.

Er det ikke normalt bestyrelsesformanden, man kontakter?

Jo, men jeg var ikke en almindelig CEO.

Nu kan man sige, du havde jo også en meget god kontakt til Toni Weitzberg.

Ja, og så kendte de mig i forvejen og havde allerede truffet mig. Så de kom til mig i november 2010. Og sagde, at de var interesseret i et samarbejde. Jeg sagde, at der kun var én mulighed. De sagde så, at de var "authorized to do anything".

PRO: Der var slet ingen budproces?

Nej. Nycomed blev kontaktet af Takeda. Så vi var ikke på den måde sat til salg.

Akkvisitionsfinansiering: Kapitalfondsejede selskaber er normalt særdeles ombejlede af bankerne, som ser forretningsmuligheder i forbindelse med finansieringen af transaktionerne og samtidigt håber at få del i kapitalfondenes M&A-aktivitet. Det skaber et netværk, som giver kapitalfondene vigtige informationer. Som bindeleddet til bankerne kom CFO og COF tæt på forbindelserne mellem kapitalfonde og banker.

CFO: Hvem var det, der holdt kontakten til bankerne? Jeg ved selvfølgelig, at du gjorde og Christian Seidelin gjorde, men hvilke roller havde Mark Bulmer, Fredrik Strömholm og Kristoffer Melinder (medarbejdere i Nordic Capital)?

De havde intet andet forhold til bankerne, end at de var i kontakt med alt for mange banker. Alle banker kimer de folk ned, der arbejder med private equity.

Med nye finansieringsforslag?

Alle banker er jo interesseret i at være med på næste deal. Se på dette target, det ser godt ud, og så kommer vores låneafdeling løbende efter. De havde mere kontakt på det niveau, mens den daglige operative kontakt varetoges af os, først og fremmest af Christian (Seidelin), Anne Holm og så mig.

COF: Kapitalfondene har jo siddet der, fordi ... vi vil gerne give Jer noget, til de banker, der kan hjælpe os med finansieringen, og så håber de på, at de får noget igen, de gode ting kommer i forbindelse med potentielle opkøb.

Udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere: I 1998 kontaktede Bo Söderberg, partner i Nordic Capital, KF1. De havde tidligere været i kontakt med hinanden omkring M&A-aktiviteter i tilknytning til Pharmacia, som KF1 arbejdede for. Söderberg ville overtale KF1 til at opbygge Nordic Capitals health care aktiviteter med udgangspunkt i købet af Nycomed. KF1 blev i første omgang inddraget som rådgiver i forbindelse med købet.

CEO kontaktedes nogenlunde samtidigt af Fredrik Strömholm, en anden partner i Nordic Capital, som tilbød ham jobbet som CEO. KF1 og CEO tog kontakt til hinanden omkring deres respektive tilbud om en ledende position i Nycomed. De kendte hinanden fra Pharmacia, hvor de begge arbejdede i perioden 1985-89.

KF1: Men du kommer efter, at Nycomed var købt, ikke?

Ja, officielt.

Var du allerede med i overvejelserne om at købe Nycomed?

Ja, som rådgiver. Jeg havde en kontakt med en af partnerne, Bo Söderberg, som var ansvarlig for det første køb. Vi talte en hel del sammen, da jeg var på Pharmacia. Og det førte til, at jeg fik en opfordring til at overtage posten som bestyrelsesformand i Nycomed og opbygge en health care aktivitet i Nordic Capital.

Så det var gennem Bo Söderberg, du kom ind?

Ja.

Kendte du på det tidspunkt allerede Håkan Björklund?

Ja, meget godt. Håkan og jeg arbejdede sammen i 1987.

Var det hos Pharmacia?

Ja, hos Pharmacia. Siden gik Håkan til Astra, og jeg blev hos Pharmacia. Men vi arbejdede fortsat inden for samme forretningsområde, inden for oftalmologi, altså læren om øjenssygdomme. Jeg mødte Håkan, da han kom direkte fra Karolinska Institutet. Pharmacia var jo hans første job efter universitetet. Der var jeg der allerede, så vi arbejdede sammen i nogle år.

CEO: Ja, det var mig, der hjalp med til at finde Toni. Jeg var på Nycomed. Jeg havde kendt Toni i 25 år. Da jeg blev ansat på Nycomed, ringede jeg til Toni for at spørge, om han syntes, at jeg skulle tage jobbet. Så ringede Toni til mig seks måneder senere og fortalte, at Nordic Capital havde kontaktet ham for at få ham ind som partner.

CEO var en central person i forbindelse med udvælgelsen af medarbejdere til virksomheden. Han brugte således flittigt sine kontakter til medarbejdere i Astra, som han hentede til Nycomed.

CEO: Ja, hovedparten af ledelsen kom via mig.

Runar, han var gammel...

Ja. Men head of business development, Kerstin Valinder, kom sammen med mig fra Astra. Head of R&D Thor-Björn Conradsson kom også med mig, også fra Astra. Vi havde Aksel Sørensen (indlicensering), som også kom fra Astra. De tre kom direkte, næsten samme uge.

CFO: Thor-Björn Conradsson, sad der jo i sin tid, Timo Tiivola, Anders Ullman.

De kom på grund af Håkan (Björklund), går jeg ud fra?

Ja.

Så han var en meget central figur i at tiltrække medarbejdere?

Ja, ja. Håkan har været en central figur i Nycomed.

Tabel 20. Ledende medarbejdere i Nycomed fra Håkan Björklunds netværk.

Navn	Funktion	Periode i Nycomed	Tidligere arbejdsgiver
Kerstin Valinder	EVP, Head of Business Development	1999-2011	Astra og AstraZeneca (18 år)
Aksel Sørensen	EVP, Head of In-licensing	1999-2004	Astra
Thor-Björn Conradsson	EVP, Head of Research & Development	1999-2006	Astra og AstraZeneca (17 år)
Timo Tiivola	SVP, Head of Commercial Operations	2003-2010	Pfizer, MD i UK & Irland
Anders Ullman	EVP, Head of Research & Development	2007-2013	Bayer.Chef for R&D Astra, Head of Clinical R&D

I den anden ejerskabsperiode havde CEO brug for en ekstern industrialist i bestyrelsen, som havde fået en stærk overvægt af finanseksperter fra kapitalfondene. Han fik derfor lov at henvende sig til Carl-Gustav Johansson (BES), som han havde arbejdet sammen med i Astra. BES var senest CEO for Astra i USA, men havde været chef for samme forskningsenhed i Astra som CEO.

BES: Da jeg gik på pension, blev jeg kontaktet af Håkan og Toni Weitzberg.

Var det Håkan (Björklund) eller Toni (Weitzberg), der kontaktede dig?

Det var begge to samtidigt, men det var muligvis to forskellige initiativer.

Kendte du Håkan gennem længere tid fra Astra?

Ja, vi har aldrig arbejdet direkte sammen, men vi kendte hinanden godt, og vi tráf hinanden på møder og ved diskussioner. Men vi var aldrig i samme organisationsenhed.

CEO: *Men brugte du så dit netværk til at skaffe andre folk ind i Nycomed?*

Ja, C. G. Johansson kom via mig. C. G. Johansson, han var i Astra i USA.

CEO brugte således både sit netværk til at hente nøglepersoner ind i ledelsen og til at finde en kvalificeret sparringpartner med industriel baggrund til bestyrelsen. Det bemærkedes også blandt medarbejderne.

MRB: Håkan kom fra Astra. Så gjorde han jo det, at han lavede Nycomed om til et mini-Astra. Så han omgav sig udelukkende med nogle, som han vidste, hvad leverede.

Så han hev mange folk ind fra sit eget netværk?

Ja. Og Nordic Capital gjorde akkurat det samme. Anders Ullman, som kom til at stå for vores RD, han var en brillant strateg inden for development-delen.

Men hvor mange af de nye folk, der kom, kom fra Björklunds netværk?

Alle dem, der betød noget.

Var de Astra-mennesker, de fleste af dem?

Ja, det var mini-Astra en overgang. Så der blev en klub i klubben. Det kunne man godt mærke ledelsesmæssigt.

Brug af konsulenter: Nordic Capital anvendte ofte BCG i forbindelse med deres porteføljevirksomheder. CEO havde imidlertid haft gode erfaringer med McKinsey. Det lykkedes ham at overbevise bestyrelsen om, at McKinsey skulle være det foretrukne konsulenthus i forbindelse med optimering af koncernens processer.

CEO: Hvilke typer eksterne rådgivere brugte ... I havde McKinsey inde til en række processer?

Vi havde McKinsey inde alle årene i forskellige sammenhænge, rigtig meget. Jeg havde arbejdet en del med McKinsey tidligere. Det var via mig, at McKinsey kom ind.

Det var processer og sådan noget?

Da Nordic Capital købte Nycomed, der havde man BCG inde. Men jeg anvendte McKinsey, og derefter blev det McKinsey.

Men BCG, det var kun i forbindelse med akquisitionen?

Ja, men der udviklede de en strategi i samarbejde med BCG. Men jeg havde historisk arbejdet med McKinsey, og derfor blev det McKinsey going forward.

COF: Vi har også haft konsulenter inde i de forskellige perioder. F. eks. havde man jo i Nycomed i begyndelsen rigtig, rigtig mange fabrikker rundt omkring, og for ligesom at prøve at fokusere med at have mere produktion på færre fabrikker, som jo et eller andet sted er væsentlig mere attraktivt for selskabet, så der har også været forskellige advisers inde. Også i forbindelse med potentiel refinansiering. Typisk er det sådan, at man gerne vil se et vist selskab, som hedder McKinsey, som jo lever rigtig godt af sådan nogen ting med at gå ind og lave en analyse af virksomheden og sige, hvad tror vi reelt set på. Så når vi lagde vores plan på bordet, så skulle McKinsey faktisk gå ind og sige: tror vi så på denne her plan? Så ville de komme med deres plusser og minusser, og det ville være en rapport, som du ville give til bankerne, f. eks. i forbindelse med en ny refinansiering. ...

Så McKinsey blev brugt rigtig meget?

McKinsey blev brugt meget.

Var det den primære?

Ja, i hvert fald på selve produktionsdelen og på hele den talmæssige del af selskabet, så var det McKinsey.

PRO: Hvad var det så for en type konsulenter?

Til due diligence anvendte vi, til at styre og evaluere overordnet, en type som McKinsey. Derudover anvendte vi altid nogle legal eksperter, finanseksperter og environmental eksperter. Hertil kunne komme andre områder, hvis nødvendigt, for at dække specialviden eller specielle ressourcer.

På det industrielle område, der var det McKinsey?

Der var det ofte McKinsey, ja. Vi har også brugt Bain, som også er ret stærke på det her.

6.4.6. Involvering

Nycomeds 12 år i kapitalfondsejerskab var præget af en stærk CEO, som øjensynligt nød respekt hos både ejere og medarbejdere. Han fik måske en mere central rolle, end en CEO normalt tildeles. Ejerne skiftede tre gange, men CEO forblev selskabets omdrejningspunkt i samtlige 12 år. Det var ham, der formulerede strategien og sørgede for, at kapitalfondene købte ind på den. Det er i dette lys, kapitalfondenes involvering må ses.

Governance: De emner, interviewpersonerne kom ind på, var

- Bestyrelsens rolle.

- Support til ledelsen.
- Direkte kommunikation med kapitalfonden.
- Forskellen mellem kapitalfondenes involvering.

Bestyrelsens rolle: Meget tyder på, at bestyrelsens rolle ændrede sig i løbet af de 12 års kapitalfondsejerskab. I den første ejerskabsperiode sad KF1 som den branchekyndige bestyrelsesformand, sekunderet af CEO, 4-5 repræsentanter for ejerne samt to medarbejderrepræsentanter. I den anden ejerskabsperiode sad KF2 som den mere finansorienterede bestyrelsesformand, 5-6 repræsentanter for ejerne samt én ekstern industrialist. I den tredje ejerskabsperiode var det samme struktur som i anden periode, dog uden medarbejderrepræsentanter.

Bestyrelsens rolle ændrede sig ikke kun på grund af dens sammensætning, men også fordi kapitalfondenes repræsentanter tilegnede sig stadig større branchekendskab. Det gælder specielt fra CSFB kommer ind i 2002 og frem til salget til Takeda i 2011.

KF1: *Hvem var det så, der gav det faglige input i bestyrelsen. Var det dig og C. G. Johansson?*

Ja, det kan du vel sige.

For jeg går ikke ud fra, at der var nogle af de andre, der havde så meget indblik i farmaindustrien?

Nej, men de andre havde jo i løbet af årene kunnet skaffe sig et indblik i, hvad der var rimeligt at betale.

BES: *Var der stor forskel på den industrielle forståelse mellem Nordic Capital og CSFB?*

Ja, det var der, specielt i begyndelsen, men det udjævnedes efterhånden.

Emnerne på bestyrelsesmøderne var dog præget af, at bestyrelsesmedlemmerne overvejende havde fokus på finansielle temaer.

KF1: *Så det vil sige, at de andre bestyrelsesmedlemmer fokuserede mere på prognosticerede returns, hvor I fokuserede mere på produktet?*

Ja. C. G. (Johansson) og jeg var vel dem, der mere diskuterede, om der var et marked, om hvordan det her skal sælges.

De med finansiell baggrund var vel mere fokuseret på, om det her er den rigtige pris at betale, givet hvor markedet befinder sig. I hvert enkelt tilfælde findes der jo en slags going rate, nogle er det billigere, andre er det dyrere at indlicensere.

BES: Det blev primært kapitalstyrede diskussioner, efter som det var det, der interesserede alle ejernes repræsentanter. I begyndelsen havde ejernes repræsentanter desuden meget lidt viden om medicinalindustrien.

CFO: Det der tog længst tid var det finansielle, fordi det er jo sådan, at det er det, de kan bedst.

Og det er også det, bestyrelsen kan bedst?

Det er det, jeg mener, det er det, bestyrelsens medlemmer kan bedst. Vi brugte vældig meget tid på at diskutere f. eks.

Altana-akkvisitionen og den type ting. Vi brugte vældig meget tid på at diskutere restruktureringer af fabrikker, gør vi det rigtigt. Vi var meget optaget af, om vi fulgte planerne, og om vi gjorde det rigtige i forhold til fagforeninger og love og regler.

I den tredje ejerskabsperiode, fra 2005 til 2011, blev industrielle temaer ofte afstemt inden bestyrelsesmøderne mellem industrialisterne, dvs. KF1, BES og CEO.

KF1: *For mig ville det naturlige jo være, at du, Håkan(Björklund) og C. G. Johansson holdt et møde, Jer tre, når I skulle træffe nogle store beslutninger. Men sådan var det ikke?*

Nej. Det var mere Håkan og mig, som kunne tale om det på telefon. Eller vi kunne mødes et sted og gennemgå tingene.

BES: Hvis Toni Weitzberg vidste, at Håkan og jeg var enige, og han selv ikke havde noget imod det, så blev det besluttet.

Så var der ingen andre, der gik imod det. Ofte er det sådan, som du sikkert også ved, at ved store investeringsbeslutninger, f. eks. når det gælder selskabskøb eller indlicenseringer, så diskuteres det mellem bestyrelsesmøderne og fremfor alt mellem den administrerende direktør og bestyrelsesformanden. Så det var mange gange vel forberedt inden bestyrelsesmødet startede, og der havde Håkan ofte også først diskuteret det.

Efterhånden blev de finansielle beslutninger afstemt mellem kapitalfondene på forhånd, mens industrialisterne afstemte det operationelle. Dermed blev bestyrelsen i realiteten et efterretningsorgan. KF2 mener dog ikke, at man skal undervurdere den meningsudveksling, der trods alt fandt sted på bestyrelsesmøderne.

KF2: You are dismissing the relevance of having collaborative discussions with experienced business executives.

Technically, if there are 7 board members no one board member can make a decision. But the point is that I think C. G. (Johansson) had a very valuable role giving us his opinion of things that were being discussed.

CFO: *Vil det sige, at bestyrelsen har ikke haft nogen nævneværdig rolle?*

Jo, det synes jeg bestemt, de har.

Jeg tænker på, er beslutningerne reelt truffet, før de kommer i bestyrelsen?

Ja, det vil jeg nok mene.

COF: *Bestyrelsen er mere et efterretningsorgan, kan man sige, ikke?*

Jo, det er det, på nogle områder, og specielt det finansielle, der har vi så haft vores audit committees, hvor vi har diskuteret de her forskellige finansieringsting.

Ved afgørende og mere strategiske beslutninger var det dog ejerne, der suverænt traf beslutningerne.

CEO: Ejere og bestyrelse var samme sag. Bestyrelsen bestod så godt som...

Men der var jo også andre i bestyrelsen?

De andre i bestyrelsen, de var mere rådgivere, de var ikke decision makers.

Hvem var det, der var udenfor kapitalfonden i bestyrelsen?

Den som sad længst, det var jo C. G. Johansson, Carl-Gustav Johansson, som var Astras USA-chef på min tid. Han var den vigtigste person, som var helt uafhængig af kapitalfondene.

Så han var den centrale eksterne industrialist?

Ja, du kan sige, at han var adviser. Han traf ikke beslutninger.

Var der andre end ham?

Der var et par andre personer tidligere, ikke i de sidste år, men de havde forskellige forbindelser til kapitalfondene, frem for alt Credit Suisse.

MRB: Vi havde nogle virkelige gode professionelle regnedrenge. Deres gode arbejde gør, at du fjerner også den diskussion, man skal have i bestyrelsen. Det ender op med at være dem, der kommer og fremlægger et eller andet. Så alt det her underliggende, hvor du kunne have forholdt dig mere kritisk, slåset lidt omkring tingene, diskuteret og set det i dybden og virkeligt forstået, hvad det handler om, denne mulighed fratager arbejdsmetoden os.

Så bestyrelsen blev et efterretningsorgan?

Ja, ja, de klarede det jo i diverse komiteer og underudvalg. Det passede vel alle fint. I starten var det til meget værdi at sidde i bestyrelsen, for jeg syntes, at jeg kunne også bidrage. Til sidst kunne jeg ikke bidrage. Jeg spildte jo min tid til sidst.

Support til ledelsen: CFO var den eneste i ledergruppen, der både var med før og under hele kapitalfondsejerskabet. Han mener, at den største forskel mellem Amershams og kapitalfondenes ejerskab er, at kapitalfondene engagerede sig i virksomheden.

CFO: *Hvad var den største ledelsesmæssige forandring efter at Nordic Capital overtog i 99?*

Jeg følte, at den største ledelsesmæssige forandring var, at der var nogen, der interesserede sig for os.

COF: Min fornemmelse for bestyrelsen har altid været, at de har været med til at drive virksomheden videre, og har været en rigtig, rigtig god medspiller over for selskabet og specifikt over for Håkan (Björklund), som har haft en meget stærk dialog med de respektive partnere, der sad i bestyrelsen.

Kapitalfondene ydede også støtte, når der skulle udarbejdes due diligences på virksomheder og produkter:

KF2: I mean we had board representatives, but we would have our teams working on and analysing the major recommended events, i. e. whether they were large acquisitions or large capital finance into expansion. The Private Equity firms would have their teams, who were not board members, working closely with the management team to

evaluate the financial merits and strategic merits of those large actions, which were then ratified by the Board of Directors, which those Private Equity firms controlled.

PRO: *Hvilken rolle havde Kristoffer Melinder (partner i Nordic Capital)?*

Jamen, han var med i bestyrelsen samt involveret i alle de due diligences vi lavede.

Er det din fornemmelse, at det var Toni Weitzberg, der kørte det hele fra Nordic Capitals side, eller havde Kristoffer Melinder også en rolle? Han var jo sådan set ansvarlig for investeringen.

Jeg opfattede mere, at Kristoffer var den, der lavede og samlede alle oplæg til beslutning.

Analytiker?

Ja, faktisk.

Direkte kommunikation med kapitalfonden: Under andre ejerskaber kommunikerer ejerne som regel med ledelsen via bestyrelsen. I kapitalfondsejede virksomheder forekommer det derimod, at ejeren kommunikerer direkte med CEO og med andre medarbejdere i virksomheden. I dette tilfælde var der direkte kontakt mellem ejernes repræsentanter og CEO, CFO, COP og PRO.

KF2: *How did the communication work between you and Håkan Björklund? Did you talk on a daily basis or were you only in contact at the board meetings?*

No, no. DLJ (CSFB) at that time had 50 portfolio companies, and I was the managing partner and responsible for 50 portfolio companies and probably on the board of 5 or 6. I developed a very close relationship with Håkan and I had a lot of confidence in him and his team. But we probably communicated a few times a month and had probably 5 or 6 board meetings a year, approximately.

BES: *Skete det ofte, at Håkan stemte forslag af med de enkelte i bestyrelsen, altså f. eks. dig, fordi du trods alt var industrialist og specialist på området, eller blev det bare forelagt i bestyrelsen?*

Ja, det skete.

Så I havde også en kommunikation med ideudveksling uden for bestyrelsen?

Ja.

CEO: Hvis der var noget, jeg var usikker på, så sørgede jeg altid for at stemme det af med Tom Dean og Toni Weitzberg forinden. Jeg forelagde aldrig noget for bestyrelsen, som jeg ikke vidste, at jeg kunne få godkendt. ...

Hvilke kontaktflader havde direktionen med kapitalfonden ud over gennem bestyrelsen? Du talte regelmæssigt med bestyrelsesformanden, Toni og Tom, det var dine...?

Ja, jeg talte med hvem, jeg ville, men det var primært de to. Derudover havde Christian Seidelin og Runar (Bjørklund) kontakt med Kristoffer Melinder og Fredrik Strömholm, dem som var mere finansielt orienterede. Der havde de en parallel diskussion.

Men ellers gik kapitalfondene ikke ned i organisationen?

Nej, kun på den finansielle side. Der havde de en direkte kontakt, som jeg ikke blandede mig i.

CFO: Jeg havde kontakt med, i Nordic var det Kristoffer og Jonas Agnblad.

Hvordan havde Kristoffer og Jonas opdelt deres områder?

Det var den, der havde tid.

Det var ikke sådan, at den ene tog sig mere af finans, og den anden...?

Nej, nej, nej.

COF: *Hvor mange kommunikerede med kapitalfondene?*

Håkan har gjort det, Runar har gjort det, jeg har gjort det. Kerstin (Valinder) har ganske givet også været i kontakt med dem på nogle områder. Det var jo klart accepteret fra Håkan, at fondene havde direkte kontakt til enkeltstående personer.

PRO: Ja, jeg havde regelmæssigt møder, specielt med Jonas Agnblad fra Nordic Capital, som arbejder sammen med Kristoffer Melinder. Men også med Kristoffer. Det var mere hjælp til nogle ting eller spørgsmål om noget eller noget input til nogle rapporter, de skulle have.

De udstak ikke retningslinjer på nogen måde?

Nej, nej. Det var mere, at de spurgte om hjælp.

Er det dit indtryk generelt, at kapitalfondene gik langt ned i organisationen, eller eksekverede de altid gennem Håkan Björklund?

De eksekverede altid med og via Håkan. Var der andet, blev vi andre involveret. Det var ikke mere formelt, men de gik aldrig ind og overstyrede, det har jeg ikke oplevet.

Men de var meget engageret i det, du foretog, aktivt ejerskab, kalder man det?

Det kan du sige, men ikke på en negativ måde.

Kapitalfondene har således ikke blot kommunikeret direkte med CEO, men også med ledergruppen samt med mellemledere med reference til ledergruppen. Formålet med kommunikationen på niveau under CEO var dog ikke at formidle beslutninger, hvilket ville undergrave CEO's interne autoritet. Formålet var derimod at indhente informationer til støtte for bestyrelsesbeslutninger eller at assistere med udarbejdelse af due dilligences og term sheets samt at deltage i forhandlinger med bankerne.

Forskellen mellem kapitalfondenes involvering: Det er altid den ledende kapitalfond, der sidder i førersædet. I både andet og tredje ejerskab var flere kapitalfonde involveret, men det var den ledende kapitalfond, henholdsvis Credit Suisse og Nordic Capital, der havde lederskabet.

KF1: Nordic Capital, vi ejede jo 60% af selskabet. Det var naturligt, at det var os, der var den ledende kraft. Det var vores beslutninger, som gjaldt. Vi havde jo mere kontakt til Håkan, end de mindre ejere havde. Jeg håber, at de synes det var godt, men jeg kan ikke garantere det.

KF2: We were the controlling investor. We controlled the board and owned 50% of the company, but we syndicated it to other investors, many of whom gave us their voting rights. But we had the control of the company; I was chairman of the company.

What role did Blackstone, NIB and Carrilon have? Did they have an active role in defining the strategy or in managing the company?

No. The last two were just investor of ours, so they were passive. Blackstone did have a board seat, but they were relatively passive as well.

BES: (om tredje ejerskabsperiode): Der var ingen tvivl om, at det var Nordic Capital, som sad i driver's seat. Men de lyttede til hinanden og kørte det godt sammen.

CEO: *Har de andre kapitalfonde, altså dem der ikke var ledende kapitalfonde, hvordan har de blandet sig i management?*

Der har jo altid kun været to fonde. Det var Credit Suisse og Nordic.

Og det var kun dem, du kommunikerede med?

Ja, det var dem, jeg primært kommunikerede med. Blackstone sad jo med på bestyrelsesmøderne.

Men det var ikke dem, du stod til ansvar overfor?

Nej.

Det vil sige, at du har haft Nordic Capital, du har haft CSFB som dem, du har rapporteret til.

Det er altid de to, jeg har haft relationerne til.

COF: Blackstone var involveret, men slet ikke på samme niveau, som CSFB var. I forbindelse med Nordic Capital, de perioder de har været med, jamen der har det helt klart været dem, der har drevet det.

PRO: *I CSFB-perioden, der var der jo flere fonde?*

Ja, det var primært Tom Dean, der var den, vi så som medarbejdere.

Det var ikke sådan, at Blackstone også gik ind og...

Nej, det var Tom, der tegnede det. Tom var med til mange af vores møder.

Det samlede indtryk er, at Nordic Capital involverede sig mere i virksomhedens drift end kapitalfondene omkring CSFB. Det hænger formentlig sammen med, at KF1 havde operationel erfaring fra branchen, mens KF2 brancheerfaring baserede sig på finansiel indsigt samt bestyrelsesarbejde i andre medicinalvirksomheder.

KF1: *Har du indtryk af, at der er en meget stor forskel i den måde, I udførte Jeres ejerskab på, og det ejerskab, som primært CSFB udførte, da de var de ledende i selskabet?*

Ja, jeg tror vi var mere involverede, fordi vi havde industrielle kompetencer, som de ikke havde på samme måde.

BES: *Da du kom ind, var det Tom Dean, der var bestyrelsesformand, og derefter overtog Toni Weitzberg. Var der forskel i deres ledelsesstil?*

Der var stor forskel i de første år, hvor Tom Dean var formand. Han havde ikke så meget erfaring inden for medicin.

CFO og COF hæfter sig ved forskellen i ledelsesstil, hvor CSFB var mere formel, mens Nordic var mere familiær og lydhør.

CFO: Den største forskel var formentlig den skandinaviske ledelsesstil i forhold til den internationale engelsk/amerikanske.

Hvad er forskellen der?

Forskellen er vel, at det er lidt mere formelt og lidt mere på efternavn end på fornavn, men jeg synes, at de relativt hurtigt kom ind i den samme stil, som vi havde med Nordic.

COF: *Var der noget af det, der ændrede sig i den anden ejerskabsperiode, altså med CSFB?*

Det var en anden måde at agere på. Hvor man kan sige, at Nordic Capital-perioden, både den første og den tredje, hvor vi så havde CSFB inde i midten, var jo mere baseret på familieskab, om du vil. Hvor man havde en meget stor del af respekt og tillid til hinanden. Og man accepterede helt klart fra Nordic, at der sad professionelle folk på de forskellige områder i Nycomed. Det drejer sig både om finansieringsdelen, som var mit område og...

Hvordan var det i CSFB?

Det var lidt anderledes. De optog PIK-notes, som vi havde lange og meget drøje diskussioner med CSFB om på det pågældende tidspunkt.

Kapitalfondenes attitude: Kapitalfondenes attitude er den måde, kapitalfondene sendte signaler på internt i virksomheden. Interviewpersonerne kom mest ind på følgende temaer:

1. Tillid
2. Samarbejde
3. Medarbejdertryk

Tillid: Det er naturligt, at nye ejere først vil se virksomheden og ledelsen an, inden de tør udvise ledelsen tillid. Styring kan imidlertid ikke baseres på kontrol alene. Jo kortere den tillidsskabende fase er, desto hurtigere frigives ressourcer til at omsætte den aftalte strategi. CFO og COF følte sig bedre hjemme hos Nordic Capital, som man også fortsatte kontakten med under CSFB's ejerskab. Det tættere forhold mellem KF1 og CEO har øjensynligt spillet en stor rolle for den gensidige tillid.

KF2: *How long time did it take for you to say, I have full confidence in the way Håkan Björklund is doing things?*

Every quarter it got better. We started out with a high regard and he did nothing to ever shake that regard. From a Private Equity managers point of view it's always great to have a good manager who hits his numbers. Because then you can continue to let him do that and give him the authority and the responsibility to continue to execute.

CFO: Jeg tror, det har meget at gøre med den ledelsesgruppe, som vi var, sammen med Håkan og teamet omkring Håkan. Vi formåede at skabe tillid, også i forhold til den nye ejerstruktur, så over tid var der ingen store ændringer. Med hensyn til finansieringen, så tog det lidt tid, før de accepterede, at vi også kunne noget på det område. Det tager lidt tid at sætte sig ind i tingene. Fordelen i forhold til Nordic var jo, at Håkan og Toni kendte hinanden og havde arbejdet sammen i mange år i en anden virksomhed. Det gjorde tingene mere enkelt.

Da Toni Weitzberg kom tilbage i 2005, var det ligesom at komme tilbage til familien eller hvordan føltes det?

Ja, absolut. Og vi havde haft kontakt til Nordic Capital i alle de år, hvor også Credit Suisse (CSFB) og Blackstone var med os.

Men i forhold til CSFB, hvor lang tid tog det, inden de havde fuld tillid?

Det synes jeg tog kortere tid, relativt set, for da havde vi et apparat, som fungerede. Det var lettere at tilfredsstille deres krav på rapporter og informationsbehov.

COF: Den kommunikation og den måde, man arbejder sammen, var meget tæt på grund af det langvarige venskab, der har været imellem Håkan og Toni Weitzberg. Da CSFB kommer, så kommer der pludseligt nye folk på banen, som vi ikke kender til. Men igen får vi ret hurtigt etableret en meget, meget tæt dialog. Og ledelsesmæssigt var de ... de gik måske ind i begyndelsen og lagde nogle større krav på os. I forbindelse med visse ting ville de have nogle specifikke måder...

Kan man sige, at det første år var et tillidsskabende år?

Der byggede de netop tilliden mellem os, og de så lige pludseligt, at her sad altså folk, som vidste, hvad de talte om.

Det slap I så for i tredje periode, går jeg ud fra?

Ja, det var lige som at komme hjem igen. Jeg kan huske tydeligt engang, hvor vi var oppe i Stockholm. Så kommer Toni gående, og så siger han: hej Christian, velkommen hjem igen. Ja, det var hjemme.

Var I glade for at komme tilbage til Nordic Capital?

Ja, det var vi. ...

Det er igen det her med opbygningen af tilliden, som vi har været inde på. CSFB var virkelig detailorienteret i begyndelsen, sådan så det nogen gange hvinede, men slap ligesom også lidt, da de kunne se, at de kan jo ikke kunne sidde og se, hvor mange magnyler, der bliver solgt i Estland.

Samarbejde: Der ser ud til at have været en særdeles god kemi mellem kapitalfond og ledelse i alle tre ejerskabsperioder. Under Nordic Capitals ledelse har forholdet mellem KF1 og CEO været afgørende. Under CSFB's ejerskab var der til gengæld en optimal magt- og ansvarsfordeling på baggrund af KF2's finansielle ekspertise og CEO's branchekendskab. At virksomheden performede godt har sandsynligvis også bidraget til det gode samarbejde.

KF1: (om samarbejdet med CEO): Ja, det vil jeg også sige, i og med at vi har kendt hinanden så længe. Og at vi begge var med fra starten i Nycomed, jeg som formand og han som direktør. Og i begyndelsen havde vi næsten daglige diskussioner. Så det vil jeg også sige, og jeg håber, at Håkan også synes det. Det var et specielt forhold, en god kombination, tror jeg, af kompetencer.

KF2: (om samarbejdet med Nordic Capital): I would say that the Nordic team, universally, was very easy to work with. We shared a common vision, we shared respectfully each other's decision making and each other's interest. So I think we worked really, really well and in fact we have went on to work well in another big deal, called Computec, where we and Nordic are together.

COF: *Har det spillet en rolle, at Toni Weitzberg jo kommer fra industrien?*

Helt klart. Altså, Toni Weitzberg er den mand, der trækker Håkan til Nycomed. Og Håkan er den mand, der trækker os andre ind og får sat, forhåbentligt, når man kigger tilbage...

PRO: *Skete der et skift i, hvad direktionen kunne beslutte sig til, og hvad der skulle igennem bestyrelsen i den periode?*

Det følte jeg ikke. Jeg følte faktisk, at qua den måde vores ledelse håndterede det på og havde et samarbejde med bestyrelsen, så synes jeg det var supergodt, det samarbejde.

MRB: Håkan og vores bestyrelsesformand fra Nordic Capital var jo sammen altid. Så rejste de sammen. Når de her Top 50 var sammen, så var der også formanden for bestyrelsen osv. Altså, jeg har indtryk af, at de var meget i kontakt med hinanden på den ene og på den anden og på den tredje måde. Altså, de kunne lige så godt have været ét.

Arbejdsfordelingen mellem KF2 og CEO understreges af, at CEO ikke havde stærke synspunkter på finansieringen.

CEO: (om kapitalfondenes suveræne beslutninger): *Var der nogle beslutninger, som de træf suverænt?*

Det kan der have været på den finansielle side. Det kan jeg ikke udelukke.

F. eks. den der Payment-in-Kind note?

Det var i hvert fald ikke noget, hvor jeg havde et stærkt synspunkt. Det fik Runar (Bjørklund) og Christian Seidelin afstemt med kapitalfondene. Der er ikke mit kompetenceområde.

Medarbejdertryghed: Der blev først foretaget fyringer i større stil, da Nycomed købte sig til omstrukturingsopgaven i Altana. Denne situation skabte betydelig utryghed hos medarbejderne. Kapitalfondenes konstant skarpe fokus på effektiviseringer har tilsyneladende også skabt usikkerhed hos medarbejderne.

CEO: (om Altana): *Men de ville jo ikke sælges til en kapitalfond?*

Nah, da det blev offentliggjort, tog jeg ned til Konstanz, hvor de havde hovedkontor, til et town hall meeting. Der præsenterede vi os ikke som en kapitalfond, det var vi jo heller ikke. Det var Nycomed, som ganske vist var ejet af en kapitalfond. Og der var en enorm positiv reaktion...

På ledelsesplan?

Nej, selv blandt medarbejderne. Der var mere uro på ledelsesplan, for der kunne alle jo se, at de ikke kunne beholde deres arbejde. Vi kan kun have én finanschef, og Altanas finanschef, han var meget urolig.

PRO: *Hvad betød ejerskabet generelt for medarbejdernes performance?*

At vi var ejet af en fond? Jeg har altid syntes, at det var spændende, og jeg har aldrig følt nogen begrænsninger. Men jeg ved også, at nogen, specielt da vi købte Altana, var nervøse og bange for at ændre ejerforholdet, de var så bange for at blive ejet af en fond og ikke af et selskab. Opfattelsen var hos mange, at der ville blive skåret, og at der ikke var mulighed for at tænke langsigtet.

MRB: Til sidste lavede man... man satte igen og igen McKinsey ind for at finde ud af, hvor man kunne spare noget. Og hvor man kunne lave tingene smartere og så skulle man outsource. Vi var blevet gjort lean, til sidst blev vi anorektiske. Folk, de knoklede. Jeg havde det også svært med, at der var ret mange mennesker, der endte op med at blive fyret, som jeg ikke mener var nogen rigtig beslutning.

Aktiv involvering: På forskellige områder involverede kapitalfondene sig direkte i beslutninger omkring virksomheden. De områder, interviewpersonerne kom ind på, var

1. Finansieringen af virksomheden
2. Køb og salg af virksomheder
3. Forskellige egeninitiativer med henblik på at videreudvikle virksomheden

Finansiering: I alle tre ejerskabsperioder bestemte kapitalfondene suverænt finansieringens udformning. CFO of COF var utilfredse med CSFB's manglende lydhørhed over for betænkelighederne ved at udstede "dyre" PIK-notes:

CFO: *Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af kapitalfonden, hvor den daglige ledelse havde lidt indflydelse?*
Du kommer selv med et eksempel, PIK-noten. Der var vi relativt kritiske, så der var det ligesom bordet fanger. Så det var et eksempel.

Hele finansieringssiden, det var kapitalfonden, der traf de grundlæggende beslutninger?

Ja, det kan du sige, det var det. Vi fik større og større indflydelse efterhånden. Når de lærte os at kende, så blev vi også brugt mere som samtalepartner.

COF: (om PIK-lånet): *Hvad tror du var baggrunden for, at man lavede den struktur?*

Jamen, jeg tror det var, som sagt, en manglende forståelse er nok ikke det rigtige ord, men en manglende tro på, at vi reelt set som Nycomed reelt kunne løfte en anden finansiering igennem i det skandinaviske marked. Men det beviste vi så et år efter, at de var kommet ind, at vi faktisk kunne refinansiere det hele.

KF2 og BES bekræfter, at kapitalfonden suverænt besluttede finansieringsstrukturen samt store investeringer:

KF2: *So when we are talking about capital structure and large acquisitions, these are decisions, which are taken directly by the Private Equity firm?*

Correct. And also large capital investments to expand facilities or to build sales forces.

BES: *Når det handlede om kapital og finans, så var det vel kapitalfondene, der suverænt besluttede?*

Ja, det var det.

Kapitalfondene havde også den centrale rolle i forhandlingerne med bankerne.

BANK: *Men i alle de tre perioder, der var det primært Nycomed, I førte forhandlinger med, og ikke med de respektive...*

Det var Nycomed, som var principalen, men vi havde en tæt dialog med Nordic Capital hele tiden, som ligesom var den finansieringsmæssige ... Kristoffer Melinder var der som partner, men SEB havde en finansieringsgut, der kendte det her selskab rigtig godt, som hed Mark Bulmer. Og han blev så på et tidspunkt i 8 (2008) købt over af Nordic og var med til at etablere Nordics finansfunktion. Så lige pludselig var det Mark Bulmer, som var forhandlingsmodparten. ...

De lavede en finansfunktion i Nordic, der skulle håndtere fondens finansieringsbehov, det var der flere andre, der gjorde på det tidspunkt. Den skulle ligesom være den professionelle modpart over for bankerne omkring dokumentationen. Så efter 7-8 stykker (2007-8), så var det deres finansfunktion, ud over Kristoffer Melinder, vi snakkede med.

Køb og salg af virksomheder: Kapitalfondene deltog aktivt ved køb og salg af virksomheder samt ved udvidelse af produktionsfaciliteter. De deltog ikke blot aktivt i

beslutningerne, men var også med til at udarbejde selve beslutningsgrundlaget. Derimod havde virksomhedens ledelse friere hænder til at indlicensere produkter.

KF1: *Når I købte og solgte virksomheder, var det noget som direktionen gjorde, eller var Nordic Capital og du involveret i det?*

Nordic Capital var meget involveret i det.

Det vil sige, at hver gang, der blev købt et selskab, så var de med?

Ja.

Var de også involveret i det, når der blev indlicensieret?

Nej, ikke på den måde, så var det mere via bestyrelsen. Så var det selskabet, der førte forhandlingerne.

KF2: *What kinds of decisions were taken directly by the PE firms?*

In every large acquisition. As you know, one of the transforming events of Nycomed was the acquisition of Altana, and that quite grew the size of the company. That was obviously a decision that had direct ... not only did we make that decision or support managements recommendation to make that decision, but we conducted the due diligence, the financial engineering to make it possible, we injected additional equity to make it possible. So for a large acquisition like that we were directly involved.

So when we are talking about capital structure and large acquisitions, these are decisions, which are taken directly by the Private Equity firm?

Correct. And also large capital investments to expand facilities or to build sales forces.

Egne initiativer: CEO var firmaets helt centrale person, også når det handlede om at tage initiativer. Kapitalfonden træf mange beslutninger, men det var altid på baggrund af indstillinger fra ledelsen. Kapitalfondens væsentligste egetinitiativ var formentlig ansættelsen af CEO.

KF1: *Var der nogle initiativer, som I tog selv, som ikke kom fra direktionen? Kan du pege på noget der? Eller var det mere sådan, at I tog stilling til ting, som direktionen kom med?*

Nej, det var både og. Jeg forsøger at huske på eksempler, men jeg vil sige, at det var både og. ...

Du kan ikke sige konkret, at I kom fra Nordic Capitals side eller fra bestyrelsens side med de og de initiativer direkte?

Nej, jeg vil sige, at Altana-købet, det var ikke noget, direktionen fandt på. Det var noget, der dukkede op, fordi ejerfamilien ville sælge og ikke kunne finde en industriel køber.

CFO: *Hvad var kapitalfondens væsentligste egne initiativer i ejerperioden?*

Nu bliver jeg dig svar skyldig.

Det er også et svar.

Ja.

COF: *Hvad var kapitalfondens væsentligste egeninitiativer så i ejerperioden?*

Ja, og den har jeg siddet og kigget på rigtig, rigtig mange gange. I begyndelsen, de første tre år, hvor Nordic kommer ind, Nordic tager så Håkan (Björklund) ind, og skaber en helt ny ledelse og skaber en helt ny kultur for selskabet.

Der kan man sige, det første var drevet af kapitalfonden, i sagens natur, og de efterfølgende er vel så mere direktionsdrevne?

Ja, det kan man sige.

Men du kan ikke påpege, i anden og tredje periode, at kapitalfondene havde nogle væsentlige egne initiativer?

Nej, det kan jeg ikke.

PRO: *Kom der nogle initiativer fra kapitalfondene i perioden, direkte?*

Nej, det var mere, at vi skulle kigge på nogle due diligences og hjælpe dem med det.

Betydningen af kapitalfondens urgency: Urgency er det pres, der lægges på organisationen og den drivkraft, der skabes ved at have en aktiv ejer, som inden for en begrænset tidsperiode skal skabe værdi, inden virksomheden videresælges.

Interviewpersonerne peger på tre vigtige parametre:

1. Virksomheden havde en *stærk og beslutsom CEO*.
2. Kapitalfondene havde *modet til at træffe beslutninger*.
3. Der blev lagt *pres på medarbejderne*.

Stærk CEO: CEO var, som tidligere nævnt, en meget central faktor i virksomhedens fremdrift. Han fik sammensat et team med en blanding af erfarne folk fra ”det gamle Nycomed” og medarbejdere, han hentede fra sit netværk (primært Astra), og som han kunne have fuld tillid til. CEO’s gode relationer til såvel KF1, som han delte viden med, og KF2, med hvem han havde en naturlig arbejdsdeling, var afgørende for virksomhedens fremdrift.

KF2: We thought Håkan (Björklund) was a very talented executive, we thought the company had a very strong base of good products. ... *Would you say that Håkan Björklund had more influence on Nycomed than CEOs in Private Equity owned companies normally do?*

Well, by the tenth year, when we had grown the company from a billion dollar company to a ten billion dollar company, yes, for sure. I think that’s a function of sustained good performance over a decade. As you have sustained performance and you are making people 3, 4, 5, 6, 7 times their money and you are executing your strategy as you have outlined and you are achieving the numbers as you have budgeted, you get more and more confidence from your owners. That’s not unique.

BES: *Men selve udviklingen af virksomheden, hvad for en retning den skulle gå, var det noget, der var udtænkt primært af Håkan, eller blev det udtænkt primært af kapitalfondene?*

Det var Håkan.

Det vil sige, det var også ham, der udviklede hele Nycomeds strategi?

Absolut. Håkan var vældig eksekutiv og var arkitekten bag væksten gennem køb og indlicenseringer.

Det var så typisk Håkan Björklund, der forelagde ting i bestyrelsen, og bestyrelsen der på baggrund af hans initiativer sagde ja eller nej?

Ja. ...

Hvad er din forklaring på, at det lykkedes så godt med integrationen af Altana?

Det findes der kun én forklaring på, det er Håkan Björklund. Han lykkedes enormt, han var vældig vellidt, også blandt Altana-ansatte, hvilket er usædvanligt.

Så en meget stor del af forklaringen på Nycomeds succes, det er Håkan Björklund, simpelt hen?

Det er en meget stor del. Ja.

CEO: *Men jeg kan forstå, at du har været en væsentligere drivere i hele processen, end kapitalfondene har, for de har købt sig ind på din strategi?*

Jo, det er klart, jeg har jo været der hele tiden. De er jo kommet og gået. Jeg har jo været der i tolv år, så det er klart, at mod slutningen var jeg ikke bare en almindelig CEO i et kapitalfondsejet selskab.

CFO: *Vil du sige, at Håkan Björklund havde større indflydelse på Nycomed end kapitalfondene, hvis du kigger over hele ejerperioden?*

Ja, når det gælder driften og udviklingen af Nycomed, så vil jeg sige, at der er Håkan og, med en vis beskedenhed, resten af management.

COF: *Var det kapitalfondene, der drev hastigheden i arbejdet.*

Arh, altså en god kombination mellem kapitalfonden og Håkan. Nycomed var ikke blevet den succes, hvis ikke Håkan havde været der. Nu skal jeg ikke sidde og pudse hans glorie, men der er ingen tvivl om, at han er ensbetydende med succes i så stor en udstrækning, at jeg tror de færreste forstår, hvor han egentlig har gjort for selskabet. Han har været superdygtig til at drive selskabet, han var superdygtig i sin tilgang til industrien, og så har han været supergod til at holde sammen.

Modet til at træffe beslutninger: Selv om kapitalfondene ikke tog egne initiativer, traf de beslutninger, som krævede mod. CEO peger på beslutningen om at nedlukke fabrikker i Norge i Nordic Capitals første periode, COP nævner CSFB’s vilje til ekspansion, og PRO nævner begge kapitalfondes mod til at omstrukturere Altana.

CEO: (om Amershams manglende restruktureringsvilje i 1999): Fordi det ikke var core business, fordi der skulle træffes ganske hårde beslutninger i Norge, som man ikke var sikre på, at man ville gøre.

Altså lukke fabrikkerne, simpelt hen?

Ja. Og desuden var Nycomed en del af en større virksomhed, som gik vældigt godt. Og så får du ikke samme sense of urgency.

COF: CSFB-konsortiet fik en betydelig gevinst ved at eje Nycomed i 28 måneder. I hvilket omfang mener du, at det skyldtes aktivt ejerskab hhv. timing?

Det er både og. Altså timingen var jo her, at de var parate til at gå med på de ekspansionsmuligheder, som vi så i Nycomed på det tidspunkt.

PRO: (om Altanas ejeres manglende omstrukturingsvilje i 2006): Når man taler med nogen fra den gamle ledelse i Altana, så siger de jo også, jamen det var jo et spørgsmål om tid. Så det vi gjorde, det skulle de selv have haft gjort. Mange syntes at de selv skulle have gjort dette i stedet for at sætte virksomheden til salg og lade nogle andre rydde op. Men for medarbejderne var det slemt.

Pres på medarbejderne: MRB peger på, at medarbejderne konstant blev sat under pres. CFO medgiver, at processen var stressende, men at det er det, man bliver betalt for. MRB finder pres i orden, men mener at det til sidst blev for meget for de fleste medarbejdere.

CFO: *Men det er jo alligevel i 12 år, at I har skullet have hurtige forandringer igennem hele tiden.*

Det er jo forskellige kapitalfonde.

Så det har ikke været stressende?

Om det har været stressende? Jo, vist har det været stressende. Man går jo ikke på arbejde for at sove.

MRB: Til sidste lavede man... man satte igen og igen McKinsey ind for at finde ud af, hvor man kunne spare noget. Og hvor man kunne lave tingene smartere, og så skulle man outsource. Vi var blevet gjort lean, til sidst blev vi anorektiske. Folk, de knoklede. Jeg havde det også svært med, at der var ret mange mennesker, der endte op med at blive fyret, som jeg ikke mener var nogen rigtig beslutning. ...

Det er beklageligt at incitamenterne var så store for ledelsen, at deres fokus helt var på kapitalfondens side. For eksempel havde det været en smuk, smuk gesture, hvis ledelsen havde givet medarbejderne en ekstra månedsløn, da vi var blevet solgt, for alt det ekstra hårde arbejde, men vi fik intet ud af det. ...

Hvordan tror du, Nycomed ville have været i dag uden det pres?

Jamen, der skal være et vist pres. Der skal være ambitiøse mål til at motivere den type medarbejdere, Nycomed gerne vil have. Men der er bare også en eller anden grænse.

6.4.7. Specialisering

Nycomed var en medicinalvirksomhed med begrænsede forskningsressourcer. Ikke desto mindre afhang selskabets succes i høj grad af, at de rigtige produkter blev indlicenseret, og at der blev satset på de rigtige markeder. I en sådan type virksomhed er det afgørende, at ejerne og bestyrelsen har forståelse for de komplekse problemstillinger, der knytter sig til forskning og udvikling, godkendelsesprocesser, patentrettigheder, nye behandlingsformer samt hele det politiske spil omkring sundhed og medicintilskud. Ejerens specialkendskab til branchen er derfor langt vigtigere, end tilfældet er inden for f. eks. detailhandel (DT) eller industrier med simple processer og markeder (Logstor).

Kapitalfondens egne industrielle kompetencer: I interviewene blev der fokuseret på følgende tre temaer

1. Kapitalfondens egen industrielle kompetencer
2. Bestyrelsens industrielle kompetencer
3. Hvorvidt specifikke forhold i branchen overraskede kapitalfonden

Kapitalfondenes egne industrielle kompetencer: Begge de ledende kapitalfonde, Nordic Capital og CSFB Private Equity, havde foretaget det strategiske valg at specialisere sig inden for health care.

Nordic Capital valgte i 2000 at tilbyde Toni Weitzberg (KF1), dengang Europa-chef for Pharmacia & Upjohn, partnerskab i kapitalfonden med henblik på at opbygge ekspertise og investeringer inden for health care. Nordic Capital har siden investeret og exited biotek-selskaberne Dynal Biotech (2001-2005) og Biovitrum (2001-2006), infusionssæt-producenten Unomedical (2003-2008) samt Atos Medical (2005-2011), som producerer instrumenter til øre, hals og næse. Nordic Capitals officielle strategi er i dag generelle investeringer i Norden og Tyskland og i specifikke healthcare-investeringer globalt.

DLJ Merchant Banking Partners fokuserede oprindeligt på healthcare, og det fortsatte, da CSFB købte DLJ i november 2000. Ledende medarbejdere, herunder Tom Dean (KF2), forlod CSFB i 2005 og etablerede kapitalfonden Avista Capital Partners, som siden har fokuseret på healthcare, energi og medier.

Kapitalfondenes kompetencer er ofte koncentreret på nogle ganske få personer. Det gælder også Nordic Capital.

KF1: *Hvis vi nu kigger på Nordic Capital, var der så andre end dig, som havde industrielle kompetencer i medicinalindustrien?*

Nej.

COF: *Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence? Gjorde den det?*

Ja, det gjorde den jo specifikt i forbindelse med Nordic Capital. Fordi der har du Toni, som kunne det. Ellers, CSFB havde ikke decideret folk, som var branchekendte, om du vil.

KF1 og CEO var nok begge branchekendere og havde arbejdet i samme firma. Men de havde alligevel viden på forskellige områder.

KF1: Vi havde næsten samme baggrund. Han (Håkan Björklund) startede i medicinalindustrien på forskningssiden. Håkan er jo uddannet læge og disputeret forsker. Håkan kan jo forskning meget mere, end jeg kan.

Så han er mere specialist på det område?

Ja, det må man vel sige, selv om han også har arbejdet meget med kommercielle ting. Men hvis du skal sammenligne vores kompetencer, så tror jeg, at jeg havde mere marketing.

Du havde mere kommerciel, og han havde mere forskning?

Ja, men en stor del af hans tid på Astra var han jo en marketing og commercial guy. Jeg skal ikke sige, at jeg er bedre på det område, det var ikke sådan, jeg mente det.

Jeg forstår, I har forskellige udgangspunkter.

Ja, han har nemmere ved at forstå R&D-issues, end jeg måske har. Jeg har mere erfaring inden for global marketing.

KF2 havde også erfaring fra healthcare, men havde aldrig arbejdet operationelt i en medicinalvirksomhed, idet hans erfaring udelukkende baserede sig på bestyrelsesarbejdet i porteføljeselskaber. Denne viden er givet værdifuld, men den matcher næppe den ekspertise, en operational leder kan oparbejde.

KF2: Prior to the acquisition of Nycomed our firm had a concentration in health care where we had been working with industry executives, that had recently left the industry, and having them helping us identify interesting opportunities in the specialty pharma and the medical device space. We had had, prior to this deal, some very successful investments in companies like Charles River Labs, Warner Chilcott and medical device companies McGaw and Ivac. So we had a group of industry experts comprising of ex-CEOs we consulted and that especially on our Private Equity fund.

Ifølge BES, CEO, CFO og MRB tilførte kapitalfondene primært viden gennem deres bestyrelsesmedlemmer:

BES: *Hvordan tilførte kapitalfonden som sådan industriel kompetence? Var det kun via de bestyrelsesmedlemmer, de udpegede?*

Ja, det var det vel. Men samtidigt, som jeg sagde, jo mere man kan, jo mere man forstår, desto lettere er det at stille nye spørgsmål, og så bliver det også mere interessant for bestyrelsesmedlemmerne. De indhentede sikkert viden fra andre kilder end bestyrelsesmøderne. De havde vel andre kolleger og læste aviser, så de blev mere og mere vidende.

Kan man sige, at Nordic Capital eller CSFB tilførte nogen industriel kompetence som sådan?

Ja, det synes jeg de gjorde, absolut. Dels tilførte Toni det. Men de tilførte en generel industriel kompetence. Hvordan man driver en virksomhed effektivt. Ud over Toni var det måske ikke farma-specifikt, men generelt har de faktisk en høj kompetence.

Altså, sådan mere procesorienterede ting?

Ja, præcist.

Men deres branchekendskab er jo ikke specielt godt?

Men Toni har det, og han tilførte det. ...

Var der forskel på den industrielle forståelse i henholdsvis Nordic Capital og CSFB?

Ja, altså du kan sige, at Nordic havde større kompetence. Men hvad CSFB gjorde, det var at de indsatte et par personer i bestyrelsen på kort tid, som havde industriel kompetence.

CFO: Hvordan tilførte kapitalfondene industriel kompetence til Jer?

Det gjorde de jo først og fremmest gennem deres bestyrelsesmedlemmer.

Det gjorde de ikke direkte, f. eks. Strömholm eller Melinder, de tilførte ikke direkte noget?

Ikke direkte industriel kompetence, men på andre områder, som det finansielle.

MRB: Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence?

Der gjorde nummer to kapitalfond jo det, at de satte nogle andre professionelle folk ind i bestyrelsen.

Så den industrielle kompetence kom via bestyrelsen?

Den kom via bl.a. bestyrelsen, ja.

Bestyrelsens industrielle kompetencer: I samtlige 12 års kapitalfondsejerskab var langt de fleste bestyrelsesmedlemmer medarbejdere i kapitalfondene, som efter alt at dømme havde en overvejende finansiell indgangsvinkel til porteføljeselskabet. Undtagelsen er bestyrelsesformanden (KF1) for perioderne 2000-2002 og 2005-2011, som havde operationel erfaring fra medicinalbranchen.

Forskellen i bestyrelsesformændenes (KF1's og KF2's) industrielle kompetencer havde betydning for CEO, men forskellene blev åbenbart udjævnet over tid.

CEO: Den største forskel var jo mere på det personlige plan. Toni Weitzberg havde jo betydelig medicinalkompetence.

Det havde Tom Dean, som var bestyrelsesformand, da CSFB kom ind, jo ikke. Så der er en forskel. Men andre forskelle var der ikke. ...

Men når du diskuterede med Tom, så var hans udgangspunkt jo hele tiden det finansielle?

Arh, det vil jeg ikke sige. Han var også interesseret i det industrielle.

Hvor lang tid tog det for ham at forstå det industrielle?

Det tog ikke lang tid. ...

Men det er jo en kompliceret industri?

Jo, men det var ikke sådan, at jeg diskuterede forskningsprojekter med ham.

Men det må da alligevel være anderledes for dig at diskutere med Toni Weitzberg, som kender...

En lille smule, men Tom lærte hurtigt.

BES, CFO og COF konstaterede også, at der var forskel på, hvor de to bestyrelsesformænds kompetencer lå.

BES: Er der ikke stor forskel på at have operationel erfaring og bestyrelseserfaring?

Jo, der er stor forskel. Og der havde Toni en vis fordel. Han havde arbejdet et antal år, måske ikke så mange, i medicinalindustrien, i Pharmacia. Men Tom Dean lærte det også efterhånden, og der var stor forskel hen imod slutningen i forhold til første gang, jeg træf ham.

CFO: Toni forstod mere de problemer, vi havde om produks sammensætning, og Tom havde mere erfaring, når det gjaldt finansiering.

COF: Tom Dean, som er meget fokuseret på, selvfølgelig, afkast og kapitalisering af selskabet. Det er det samme, når du taler med Toni Weitzberg, men han havde jo den finte, at han var farma-mand. Han kendte markedet, han vidste, hvad der skete. Hvor Tom Dean jo slet ikke var specialist på det område i samme udstrækning som Toni Weitzberg. ... Hver gang du diskuterer f. eks. større udviklingsprojekter, som af visse årsager, typisk pga. størrelse, skulle via bestyrelsen, så har Tom Dean en forretningsmæssig tilgang, hvor en Toni Weitzberg måske har mere fokus på det farmamæssige i det, om det her nu kan lade sig gøre.

Nedenfor er udarbejdet en liste over de personer, som var medlemmer af bestyrelsen i de tre ejerskabsperioder. De var ikke alle medlemmer samtidigt, men listen giver et overblik over de profiler, der var bestyrelsesmedlemmer i de respektive perioder.

Nycomeds bestyrelsesmedlemmer i kapitalfondenes *første ejerskabsperiode* (Nordic Capital) fremgår af tabel 21.

Tabel 21. Nycomeds bestyrelsesmedlemmer i første ejerskabsperiode.

Navn	Repræsentant for	Professionel baggrund
Toni Weitzberg (formand)	Nordic Capital	2000- Nordic Capital, Partner -2000 Pharmacia & Upjohn, Europachef
Robert Andréén	Nordic Capital	1990 – Nordic Capital, Managing Partner, -1990 Svenska Handelsbanken, leder af M&A
Håkan Björklund	CEO	1998- Nycomed, CEO -1998 Astra, Regional Director
Lars Ingelmark	Almänna Pensionsfonden Sjätte Fondsstyrelsen	6 AP Fond, Leder af Life Science Ventures
Bo Söderberg	Nordic Capital	1997- Nordic Capital, Partner 1991-1997 Föreningsbanken, CEO
Fredrik Strömholm	Nordic Capital	2000- Goldman Sachs, Stockholm -2000 Nordic Capital, Partner
Conny Ditlevsen	Medarbejdervalgt	1996 - Nycomed, HR Manager
Jorunn Gaarder	Medarbejdervalgt	
Deputy	Runar Björklund	CFO
Deputy	Kristoffer Melinder	1997-2011 Nycomed, CFO 1992-1997 Nycomed Imaging, Regskabschef
		1998- Nordic Capital, Partner 1996-1998 JP Morgan London, LBO finance

I den første bestyrelse var KF1 og CEO de eneste medlemmer med industriel erfaring. Herudover sad der fire repræsentanter for kapitalfonden med en overvejende finansiell tilgang. Lars Ingelmark repræsenterede 6. AP Fond, som var co-investor. Som leder af pensionsfondens Life Science Venture havde han bestyrelseserfaring, men ingen operational erfaring fra medicinalindustrien.

Nycomeds bestyrelsesmedlemmer i kapitalfondenes anden ejerskabsperiode (CSFB) fremgår af tabel 22.

Tabel 22. Nycomeds bestyrelsesmedlemmer i anden ejerskabsperiode.

Navn	Repræsentant for	Professionel baggrund
Thompson Dean (formand)	CSFB	2005- Avitsa, Co-Managing Partner 1995-2005 CSFB PE/DLJ, Managing Partner
Håkan Björklund	CEO	1998- Nycomed, CEO -1998 Astra, Regional Director
Chinh Chu	Blackstone	1990- Blackstone, SMD & Co-Chair -1990 Salomon Brothers, M&A
Reid Perper	CSFB	2004-2007 Healthcare Investment Partners 1988-2003 CSFB PE/DLJ, MD
Javed Khan	CSFB	2005-2009 Blackstone 1988-2000 CSFB PE/DLJ
Edward Richard Roberts	CSFB	Advisor, CSFB PE, senere Avista 1990-1998 Merck KGaA, CEO 1971-1990 Eli Lilly
Harry Wilson	Blackstone	1999-2003 Blackstone, Principal 1995-1997 Clayton, Dubilier & Rice
Carl-Gustav Johansson	Ekstern	1999-2001 AstraZeneca USA, CEO 1963-2001 Astra
Anita Helland	Medarbejdervalgt	1992-1997 Nycomed, Director New Business
Jesper Schrøder	Medarbejdervalgt	1996-2009 Nycomed, Senior Advisor & Trainer
Deputy	Runar Bjørklund	CFO 1997-2011 Nycomed, CFO
Deputy	Leif Linback	1992-1997 Nycomed Imaging, Regskabschef 1998- Nordic Capital, Partner 1998-1998 JP Morgan London, LBO finance

Da den nye bestyrelse tiltrådte i december 2002, havde ingen medlemmer industrierfaring, bortset fra CEO. Alle repræsentanter, bortset fra medarbejderne, var alle på lønningslisten i CSFB Private Equity eller i Blackrock. Edward Roberts havde ganske vist erfaring fra Eli Lilly og RP Scherer, men han nåede kun at være medlem af bestyrelsen i to år. I marts 2003 udpegedes C. G. Johansson (BES) som ekstern industrialist, og han sad helt frem til Takeda overtog i 2011.

KF1: Hvis vi så går frem til den anden periode, hvem ville du sige var de vigtigste industrialister i bestyrelsen?

Det var jo nok mig selv.

Ud over dig, selvfølgelig?

Jeg vil ikke fremhæve mig selv, men jeg var jo formand i hele perioden og jeg havde mere en industribaggrund end en private equity baggrund fra starten. Nu har jeg snart være i private equity i 14 år, så nu har jeg snart været lige så langt tid i private equity som i farma. Men jeg har jo arbejdet næsten 20 år i farma. De, som havde en industriel erfaring i vores ejerperiode, det var mig selv og C. G. Johansson.

CFO: C. G. Johanson, som havde boet i Brasilien, kendte jo hele Sydamerika. Så ham brugte vi sådan set også til at få bekræftet over for de andre bestyrelsesmedlemmer, til at få en second opinion på det, management påstår. Og det kan også være en restrukturerings eller en ændring af en fabrik, når vi skulle nedlægge forskning. Bespargelser tager lang tid, og kapitalfondene vil måske havde det hurtigere igennem. Så kan vi sige, nej, det er vanskeligt, og så hører man C. G., som kan bekræfte, at det tager tid at afvikle en fabrik.

PRO: Tom (Dean) var med til mange af vores møder.

Han var jo ikke industrimand. Hvordan fik han sat sig ind i alt det der?

I bestyrelsen havde vi C. G. (Johansson), som kom fra industrien, som havde viden om den industri, de havde købt sig ind i.

Den tidligere CEO for Pfizer, Bill Steere, inviteredes også med til nogle af bestyrelsesmøderne, men var ikke formelt medlem.

BES: Så var der Bill Steere, han var jo også med på et tidspunkt.

Ja, Bill kender jeg, javist. Han var jo med i en kortere periode.

Men var han aktiv i bestyrelsen?

Han var med i bestyrelsen som ... hvad kaldes det ... han var ikke formelt bestyrelsesmedlem, jeg husker ikke hvilken titel, han havde. Han var der som en slags adviser.

Kan du huske, hvor mange møder, han var med på?

Måske på 4-5 møder.

Bidrog han aktivt til det industrielle, eller var han også mere finansielt orienteret?

Nej, han var mere aktiv på det operationelle. Han havde jo en enorm erfaring.

CEO: Blackstone, de udpegede Bill Steere, som havde været Pfizers koncernchef og bestyrelsesformand.

Var han med i bestyrelsen?

Ja, som observatør. Men det var kun på papiret. For han var fortsat bestyrelsesmedlem i Pfizer, og derfor kunne han ikke formelt sidde i vores bestyrelse. Men han var med på alle møderne. Mellem 2002 og 2005 sad Bill Steere. Bill havde jo en stor kompetence, og han var med på alle bestyrelsesmøderne. Han tog hellere til vores bestyrelsesmøder end til møder i Dow Jones-selskaber. ...

Hvis der var en situation, hvor kapitalfondene ikke rigtig forstod eller ikke rigtig havde samme syn som jeg, så kunne jeg altid læne mig op ad de her personer, særligt Bill.

Nycomeds bestyrelsesmedlemmer i kapitalfondenes tredje ejerskabsperiode (Nordic Capital) fremgår af tabel 23.

Tabel 23. Nycomeds bestyrelsesmedlemmer*) i tredje ejerskabsperiode.

Navn		Repræsentant for	Professionel baggrund
Toni Weitzberg (formand)		Nordic Capital	2000- Nordic Capital, Partner -2000 Pharmacia & Upjohn, Europachef
Thomposon Dean		CSFB PE/Avista	2005- Avitsa, Co-Managing Partner 1995-2005 DLJ/CSFB PE, Managing Partner
Håkan Björklund		CEO	1998- Nycomed, CEO -1998 Astra, Regional Director
Kristoffer Melinder		Nordic Capital	1998- Nordic Capital, Partner 1996-1998 JP Morgan London, LBO finance
Aleksander Erdeljan		Blackstone	1998- Fouding member af Blackstone Healthcare Partners 1996-1998 RP Scherer, CEO 1991-1996 Catalent Pharma Solutions, President/CEO
Avinash Kenkare		CSFB PE/Avista	2006-2008 Carlyle Group 2005-2006 Avista 1998-2005 CSFB/DLJ
Alex Morey		CSFB	1996-2006 CSFB/DLJ, Director 1993-1996 Arthur Andersen
Joseph Baratta		Blackstone	1998- Blackstone
Carl-Gustav Johansson		Ekstern	1999-2001 AstraZeneca USA, CEO 1963-2001 Astra
Newton Aguiar		CSFB PE	2010- Avista, Partner -2010 CSFB/DLJ
Colin Taylor		CSFB PE	1990- CSFB
Anita Helland **)		Medarbejdervalgt	1992-1997 Nycomed, Director New Business
Jesper Schrøder **)		Medarbejdervalgt	1996-2009 Nycomed, Senior Advisor & Trainer
Deputy	Runar Bjørklund	CFO	1997-2011 Nycomed, CFO 1992-1997 Nycomed Imaging, Regskabschef
Deputy	Jonas Agnblad	Nordic Capital	1998- Partner, Nordic Capital 1998-1998 JP Morgan London, LBO finance

*) Altanas tidligere CEO. Hans Joachim Lohrisch, sad også en overgang i bestyrelsen, men trådte ud i januar 2008.

**) Fra december 2006 flyttedes beslutningerne over i det luxemburgske holdingselskab Nycomed SCA SICAR, hvor medarbejderne ikke var repræsenteret.

Aleksander Erdeljan må også betragtes som industrialist, men han nåede kun at være medlem i tre år og har tilsyneladende ikke efterladt noget indtryk hos BES.

KF2: Aleksander Erdekljan was exactly one of those (industrialister). Avinash concentrated in health care, but Aleks Erdeljan was the former CEO of RP Scherer, so he was an industry executive, an ex-CEO.

BES: *Men i første omgang havde du også Blackstone med inde. Havde de en rolle i bestyrelsen? De havde jo Aleksander Erdeljan, han var udpeget af Blackstone, ikke?*

Han var med, ja.

Han er tidligere CEO for RP Scherer. Havde han stor faglig kompetence?

Ja, jeg husker ham ikke så godt, men han var en vældig flink mand. Han bidrog også positivt til bestyrelsesarbejdet, husker jeg. Men han var ikke med så længe.

Var han mere finansielt eller industrielt orienteret?

Han var nok mere finansielt interesseret.

Heller ikke Avnash Kenkare har efterladt sig et indtryk hos BES:

BES: *Avinash Kenkare, kan du huske ham?*

Nej.

Industrialisterne har dog alligevel givet KF2 industriel støtte i bestyrelsen.

CFO: Han (Aleksander Erdeljan) kom via Blackstone. Han havde arbejdet i en farmavirksomhed i USA, som de havde valgt. Jeg husker ikke selskabet, det var et farmaselskab, som Blackstone har valgt.

Men de industrialister, som var repræsenteret i bestyrelsen, var de aktive deltagere i bestyrelsen?

Absolut. De var jo bragt ind af ... de kompenserede jo for den viden, Tom Dean og andre bankfolk ikke havde. Måske var de ikke lige så vigtige for en Toni Weitzberg, som for Tom Dean og andre.

I den sidste periode var det således primært KF1, BES og CEO, der repræsenterer bestyrelsens industrielle viden.

BES: *På hvilket detailniveau monitorerede kapitalfonden Nycomed, hvor meget gik de i detaljer med udviklingen i de enkelte produkter og markeder?*

Ikke så meget, fordi de havde jo ikke rigtig nogen viden om det. Det handlede mest om at analysere tal fra økonomiske rapporter. Desværre synes Håkan (Björklund) og jeg, at det tog lidt for meget overhånd.

Det vil sige, at hver gang der blev diskuteret indlicensiering af produkter, der var det dig og Håkan primært?

Ja, det var det, og delvist Toni.

I tre var de primære industrielle drivere efter 2005?

Ja, det var vi. ...

Men kapitalfondene som sådan, udover Toni som bestyrelsesformand, involverede de sig i branchespecifikke spørgsmål?

Ja, efterhånden gjorde de det. Som jeg tidligere nævnte, forstod de mere og mere om virksomheden og havde også flere synspunkter, så de kunne begynde at stille spørgsmål, i hvert fald, så det blev bedre på det område. På den anden side, jo nærmere vi kom en exit, så kom der igen overvægt på diskussioner om, hvordan vi skulle køre virksomheden finansielt og kapitalmæssigt. Der er ingen tvivl om, hvor den centrale interesse ligger hos kapitalfondene.

Overraskelser: Da Nordic Capital købte Nycomed første gang i 1999 havde man ingen erfaringer inden for det område, som senere skulle udvikle sig til et fokusområde. Til gengæld lærte kapitalfonden af casen.

CFO: *Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfonden mest, tror du, efter de overtog Jer?*

Jeg tror, at alle mulige regulativer, det at få registreret et produkt i et land, tiden det tager at få prisgodkendelse...

Derfor var det vel også godt at få Nordic Capital ind anden gang, fordi der havde I én, der kendte alle de der ting?

Netop, men for Nordic, så var det også en læreperiode. Da de kom ind for anden gang, så havde de jo en helt anden kompetence til at overtage en farmavirksomhed.

Betydningen af kapitalfondenes industrielle kompetencer: Industrielle kompetencer er ikke nødvendigvis forudsætningen for at investere i et porteføljeselskab. Hvis processer, teknologi og markeder er enkle, er det også nemt at forstå, hvorfor en virksomhed udvikler sig, som den gør. Når det drejer sig om medicinalindustrien er både processer, teknologi og markeder imidlertid komplicerede, og derfor er adgangen til industrielle kompetencer vigtig for ejeren.

Betydningen af kapitalfondens egne industrielle kompetencer: Der er ingen tvivl om, at kapitalfondenes kernekompetencer ligger på det finansielle område. Det er også vigtigt, at de ikke nedprioriteres, for en stor del af værdien skabes netop her, og virksomhedens daglige ledelse kan sjældent erstatte kapitalfondens viden og netværk på dette område..

BES: Men det er klart, at deres (kapitalfondens) kernekompetence skal være det finansielle, og det kommer det også altid til at være. Diskussionerne bliver bedre, hvis de har lidt forståelse for, hvad virksomheden handler om.

Man kunne frygte, at stigende ekspertise på kapitalfondsniveau kunne føre til mere detailstyring og mindre råderum for direktionen, eller at investeringsuniverset ville blive væsentligt indskrænket.

BES: Nej, jeg synes det er en god udvikling. Bestyrelsesmøderne bliver mere effektive, hvis alle ved, hvad virksomheden handler om.

CEO: Hvis du kigger på Nordic Capital, så har de sagt, at de i princippet laver nordiske forretninger, undtagen på health care, hvor de kan agere world wide. Dermed kompenserer de jo for den branchemæssige indskrænkning, fordi man jo øger det geografiske sigte. Desuden tror jeg, at man kan gøre bedre forretninger, for man kender industrien bedre end sine konkurrenter. Jeg ser det som en fordel.

Betydningen af bestyrelsens industrielle kompetencer: Hvis kapitalfonden ikke besidder egne industrielle kompetencer, bør nogle af bestyrelsesmedlemmerne i hver fald gøre det.

KF2: Being a good board member and understanding good business practice ... you obviously have to have a deep understanding of the company and the industry the company is in. You don't necessarily have to have worked in that industry for 20 years to be a good board member and decision maker.

CEO: Hvis de ikke har brancheekspertise, så må de sørge for, at de sætter nok folk ind i bestyrelsen, som har det. ...

Mener du at den kompetence skal sidde hos de bestyrelsesmedlemmer, der udpeges, eller skal kapitalfonden også råde over specialister?

Det tror jeg ikke har så stor betydning. En industrifond kan godt have nogle få industrispecialister, og Nordic har kun én, og det er Toni. Har man ikke det, så må man tage nogle eksterne ind, som på en eller anden måde er tilknyttet kapitalfonden, som kan sidde i bestyrelsen. Hvis jeg havde været kapitalfond, og vi sidder fem fra kapitalfonden i bestyrelsen, ingen af os ved noget om farma, så sidder vi bare og håber på, at ledelsen gør det rigtige. For vi har ingen muligheder for at bedømme, om de gør det. Det vil jo ikke gå.

CEO så det som en klar fordel for sig selv at have bestyrelsesmedlemmer med, som kendte branchen.

CEO: Jeg så det altid som en fordel for mig. For jeg kunne altid læne mig op ad dem. Hvis der var en situation, hvor kapitalfondene ikke rigtig forstod eller ikke rigtig havde samme syn som jeg, så kunne jeg altid læne mig op ad de her personer, særligt Bill. De bakkede altid op.

Så det var en fordel for dig, at der sad nogle, som vidste noget?

Absolut, det var derfor, jeg gerne ville have dem ind.

6.4.8. Konklusion

Nycomed er et eksempel på en virksomhed inden for en branche, hvor det er en ubetinget fordel for ejeren at besidde eller havde adgang til detaljeret branchekendskab. Da Nordic Capital købte Nycomed første gang i 1999, blev det samtidigt startskuddet på Nordic Capitals fokusering på healthcare. Kapitalfonden bragte ikke selv ekspertise med ind i selskabet, men de sørgede for at ansætte en CEO, der var branchespecialist. Siden ansatte de en branchekendt partner, som indtrådte som bestyrelsesformand og var det i 9 ud af de 12 år, Nycomed var i kapitalfondsejerskab.

Ejerskabet var i sig selv en læreproces, ikke blot for Nordic Capital, men også for CSFB, som ledte kapitalfondsejerskabet i de tre år, Nordic Capital ikke sad for bordenden. CSFB havde ganske vist længere erfaring med healthcare end Nordic Capital, men havde ingen industrialister direkte ansat i kapitalfonden.

I de tre ejerskabsperioder løste kapitalfondene forskellige udfordringer. I første periode handlede det om at effektivisere produktionen, at foretage de nedskæringer, den foregående ejer ikke havde haft modet til, samt at udbygge distributionsnettet.

I anden periode udvikledes Nycomeds distribution til en paneuropæisk struktur med støtte fra de nye ejere. Kapitalfondene gennemførte en relativt gearet kapitalstruktur, som ledelsen ikke syntes om, men handlingen understregede, at finans er kapitalfondens domæne. Virksomhedens ledelse må derimod fokusere på at foretage de operationelle tiltag, der skal til for at skaffe det nødvendige cash flow.

I tredje periode købtes det tre gange større Altana, hvor kapitalfondene måtte foretage de omstruktureringer, de foregående ejere, heller ikke i dette tilfælde, selv havde haft modet til.

Virksomhedens kapitalstruktur: I løbet af ejerskaberne steg gælden betydeligt, men den fulgtes også af et stigende cash flow. I den første transaktion var der tale om en traditionel finansiering. I den anden transaktion var der derimod tale om en struktur med high yield obligationer og mezzanin. Kapitalfondene søgte således at udnytte klienteffekten ved at opdele finansieringen i elementer, som henvendte sig til investorer med særlige risikoprofiler.

En stor del af den tredje transaktion blev finansieret ved udstedelse af PIK-notes, hvorved rentebelastningen blev skubbet til slutningen af lånets løbetid. Det var en fordel, givet den anstrengte cashflow-situation, men det fordyrede renteomkostningerne betydeligt. Der er dog ingen tvivl om, at kapitalfonden søgte at maksimere leverage, fordi man følte, at ledelsen havde styr på cash flowet fra driften.

Ved købet af det tre gange større Altana, med et højt men tidsbegrænset cash flow, struktureres finansieringen således, at den passede til det forventede cash flows forløb. Angreb fra generikaproducenter fik dog cash flowet til at falde, og det truede med at udløse et covenant-brud. Det lykkedes dog kapitalfondene at forhandle sig frem til en ny covenant mod en højere rente.

Ejernes agentomkostninger: Incitamentsprogrammet med aktiekøb og warrants udgør en vigtig del af kapitalfondenes forsøg på at styre de ledende 50-100 medarbejderes

adfærd. Bortset fra bestyrelsesformanden fra den amerikanske kapitalfond, er der dog ingen interviewpersoner, der mener, at programmet påvirkede topledernes adfærd.

Ledelsen har formentlig været så bundet af likviditeten, at gælden har haft større indflydelse på adfærden end incitamentsprogrammerne. Gælden har måske nok forhindret visse investeringer, men den har til gengæld øget fokus på rentabilitet.

Det er derimod mere sandsynligt, at mellemledernes adfærd er blevet påvirket positivt af incitamentsprogrammet. Hvor topledelsens beslutninger har været dikteret af gælden, kunne mellemlederne påvirke hastigheden i omsætningen af strategien.

Kapitalfondene styrede i begrænset omfang virksomheden ved kontrol. CEO har klart været den udførende kraft ved strategiformuleringen, og han har formået at få kapitalfondene til succesivt at købe sig ind på den. Strategien kan derfor ses som kontinuerlig, trods de tre ejerskifter. Klare mål, korte beslutningsveje, og en effektiv rapportering bidrog til, at medarbejderne kendte retningen, og at afvigelser hurtigt kunne korrigeres.

Informationsasymmetri: Begge kapitalfonde havde betydelig egen analysekapacitet, som blev brugt til at identificere skjulte værdier. Aktiviteterne i SNG-landene blev købt til en discount pga. Ruslandskrisen året før, men netop SNG-landene skulle vise at være den stærkest voksende del af forretningen.

Omstruktureringerne af både Nycomed, efter købet i 1999, og af Altana, efter købet i 2006, skete, fordi den hidtidige ejer ikke havde modet og i hvert fald ikke var indstillet på at stille de fornødne ressourcer til rådighed. Altana leverede desuden et meget højt cash flow, men i en afgrænset periode pga. patentudløb. Omstruktureringerne og opsætningen af en finansieringsstruktur, der matchede cashflowet, fik dog indtjeningen til at stige så kraftigt, at selskabet kunne sælges til en industriel investor i 2011.

Værditransferering: Der har ikke fundet værditransferering sted fra kreditorer til aktionærerne. Trods fire refinansieringer påførtes ingen kreditorer uventede tab som følge af kapitalfondenes dispositioner.

Lønvedtørelserne blev ikke ændret, og det er hverken muligt at vurdere, hvordan lønningerne eller antallet af arbejdspladser ville have udviklet sig uden kapitalfondsejerskab.

Medarbejderindflydelsen faldt derimod i den anden ejerskabsperiode. CSFB ønskede ikke at give medarbejderne indflydelse, og i kølvandet på overtagelsen af Altana blev Nycomed lagt under et holdingselskab uden medarbejderrepræsentation.

I de 12 års kapitalfondsejerskab havde Nycomed et nettounderskud, hvis det omregnes til 2000-nutidsværdi. Netto betalte selskabet ikke skat i perioden, men opbyggede tværtimod et skatteaktiv. Det er interessant, når det betænkes, at selskabet kunne videresælges tre gange med betydelige gevinster til ejerne hver gang. Oprettelsen af et holdingselskab i Luxemburg muliggjort en yderligere skatteoptimering ved videresalget. Der har således uden tvivl været tale om værditransferering fra skatteydere til aktionærer.

Netværk: Specielt selskabets CEO har brugt sit netværk flittig til at ansætte ledende medarbejde i selskabet. Også et af bestyrelsesmedlemmerne kom ind via CEO's netværk.

Bortset fra Nordic Capitals første køb i 1999, fandt alle handlerne af Nycomed sted på baggrund af kontakter i markedet. CSFB kendte selskabet, fordi de havde budt i konkurrence med Nordic Capital i 1999, Nordic Capital tilbagekøbte (delvist) selskabet i 2005, fordi de kendte det, og Takeda viste sin interesse ved at rette en personlig henvendelse til CEO.

Involvering: Meget tyder på, at Nordic Capital involverede sig mere i selskabet end CSFB. Den væsentligste forskel var tilsyneladende, at Nordic Capital var mere fokuseret på driften, mens CSFB var mere interesseret i kapitalstrukturen.

Ved første og andet ejerskab skulle kapitalfondenes repræsentanter både lære virksomheden og ledelsen at kende. Da Nordic Capital genindtrådte som ledende kapitalfond i 2005, havde de fra starten kendskab til virksomheden og tillid til ledelsen.

Ingen af kapitalfondene kom med egne initiativer, men forholdt sig til forslag fra ledelsen. Langt størstedelen af ledelsens beslutninger blev konfirmeret af bestyrelsen. I løbet af tredje ejerskabsperiode udviklede der sig en kommunikationsstruktur mellem bestyrelsesformand, CEO og det eksterne bestyrelsesmedlem, så industrielle forslag blev drøftet, inden de blev forelagt bestyrelsen.

Kapitalfondene traf alle beslutninger omkring finansiering og stod også for forhandlingerne med bankerne. Ved større investeringer udarbejdede kapitalfondene selv due dilligences og tog aktiv del i beslutningerne, om end initiativet kom fra ledelsen.

Specialisering: Nycomed var i en branche, hvor viden om forskning og udvikling, godkendelsesprocesser, patentrettigheder, nye behandlingsformer samt tilskudspolitikken på de enkelte markeder var afgørende for at få succes.

Det er en fordel at kapitalfonden besidder branchespecifik viden, så den er i stand til at give virksomheden relevant støtte. Det er således vigtigt for både ejere og ledelse, at der træffes beslutninger på et oplyst grundlag, ikke mindst når der er tale om store investeringer.

Det må dog som minimum forventes, at bestyrelsen har et indgående kendskab til branchen. I Nordic Capital havde kun Toni Weitzberg denne viden, i CSFB/Blackstone/Avista havde flere af repræsentanterne erfaring fra bestyrelsesarbejde, men ingen havde operationel erfaring. Kapitalfondene valgte at udpege et eksternt medlem, som medbragte operationel erfaring.

Både Nordic Capital og Avista har valgt at specialisere sig i healthcare og har til gengæld ingen geografisk afgrænsning for sådanne investeringer. Der er dog næppe tale om en generelt tendens til specialisering for kapitalfondene, idet de fleste fortsat har et regionalt fokus. Men for komplicerede og vidensintensive industrier som TMTS, finans og healthcare, er specialisering næppe til at komme uden om.

Casen i sin helhed: Selskabets gearede finansieringsstruktur bidrog i høj grad til en udnyttelse af skatteskjoldet og dermed en værditransferering fra skatteydere til aktionærer, idet selskabet slet ikke betalte skat under kapitalfondsejerskabet.

I de to perioder, hvor Nordic Capital sad for bordenden, involverede kapitalfonden sig noget mere end i den periode, hvor CSFB var den ledende kapitalfond. Nordic Capitals involvering muliggjordes af aktiv brug af netværket til at skaffe både ledende medarbejdere og kvalificerede bestyrelsesmedlemmer. CSFB var noget mere fokuseret på finansieringssiden, men brugte også netværket til at finde bestyrelsesmedlemmer med industriel viden.

Kapitalfondene brugte deres specialviden til at identificere Nycomed. Både Nordic Capital og CSFB så allerede muligheder i Nycomed, som ejeren ikke selv havde identificeret, inden den oprindelige industrielle ejers salg. Dermed udnyttedes informationsasymmetrien mellem kapitalfonde og industriel ejer.

7. Cross Case Analyse

De tre cases, DT, Logstor og Nycomed, gav langt fra samme svar på alle forskningsspørgsmål. Det var heller ikke ventet, for casene var netop udvalgt med henblik på at sikre variation i flest mulige andre faktorer end netop kapitalfondsejerskabet.

I det følgende analyseres i hvilket omfang, der kan iagttages mønstre, som går igen i to eller i alle tre cases. I det omfang, der er tale om afvigende iagttagelser mellem de enkelte cases, søges mulige årsagsforklaringer, som kan gøres til genstand for videre forskning. I analyserne tages udgangspunkt i de teorier, der er beskrevet i afsnit 3.8, og som beskriver sammenhænge, som er relevante for at kunne vurdere kapitalfondenes metoder og kompetencer.

7.1. Virksomhedens kapitalstruktur

Målet er at besvare følgende forskningsspørgsmål:

1. Hvilken merværdi skaber kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur?
2. Kan kapitalfonden udnytte klienteffekter ved strukturering af finansieringen?
3. Styrker kapitalfondens ejerskab i sig selv mulighederne for at skaffe ekstern finansiering?
4. Reducerer kapitalfondens hurtig adgang til egenkapital risikoen for stressituationer i porteføljevirkomheden?

7.1.1. Kapitalstrukturens værdi

De sidste halvtreds års forskning i virksomhedernes kapitalstruktur er overvejende baseret på *irrelevantsteorien* (kapitel 3.1.1.). Modigliani & Miller (1958) mente således, at finansieringens fordeling på gæld og egenkapital ikke havde nogen betydning for virksomhedens finansieringsomkostninger, fordi investorer ellers ville kunne arbitrere mellem virksomhedens obligationer og aktier. Øges gældsandelen, vil kravet til forrentningen af egenkapitalen tilsvarende stige, således at de samlede finansieringsomkostninger ikke påvirkes. MM medgiver dog, at den skattemæssige effekt af, at renter, modsat udbytter, er fradragsberettigede i selskabsskatten, kan reducere nettofinansieringsomkostningerne ved øget gældssætning.

Både DT's og Nycomed's ledelser fremhæver, at gearing giver mulighed for højere afkast. Der ses således bort fra, at gearingen øger egenkapitalens forrentningskrav. Logstors CEO mener modsat, at gearingen gjorde virksomhedens position mere sårbar.

Årsagen til de forskellige vurderinger skal bl.a. søges i de tre selskabers meget forskellige performance. DT og Nycomed udviklede sig begge meget positivt fra starten af

ejerskaberne. DT kunne efter tre års ejerskab sælges med en betydelig gevinst, og Nycomed kunne sælges tre gange med stor gevinst til kapitalfondene hver gang.

Tabel 24. Værdien af gearing.

DT	Logstor	Nycomed
KF: Gearingselementet kan give et højere afkast af egenkapitalen. Hvor meget koster det at have gæld, og hvor meget koster det at have egenkapital. Hvis du vil have lidt mere gæld, kan du også få en højere leverage på din egenkapital. CFO: Kapitalstrukturen skaber jo værdi ved, at hvis du gearer den meget, og du i øvrigt lykkes med det, så skaber du værdi for aktionærerne, en stor forrentning af den investerede kapital.	CEO2: Montagu gjorde jo finansielt virksomhedens position svagere i og med, at kapitalgrundlaget blev betydeligt mere gearret, og på den facon gjorde selskabet mere sårbart over for det, der måtte ske i markedet.	CEO: Hvis du har et afkast af egenkapitalen, som er ganske højt, og du kan låne penge vældig billigt, så bør man vel låne en vis mængde penge. Hvis jeg kan låne til 2% og få 10% i afkast, så bør jeg vel gøre det. CFO: Leverage skaber jo altid værdi. Det skaber jo mere værdi, fordi du får større afkast af egenkapitalen.

Logstor blev ganske vist solgt med gevinst efter første ejerskabsperiode, men i anden ejerskabsperiode kom selskabet i alvorlige problemer, og kapitalfonden blev af den finansierende bank tvunget til at afhænde selskabet med et betydeligt tab.

Der er således ikke modstrid mellem udsagnene fra de tre virksomheder. Når virksomheden performer godt, øger gearingen afkastet, når det derimod går dårligt, øges virksomhedens sårbarhed.

Det stemmer overens med *tradeoff-teorien* (kapitel 3.1.2), som ser den optimale kapitalstruktur som et tradeoff mellem lave finansieringsomkostninger og konkursrisikoen. Kapitalstrukturen må imidlertid fastsættes *ex ante*, hvorimod det først **ex post** kan fastslås, om strukturen var optimal. Problemet er, at finansieringsomkostningerne ganske vist kendes på forhånd, mens konkursrisikoen først kan fastlægges efterfølgende, fordi den indeholder ukendte faktorer (Sing 1990; Rappaport, 1990).

I DT's og Nycomed's tilfælde begunstigedes selskaberne af markedssituationen. Detailhandelskæden DT blev købt, da Danmark var på vej ind i et forbrugsdrevet opsving, og Nycomed befandt sig i en branche med begrænset konjunkturfølsomhed. En stor del af begge selskabers performance kan dog tilskrives kapitalfondenes og selskabsledelsernes aktive beslutninger. I DT's tilfælde, beslutningen om at reducere arbejdskapitalen og antallet af leverandører. I Nycomed's tilfælde, de to omstruktureringer i 1999 og i 2006 samt udbygningen af salgsnettet til et nordisk, senere til et europæiske og endelig til et globalt net.

Ikke desto mindre sikrede den positive udvikling i selskabernes omsætning og indtjening, at kapitalfondene og ledelserne fik ro til at implementere deres planer.

Logstors udvikling var ganske vist positiv helt i starten, men i løbet af blot et år drejede markedssituationen sig i ugunstig retning. Selv betydelige besparelser kunne ikke sikre et driftsmæssigt overskud i de følgende fire år, og selskabet måtte i 2002 og 2003 have tilført yderligere kapital fra kapitalfondene. Det samme gentog sig under det andet ejerskab, hvor udviklingen fulgte planen til at starte med, men hvor ikke mindst finanskrisen førte til et betydeligt fald i omsætningen.

Signal-teorierne (kapitel 3.1.3.) beskriver, hvordan ejernes insiderinformationer kan signaleres til investorerne gennem ejernes egne dispositioner. Sådanne signaler sender kapitalfondene dog ikke via sammensætningen af den overordnede kapitalstruktur, idet de ikke kan udstede aktier, når markedet overvurderer selskabet og obligationer, når selskabet er undervurderet, således som Bhattacharya & Ritter (1983) ellers forudsætter.

Til gengæld kan ledelsen sende et signal til bankerne via deres personlige eksponering mod selskabet. Jo større en andel, ledelsen har af selskabet, desto mere må bankerne gå ud fra, at ledelsen selv tror på selskabet. Det gælder dog i mindre omfang, hvis der er tale om optioner og warrants, hvor tabet er begrænset.

Tabel 25. Ledelsens egne investeringer i selskabet.

DT	Logstor	Nycomed
I 2003 måtte CEO Steen Weirsøe låne 25 mio. DKK for at købe sin andel af virksomheden. (Kilde: Ole Steen Andersen/BES). Ved kapitalfondsovertagelsen købte selskabets 300 ledende medarbejdere 10% af aktierne. (Kilde: Børsen, den 31.08.2006)	I anden ejerskabsperiode investerede to bestyrelsesmedlemmer og fire direktionsmedlemmer tilsammen 125 mio. DKK i selskabet. (Kilde: Ole Andersen/BES).	I 2010 havde CEO Håkan Björklund 45.776 aktier og 175.000 warrants. Aktierne værdi svarede til 14,8 mio. EUR. Hele executive committee havde 117.363 aktier og 417.349 warrants. (Kilde: Årsberegning 2010). Håkan Björklunds oprindelige investering i 1999 udgjorde ca. 3 mio. DKK. (Kilde: Håkan Björklund/CEO).

Tabel 25 viser, at ledelserne i alle tre selskaber investerede anseelige beløb i deres respektive virksomheder. Ledelsens investeringerne i DT og i Nycomed blev mangedoblet, mens de 125 mio. DKK, ledelsen investerede i Logstor, endte med at blive tabt.

Ledelserne var således parate til at påtage sig betydelige personlige økonomiske risici, i to tilfælde med held, i det tredje tilfælde med et anseligt tab til følge. Som udgangspunkt var signalvirkningerne over for bankerne imidlertid klare, og det har formentlig også indgået positivt i bankernes samlede vurdering af engagementet.

Ifølge *hakkeordens-teorien* (kapitel 3.1.4.) vil virksomheden altid vælge at øge finansieringen ved brug af det sikrest mulige gældsinstrument, dvs. først sikret gæld, så senior gæld, så mezzanin, så ansvarlig lånekapital og først til sidst aktiekapital.

I de observerede cases har kapitalfondene og virksomhedernes handlet helt i overensstemmelse med dette princip. Kapitalfondene har således kun indbetalt kapital, når det var nødvendigt for at retablere egenkapitalen efter tab eller som led i større akquisitioner.

Tabel 26. Kapitalfondenes finansierings-hakkeorden.

Finansiering	DT	Logstor	Nycomed
Sikrede lån	Anden refinansiering: 2. mia. DKK realkredit.		
Senior lån	Første refinansiering: 3,5 mia. DKK. Anden refinansiering: 1,5 mia. DKK.	Første ejerskabsperiode: Bankgæld på 500 mio. DKK videreføres. Anden ejerskabsperiode: 1.375 mio. DKK	Første ejerskabsperiode: 413 mio. EUR. Anden ejerskabsperiode: 320 mio. EUR. Tredje ejerskabsperiode: 532 mio. EUR. Altanakøbet: 5,7 mia. EUR.
High yield bonds			Anden ejerskabsperiode: 225 mio. EUR. Tredje ejerskabsperiode: 396 mio. EUR PIK-loan.
Mezzanin	Første refinansiering: 750 mio. DKK.		Anden ejerskabsperiode: 70 mio. EUR .
Egenkapital	Ingen.	Første ejerskabsperiode: I 2002 indbetaltes 20 mio. DKK i ansvarlig lånekapital. I 2003 indbetaltes 55 mio. DKK i ansvarlig lånekapital. Anden ejerskabsperiode: I 2008 indbetaltes 48 mio. DKK i ansvarlig lånekapital. I 2009 indbetaltes 25 mio. DKK i egenkapital. I 2011 indbetaltes 100 mio. DKK i egenkapital. Købet af APFS: I 2005 indbetaltes 195 mio. DKK i aktiekapital.	Købet af Altana: I 2006 indbetaltes 500 mio. EUR i aktiekapital.

I Logstor indbetalte kapitalfondene tre gange ansvarlig kapital (aktiekapital og ansvarlig lånekapital) i løbet af den første ejerskabsperiode: to gange for at styrke kapitalgrundlaget og én gang i forbindelse med købet af konkurrenten APFS. I anden ejerskabsperiode indbetaltes ansvarlig kapital tre gange for at retablere kapitalgrundlaget.

Ud over i forbindelse med selve transaktionerne indbetalte kapitalfondene bag Nycomed kun yderligere egenkapital i forbindelse med købet af Altana i 2006. Ud af de 4,2 mia. EUR, indbetalte kapitalfondene 500 mio. EUR, mens resten blev finansieret ved optagelse af seniorlån.

Kapitalfondene bag Logstor og Nycomed indbetalte således kun egenkapital, når der ikke var andre finansieringsmuligheder, hvorimod DT hverken havde brug for yderligere egenkapital til retablering af kapitalgrundlaget eller til investeringer.

I DT's første refinansiering valgte kapitalfonden, ifølge eget udsagn, at refinansiere mest muligt med seniorlån, dvs. 3,5 mia. DKK. Resten måtte finansieres af et efterstillet mezzaninlån på 750 mio. DKK. Ved den anden refinansiering valgtes først at maksimere realkreditfinansieringen, den kreditorsikreste låneform. Derefter optoges 1,5 mia. DKK i seniorlån, og et nyt mezzaninlån kunne derved undgås.

I Logstors første ejerskabsperiode indskød kapitalfondene de 120 mio. DKK i egenkapital, som var nødvendige for at drive virksomheden videre med de bestående banklån. I anden ejerskabsperiode optog kapitalfonden knap 1.400 mio. DKK i seniorlån og måtte indskyde 800 mio. DKK i egenkapital.

I Nycomeds finansiering valgtes i første ejerskabsperiode udelukkende seniorlån, fordi det var muligt. I andet ejerskabsperiode valgtes højest muligt seniorlån, dernæst high yield obligationer og endeligt et mezzaninlån. I tredje ejerskabsperiode var der ud over seniorlånet kun behov for et PIK-lån, men ingen mezzanin. Altana-købet kunne foretages udelukkende ved brug af seniorlån, ud over den nødvendige egenkapital.

Kapitalfondene fulgte således konsekvent hakkeordnen ved først at maksimere udstedelsen af den, fra et kreditorsynspunkt, mindst usikre finansieringstype, derefter maksimere den næstmindst usikre finansieringstype etc., helt i overensstemmelse med hakkeordensteorien.

Ved at følge hakkeordensmodellen sammensatte kapitalfondene den billigst mulige finansiering af virksomheden, idet de billigste finansieringskilder blev udnyttet først.

7.1.2. Klienteffekter

Irrelevantsteorien forudsætter, at der ikke er transaktionsomkostninger, og at private og virksomheder altid kan låne til samme rente. I virkelighedens verden er der imidlertid betydelige transaktionsomkostninger, og der er stor forskel på både pris og mængde, dvs. den rente, der kan lånes til og størrelsen af det lån, der kan rejses. Derfor eksisterer der klienteffekter (kapitel 3.1.5.), som påpeget af Myer (2001).

Kapitalfondene kan udnytte klienteffekter ved at udstede værdipapirer med en forventet risiko og et forventede afkast, som er tilpasset bestemte investorgruppers profil. Ved at udnytte de enkelte investorsegmenters forskellige risikoprofiler kan kapitalfonden således opnå en billigere refinansiering end ved at udstede én type fordringer på hele lånebeløbet.

Teorien har meget til fælles med hakkeordens-teorien, hvor det også handler om at dele finansieringen op i forskellige typer.

Logstor blev i første periode finansieret ved almindelige banklån og i anden periode ved senior akkvistionslån. Der var således kun tale om én låneklasse, og derfor var der heller ikke klienteffekter forbundet med kapitalstrukturen.

Tabel 27. Klienteffekter.

DT	Logstor	Nycomed
Første refinansiering: 5. 1.990 mio. DKK <i>Ansvarlig indskudskapital</i> 6. 750 mio. DKK 11% mezzanin + equity-kicker	Første ejerskabsperiode: Lånene fra det foregående ejerskab videreføres.	Første ejerskabsperiode: Der optages kun seniorlån.
Anden refinansiering: 2 mia. DKK realkreditfinansiering	Anden ejerskabsperiode: Der optages kun seniorlån.	Anden ejerskabsperiode: 1. 225 mio. EUR 11,5% senior obligationer 2013 2. 70 mio. EUR 16% mezzanin 2013 Tredje ejerskabsperiode: 396 mio. EUR PIK-lån 11,75% 2013.

Ved finansieringen af både DT og Nycomed blev der til gengæld i vidt omfang udnyttet klienteffekter. I DT's første refinansiering blev der optaget et mezzaninlån, som blev placeret hos en lille gruppe investorer. Dette lån skulle opfange sving i arbejdskapitalen, som ikke var mulige at finansiere med almindelige seniorlån. Da arbejdskapitalen havde stabiliseret sig på et lavt niveau, var mezzaninlånet imidlertid ikke længere nødvendigt.

Efter overtagelsen havde kapitalfonden desuden adgang til at belåne virksomhedens ejendomme, og derfor kunne en del af seniorlånene omlægges til realkreditlån. For investorerne selv bød finansieringen også på klientfordele, idet størstedelen af den ansvarlige kapital kunne indbetales som lånekapital. Derved kunne kapitalomkostningerne fradrages i selskabets skattepligtigt indkomst.

I Nycomed udnyttedes klienteffekter både ved anden og tredje refinansiering. Ved anden refinansiering krævede den højere gearing, at der blev indskudt mere subordoneret kapital til seniorlånene. Derfor optoges et mezzaninlån og et high yield obligationslån. I tredje ejerskabsperiode steg gearingen yderligere. Derfor passede et PIK-lån, hvor renter og afdrag betales til slut, godt ind i kapitalstrukturen.

DT og Nycomed udnyttede således klienteffekter til at optimere kapitalstrukturen og opnåede derved en løbende optimering i forhold til gearingsniveau og adgang til aktivbelåning.

7.1.3. Ejerkredibilitet

Kreditor kan have en forventning om, at ejeren støtter porteføljeselskabet, men ifølge KF/DT vil kapitalfonden aldrig kontraktligt forpligte sig til det. Kapitalfonden kan således til enhver tid vælge at undlade at støtte et porteføljeselskab kapitalmæssigt, hvilket CVC

konkret gjorde i 2000-01. BANK bekræfter da også, at der ikke er indbygget nogen forventning om kapitalmæssig støtte i prissætningen af kreditten.

KF/DT: *Var det bankernes forventning, at I ville indskyde yderligere egenkapital i virksomheden, såfremt den var kommet i økonomiske problemer? Sådan, implicitte forventninger, hvad var din fornemmelse?*

Bankernes forventning er, at når man går ind, er man en ansvarlig ejer. At man arbejder med selskabet, og hvis der er et midlertidigt blip, eller et kortvarigt problem, der opstår, så vil de gerne have, at det er nogle med brede skuldre, der har mulighed for at komme med kapital. Så hvis vi havde været en ejer, der havde puttet alle vores penge i den, så tror jeg ikke, vi havde fået tilbudt samme kapital ved en gældspakke. Men der er ikke noget kontraktuelt aftalt omkring det, når man indgår ... så er det bare transaction banking, men der er en implicit forventning fra bankerne, at man som ansvarlig og stor international kapitalfond står bag sine investeringer. Og hvis der er et akut behov af den ene eller anden form, så kan man gå ind og skyde nogen penge ind.

BANK: *Er der i hele prisingen og i den måde, man reagerer på, indbygget en forventning om, at kapitalfonden understøtter virksomheden hele vejen igennem?*

Nej, det er der ikke. Ikke når du er inde i de store transaktioner. Der skal det være markedskonformt. Er det ikke markedskonformt, bliver lånene handlet ned. Og så sidder alle dem, der har investeret i det, og tager et markedstab. Der er markedet så gennemsigtigt i dag, så den kører på en pseudo-rating. Hvis selskabet ikke er rated, så laver du en pseudo-rating, og så hedder marginalen 400 basispunkter for en 5-årig eller whatever.

Tabel 28. Ejerkredibilitet.

DT	Logstor	Nycomed
Nordisk konsortium: CVC undlod i 2000-01 at støtte nogle porteføljeselskaber, hvilket førte til betydelige tab for Nordea. I 2001 tilkendegav Nordeas CEO, at man fremover ikke ville yde lån til kapitalfonde uden for Norden.	Første ejerskab: Logstors bankforbindelser, Danske Bank og FIH, stod de to kapitalfonde Axel og Polaris nær. Bankerne opfordrede de to kapitalfonde til at overtage og omstrukturere virksomheden. Bankerne indvilgede til gengæld i at forlænge lånene til de hidtidige konditioner.	Tredje ejerskab: I forbindelse med tredje ejerskab måtte covenants genforhandles pga. indtjeningsfald i kølvandet på to konkurrenters angreb på et Nycomed-patent.
Internationalt konsortium: CVC var et kendt navn blandt internationale banker og havde ikke problemer med at skaffe lån fra et internationalt konsortium.		
Målselskabets kredibilitet: I den anden refinansiering indtrådte Nordea som ledende bank. Nordea var interesseret i DT som kunde.	Andet ejerskab: Til at starte med stod Nordea og HSH Nordbank for finansieringen, men HSH måtte sælge sin andel til Nordea pga. sine EK-problemer.	

BANK påpeger således, at selskabets implicitte rating er den vigtigste determinant for kreditmarginalen. Det betyder dog ikke, at ejerkredibiliteten er uden betydning, kun at kreditmarginalen ikke anvendes som sorteringsmekanisme. Bankerne selekterer derimod kunderne ud fra, hvor godt de kender kapitalfondene og hvilken historik, de har. En kapitalfond, der historisk har støttet sine porteføljeselskaber i stressituationer, står således bedre over for banken end en kapitalfond, der har ladet dem falde.

BANK: Vi prøver så vidt muligt at fokusere på de fonde, vi har ca. 50 fonde, vi har i højsædet. Hvor vi siger, de er tier one hos os, så dem vil vi gerne fokusere på. Dermed ikke sagt, at der ikke kan komme én udefra. Men kommer der én sporadisk Texas-fond ind, Texas eksemplet har ingen relation til TPG eller en anden amerikansk fond, der ikke har haft nogen investeringer i Norden før, så er der ikke nogen baggrund for en tillid. Vi kender dem ikke, vel?

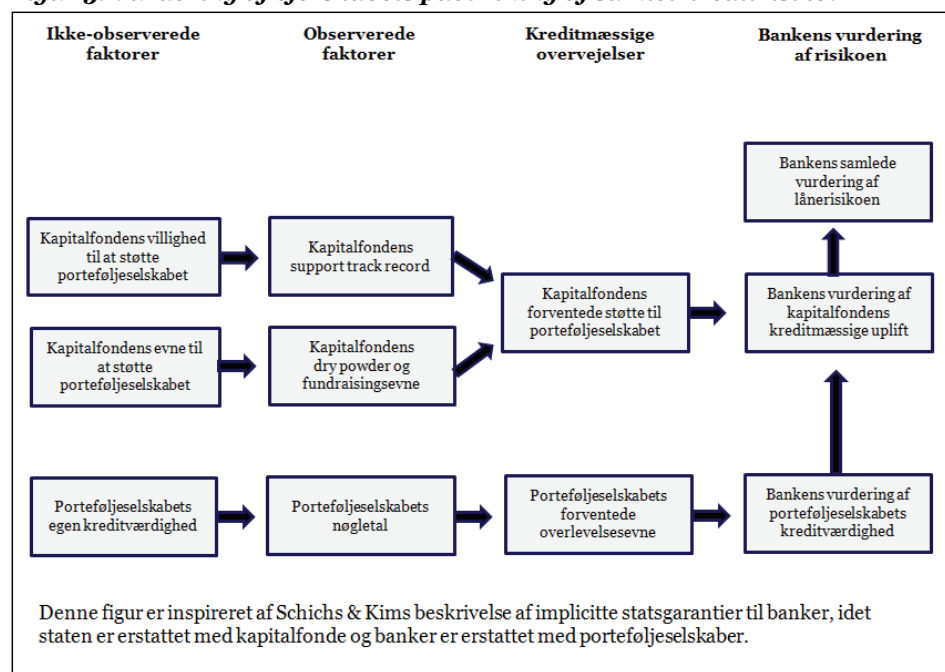
Der findes ikke noget marked, hvor prisen på forventningen om kapitalmæssig støtte direkte kan aflæses. Det tætteste man kommer på en transparent prisfastsættelse af supportforventninger er formentlig obligationsmarkedets prissætning af obligationer, udstedt af banker, som i krisesituationer forventes hhv. ikke forventes støttet af staten.

Schich & Kim (2012) har undersøgt udviklingen i statens implicitte garantier af banker i OECD-landene.

It is implicit because the authorities do not have any explicit *ex ante* commitment to provide such support. However, just like an explicit guarantee, it tends to increase the value of the affected bank debt. Often, but not always, the presumed provider of the guarantee either fails to acknowledge the existence of the guarantee or expressly denies it.

Lighederne med kapitalfondens situation er, at der ikke gives nogen eksplicit garanti, og at "den implicitte garantigiver" til hver en tid vil nægte, at den eksisterer. Dels for at ikke at opfordre den begunstige til moral hazard, dels fordi en eksplicit garanti belaster balancen.

Figur 5. Vurdering af ejerskabets påvirkning af samlet kreditrisiko.



Statslige bankredningsregimer er ofte rodfastet i lovgivningen, men i bund og grund er det forventningen til den fremtidige track record, der afgør kreditvurderingsbureauernes vurdering af den implicitte garantis værdi. Og den er ofte baseret på den historiske track record:

In any case, the quality of a failure resolution regime is generally not considered by rating agencies as an explicit separate category, when the likelihood of government support is assessed. Rather, so far, the influence of such regimes appears to be more indirect, through their effect on their expected track record. In fact, rating agencies place a sharp focus on the history of bank defaults and observed failure resolution cases (Schich & Kim, 2012).

Schich & Kim peger på to faktorer, som er afgørende for, om statens implicitte garanti øger den begunstigedes samlede kreditværdighed, nemlig villigheden og evnen til at støtte den begunstigede. I figur 5 er Schich og Kims systematik gengivet, idet staten er erstattet med kapitalfonden og banken med porteføljeselskabet.

Figur 5 viser, at grundlaget for bankens vurdering af om, og til hvilke konditioner, den vil finansiere en LBO, er porteføljeselskabets egen kreditværdighed, dvs. selskabets evne til at overleve ved egen kraft (og ved eget cash flow) i lånenes løbetid. Det er til gengæld kreditpositivt, hvis kapitalfonden forventes at støtte selskabet.

Forventningen herom afhænger af, om kapitalfonden er villig til og samtidigt har evnerne (ressourcerne) til at støtte selskabet. Villigheden kan bedømmes ud fra kapitalfondens support track record, mens evnen afhænger af, hvor meget dry powder (ikke investerede commitments fra investorerne), kapitalfonden har tilbage i levende fonde, subsidiært hvorvidt kapitalfonden evner at rejse yderligere kapital ved indhentning af nye commitments.

En kapitalfond kan således være villig til at supportere uden at have evnen, fordi dens eneste åbne fonde er fuldt investeret. Omvendt kan fonden være uvillig til at supportere, selv om den har evnen, fordi den ikke anser en turn around af virksomheden for sandsynlig.

Netop på dette punkt adskiller statens adfærd sig fra kapitalfondens. Staten vil således typisk supportere en nødlidende bank, hvis bankens konkurs har vidtgående samfundsmæssige konsekvenser. Jo værre, det ser ud for banken, desto større er sandsynligheden for, at staten griber ind. Statens beslutning vil ikke nødvendigvis afhænge af, om den får sine penge igen.

Kapitalfonden reagerer modsat, idet den typisk kun vil supportere en porteføljevirkksomhed, der har udsigt til at blive en profitabel investering inden for kapitalfondens investeringshorisont. Hvor opretholdelsen af samfundets samlede økonomiske stabilitet er det centrale for staten, handler det for kapitalfonden om at beskytte sin egen investering.

Det betyder, at problematikkerne er sammenlignelige fsv. angår begunstigedes egen kreditværdighed og begunstigerens evne til at supportere begunstigede. Derimod er de faktorer, der bestemmer villigheden, højst forskellige.

Alle tre faktorer er teoretisk kvantificerbare. Porteføljeselskabets kreditværdighed kan måles ud fra balancestruktur, forventet indtjening og cash flow samt forretningsmodellens robusthed, sådan som bankerne allerede gør det i dag. Kapitalfondens evne til at støtte selskabet kan måles ved at se på kapitalfondens uudnyttede investorcommitments samt

dens historiske evne til at rejse ny kapital. Endelig kan kapitalfondens vilje til at støtte selskabet måles ud fra fondens support track record. Hvis der er tilstrækkelig mange observationer, bør det ligeledes kunne vurderes, i hvilke situationer kapitalfonden støtter hhv. ikke støtter porteføljeselskaber.

Om kapitalfondens ejerskab i sig selv styrker mulighederne for at skaffe ekstern finansiering afhænger således af, hvilken support der kan forventes fra kapitalfonden. Tilliden til kapitalfondene spille både en rolle, da CVC skulle sammensætte et bankkonsortium til købet af DT og da Axcel og Polaris overtog de eksisterende banklån fra de foregående ejere.

7.1.4. Hurtigere adgang til egenkapital

Hvis en børsnoteret virksomhed kommer i likviditets- eller solvensproblemer, opstår der en stressituation. Den børsnoterede virksomhed kan således ikke uden videre bede sine (spredte) aktionærer om en hurtig kapitaltilførsel. Den må regne med, at det tager tid at udforme børsprospektet og at gennemløbe hele afviklingsprocessen i forbindelse med emissionen. Det er tilmed langt fra sikkert, at det vil lykkes at overtale aktionærerne til at skyde nye penge ind i en stresset virksomhed. Hertil kommer, at muligheden for at optage lån hos aktionærerne ikke er en mulighed, fordi investorerne typisk er aktieinvestorer.

Derfor må en børsnoteret virksomhed råde over en større egenkapital end en virksomhed med få private aktionærer, som kan påregnes at ville støtte selskabet med aktie- eller lånekapital, hvis det skulle blive nødvendigt. Alt andet lige behøver et selskab, med hurtig adgang til ny kapital, således ikke at råde over lige så meget egenkapital som et selskab, der ikke har denne adgang.

Tabel 29. Egenkapitalkvote før og under kapitalfondsejerskabet.

EK = egenkapital AL = ansvarlig lånekapital	DT				Logstor				Nycomed			
	Børs- noteret	Kapitalfondsejerskab			Familie- ejerskab	Kapitalfondsejerskab			Indus- trielt ejerskab	Kapitalfondsejerskab		
		Min.	Gns.	Max.		Min.	Gns.	Max.		Min.	Gns.	Max..
EK-kvote med AL	42%	24%	27%	31%	19%	7%	32%	40%	52%	13%	20%	46%
Ren EK-kvote	42%	-1%	3%	7%	19%	7%	32%	40%	52%	13%	20%	46%
År	2002	2003	03-06	2005	1998	2003	99-12	2010	1998	2006	99-11	2002

Tabel 29 viser, at alle tre selskaber i perioder har haft en væsentlig lavere EK-kvote, end før de blev overtaget af kapitalfonde.

DT's egentlig egenkapital var således negativ i 2003, men i denne beregning er der ikke taget højde for, at kapitalfonden stillede ansvarlig lånekapital (AL) til rådighed. Regnes den med, udgjorde egenkapitalen mindst 24% af balancen. I 2002, DT's sidste fulde år som børsnoteret selskab, udgjorde egenkapitalkvoten derimod 42%.

Logstor kunne nå ned på en egenkapitalkvote på kun 7% i 2003, idet 2/3 af egenkapitalen blev tabt som følge af underskud i perioden 2000-2003. Egenkapitalen blev dog retableret

i 2003 gennem tilførsel af ansvarlig lånekapital, således at EK-kvoten forøgedes til 22%. Dette skal sammenlignes med, at EK-kvoten udgjorde 19% i 1997, Logstor sidste ”normale år”⁷⁷ inden overtagelsen.

Den gennemsnitlige EK-kvot under kapitalfondsejerskabet var således højere end under familieejerskabet. Det stemmer overens med, at Logstor-casen ikke var en LBO, baseret på lånefinansiering af et højt cash flow. I forbindelse med kapitalfondenes overtagelse blev Logstor blot rekapitaliseret, mens de hidtidige banklån blev videreført til de hidtidige konditioner. Faldet i egenkapitalen til kun 7% i 2003 ville dog næppe have været muligt, hvis der ikke havde stået en committed kapitalfond bag selskabet.

Nycomed havde en EK-kvot på 13% umiddelbart efter købet af Altana, og gennemsnitligt 20% i de 12 år, selskabet var ejet af kapitalfonde. Til sammenligning udgjorde selskabets egenkapital 52% af balancen i 1998, det sidste år inden Nordic Capitals overtagelse af selskabet.

Tabel 30 viser, at Logstor fik tilført egenkapital fra kapitalfondene, både i første og i anden ejerskabsperiode. Formålet var i alle tilfældene at styrke kapitalgrundlaget, som flere års underskud havde eroderet.

Tabel 30. Hurtig adgang til egenkapital.

	DT	Logstor	Nycomed
Tilførsel af egenkapital som følge af tab	Der blev ikke tilført ny kapital i løbet af kapitalfondsejerskabsperioden.	Første ejerskabsperiode: I 2002 indbetaltes 20 mio. DKK i ansvarlig lånekapital. I 2003 indbetaltes netto 55 mio. DKK i ansvarlig lånekapital. Anden ejerskabsperiode: I 2008 indbetaltes 48 mio. DKK i ansvarlig lånekapital. I 2009 indbetaltes 25 mio. DKK i egenkapital. I 2011 indbetaltes 100 mio. DKK i egenkapital.	
Tilførsel af egenkapital som følge af investeringer		Køb af APFS: I forbindelse med købet af APFS indbetalte kapitalfondene yderligere 120 mio. DKK i egenkapital.	Køb af Altana: I forbindelse med købet af Altana indbetalte kapitalfondene yderligere 500 mio. EUR i egenkapital.
Genforhandling af låneaftale			I 2010 måtte selskabet genforhandle låneaftalen med bankerne for at undgå et covenantbrud. Aftalen førte til lempeligere covenants, men kreditmarginalen blev samtidigt hævet med 100 bp.

⁷⁷ I 1998 pålagdes Logstor en bøde på 66 mio. DKK, og dermed var størstedelen af egenkapitalen væk.

Både Logstor og Nycomed fik tilført egenkapital i forbindelse med tilkøb af selskaber, der var væsentligt større end dem selv. Hverken Logstor eller Nycomed ville formentlig have kunnet hente kapital i den størrelsesorden uden kapitalfondenes støtte. Selv hvis begge selskaber havde været kapitaliseret på niveau med et børsnoteret selskab, ville det have været vanskeligt at overbevise de spredte aktionærer om at tage risikoen ved at købe virksomheder, der omsætningsmæssigt var hhv. 1,5 (APFS/Logstor) og 2,5 (Altana/Nycomed) gange større end det opkøbende selskab.

Adgangen til hurtig egenkapital er dog ikke omkostningsfri. Kapitalfondens investorer forpligter sig til at indskyde kapital på kapitalfondens anfordring, og det repræsenterer en indirekte omkostning. Vinten & Thomsen (2008) mener, at dette "soft commitment" svarer til, at investorerne har skrevet en option på at levere kapital på et hvilket som helst tidspunkt i kontraktperioden (typisk ti år).

Prisen på denne option burde lægges oven i finansieringsomkostningerne. Det er dog vanskeligt at fastlægge prisen på en sådan option, idet der ikke eksisterer et likvidt og gennemsigtigt marked for sådanne strukturer.

Black-Scholes formel egner sig dog næppe til at beskrive fænomenet. Formlen indebærer således, at indehaver og udsteder af optionen har to præcist modsat rettede interesser. Indehaver udøver kun optionen, når det er til hans egen fordel og til udsteders ulempe. Sådan er forholdet dog ikke nødvendigvis mellem kapitalfond og kapitalfondsinvestor. Kapitalfonden vil således trække på investorernes commitment, når der foreligger en lovende investeringsmulighed, eller hvis et nødlidende selskab skal have tilført ekstra kapital. I begge tilfælde er det i investorernes interesse at blive kaldt, i første tilfælde for at få andel i den lovende investering, i andet tilfælde for at beskytte en eksisterende investering.

Interessemudsætninger foreligger kun, hvis investor må likvidere andre investeringer på et ugunstigt tidspunkt for at skaffe likviditet til at betale det kaldte beløb. Teoretisk har investor dog mulighed for at beholde sine investeringer og i stedet trække på en kassekredit, som så kan tilbagebetales, når det er opportunt hhv. muligt at likvidere andre investeringer.

Det er ikke muligt at bruge de officielle provisionssatser på trækningsrettigheder i bankerne som indikation for omkostningerne. Prisfastsættelsen på kassekreditter er således sjældent markedskonforme, fordi de næsten altid gives i tilknytning til andre (mere indtjeningsbringende) bankforretninger.

Investor kan dog selv holde likviditeten parat ved at optage et variabelt forrentet lån for den committede periode og investere beløbet for en bindingsperiode, der svarer til kaldevarslet. Hvis commitmentperioden er ti år og kaldevarslet er én måned, svarer omkostningerne således til forskellen mellem én måneds renten med én måneds

likviditetsbinding og den variable én månedes rente med ti års likviditetsbinding. Hertil skal dog lægges unwinding-omkostningerne på det ti årige variabelt forrentede lån. Den finansierende bank vil således kunne forlange erstatning for sit opportunitetsstab som følge af manglende gevinst ved løbetidsforkortelsen af kreditelementet samt eventuelle forbedringer af låntagers kreditværdighed. Disse omkostninger skal afholdes af låntager.

I de konkrete cases kan det dog konstateres, at selskaberne i perioder havde væsentligt mindre egenkapital, end bankerne normalt kræver for at yde lån til sammenlignelige selskaber. Under alle omstændigheder havde de mindre egenkapital end umiddelbart inden kapitalfondsovertagelsen. Selskaberne blev dog hurtigt rekapitaliseret ved indbetaling af ansvarlig kapital fra ejeren.

7.2. Ejernes agentomkostninger

Agentomkostningerne er de omkostninger, som principalen (ejeren) pådrager sig ved at udpege en agent (direktør/CEO) til at handle på sine vegne. Da agent og principal har forskellige interesser, og da agenten har flere informationer end principalen, kan principalen ikke være sikker på, at agenten handler i principalens interesse.

Principalen har (mindst) tre veje til at sikre, at agenten handler i principalens interesse: guleroden, piskan og tømmen:

1. Motivation gennem incitamentsprogrammer. Principalen kan tilbyde agenten at købe aktier i selskabet, så agenten får interessesammenfald med principalen (guleroden).
2. Disciplinering gennem høj gæld. Principalen kan gældsætte selskabet så meget, at agenten presses til at økonomisere med selskabets ressourcer (piskan).
3. Kontrol: Principalen kan overvåge agenten ved at opstille forskellige kontrolmekanismer (tømmen).

Jensen & Meckling (1976) skelner mellem bindingsomkostningerne (1) og overvågningsomkostningerne (3), som kan modvirkes ved henholdsvis incitamentsprogrammer og kontrol (aktivt ejerskab). Jensen (1986) peger på gældsætning som disciplineringsmiddel (2) over for agenten (direktionen).

Kapitalfondene benytter sig af alle tre metoder i varierende omfang. Spørgsmålet er, i hvilket omfang metoderne virker efter hensigten.

Målet er derfor at besvare følgende forskningsspørgsmål:

1. Hvilken indflydelse har incitamenter på virksomhedens beslutninger?
2. Hvilken indflydelse har den høje gæld på virksomhedens beslutninger?
3. Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden?

7.2.1. Motivationseffekten

Alle tre kapitalfonde havde incitamentsprogrammer, som dog omfattede varierende andele af de ledende medarbejdere. I Logstor indførtes programmet først efter seks års kapitalfondsejerskab og omfattede kun direktionens fire medlemmer. I Nycomed omfattede det i de første syv år de 50 ledende medarbejdere, da Altana blev købt i 2006 steg antallet til 100. DT havde det mest vidtstrakte program, som omfattede 300 ledende medarbejdere.

Medarbejderne fik mulighed for at købe aktier i selskabet, i Nycomeds tilfælde tildeltes desuden warrants. I alle tilfælde fik selskabets CEO mulighed for at købe langt den største aktiepost. I tabel 31 gengives interviewpersonernes vurdering af incitamentsprogrammets virkning.

Tabel 31. Interviewpersonernes vurdering af incitamentsprogrammet.

	DT						Logstor						Nycomed							
	KF	BES	CEO	CFO	SOU	MRB	KF1	KF2	BES	CEO1	CEO2	FT	KF1	KF2	BES	CEO	CFO	COF	PRO	MRB
Motiverer topledelsen																				
Generelt positivt																				
Begrænset adfærdspåvirkning																				
Adfærdspåvirkning længere nede																				
Gæld vigtigere for adfærd																				
Andre motivationsfaktorer																				

 Personer, omfattet af incitamentsprogrammet

De fleste (9) mener, at programmet kun havde en begrænset påvirkning af ledelsens adfærd. 6 interviewpersoner mener dog, at det motiverede topledelsen. Det interessante er imidlertid, at ingen af de 6 selv var omfattet af programmet. I DT var det repræsentanten for kapitalfonden og bestyrelsen. I Logstor var det den første CEO, som ikke nåede at få et program, samt fællestillidsmanden. Og i Nycomed var det CSFB's repræsentant/bestyrelsesformanden i den anden ejerskabsperiode samt medarbejderrepræsentanten i bestyrelsen.

Det er interessant, at de to "yderligheder", kapitalfondene og medarbejderne, deler opfattelsen af, at programmet motiverede topledelsen. Ser man nærmere på interviewpersonernes svar, er begrundelserne da også højt forskellige. Kapitalfondene lægger således vægt på, at ledelsen arbejdede hurtigere mod målet, fordi de fik andel af værdiskabelsen.

KF/ DT: Jeg tror måske, at de nåede hurtigere frem, det er jo det, vi bilder os selv ind. Målene blev klarere, og de nåede hurtigere til målene, end de måske ellers ville være kommet. Og nogle af de ting, vi spillede på banen, ville de måske ikke have taget op lige så kontant. Incitamentsprogrammet er bygget op over ... typisk har vi nogle indtjeningsmål. BES/DT: Så man kan sige, at de var jo meget mere motiverede for eksempel på at gennemføre de nødvendige effektiviseringer og få det der cash flow igennem.

Men har du indtryk af, at det var incitamentsprogrammet, der drev det?

Ja, det tror jeg. Det at de fik en ny ejer, som var næsten én til én i deres eget strategisyn, plus at de var virkeligt strung up. Jeg tror, at Steen (Weirsøe) skulle ned og låne 25 mio. DKK i banken, ikke?

KF2/Nycomed: Over the decade, that I have been a Managing Partner in Private Equity, we have invested about 10 billion USD in 90 portfolio companies. And I would say, cross all of those, we are very strong advocates of aligning incentives between the owners and the managers with equity. And that the managers participate in the value creation that their hard work delivers. Well, I can't say that they did this one thing because of the equity plan. I will say that I have seen a profound difference in managerial behaviour when managers have equity that can create large wealth.

Medarbejderne lægger imidlertid vægt på, at det blev sværere at forhandle med CEO, og at der blev taget flere kortfristede beslutninger.

FT/Logstor: Han (CEO2) blev jo medejer af virksomheden, så han havde et incitamentsprogram sådan, at hvis det gik godt, så tjente han en masse penge. Påvirkede det den måde, han arbejdede på?

Ja, det tror jeg nok.

Hvordan?

Ja, sådan i forbindelse med lønforhandlinger og ting og sager. Han var hverken til at hugge eller stikke i.

MRB/Nycomed: Har du nogen fornemmelse af, at Håkan Björklund, i sin egenskab af CEO foretog handlinger, som han ikke ville have foretaget uden det her incitamentsprogram?

Jeg kan kun gisne om det, jeg kan jo ikke bevise det. Jeg synes, at der var nogle kortsigtede beslutninger, specielt i den sidste ejerperiode, hvor det ikke handlede om en ongoing business, men det handlede om dress the bride og gøre os klar til salg.

Omvendt mener de fleste interviewpersoner, der var omfattet af programmet, at det kun havde begrænset adfærdspåvirkning. I DT gælder det CEO og CFO. I Logstor gælder det Polaris' repræsentant, bestyrelsesformanden samt den af de to CEO'er, der var omfattet af programmet. Og i Nycomed gælder det Nordic Capitals repræsentant (bestyrelsesformanden) i første og tredje ejerskabsperiode samt CEO og lederen af Project Operations.

Det betyder ikke nødvendigvis, at de interviewede var negativt indstillede over for incitamenter. Flere er således generelt positivt stemte over for incitamentsprogrammer. Til gengæld kunne ingen af interviewpersonerne give konkrete eksempler på, at selskabets CEO havde foretaget en bestemt handling som følge af incitamentsprogrammet.

Det opsigtsvækkende er, at det netop er de personer, der er omfattet af programmet, som tror mindst på virkningen af det. Det kan der være forskellige forklaringer på. Det kan således ikke udelukkes, at de interviewede ønskede at udvise "klædelig beskedenhed", eller at de ønskede at signalere motivation, uafhængigt af økonomisk belønning. Der kan således ligge en "ekstern værdibetragtning" i afvisningen, altså et ønske om udadtil at fremstå på en bestemt måde.

Det kan imidlertid heller ikke udelukkes, at der ligger en "intern værdibetragtning" til grund for holdningen, dvs. at interviewpersonerne inderligt følte, at deres adfærd ikke blev påvirket af udsigten til en økonomisk gevinst.

Det kan skyldes værdiforskelle mellem amerikanske og nordiske erhvervsledere. Agentteorien har således sit udspring i USA, hvor store lønforskelle er langt mere almindelige, og hvor det betragtes som mere positivt at stræbe efter økonomisk gevinst, end tilfældet er i de nordiske lande.

Lønforskellene kan måles ved det såkaldte CEO-to-worker pay ratio (Mishel & Sabadish, 2012), dvs. hvor mange gange mere en topdirektør brutto tjener end en arbejder. I 2012 tjente en topdirektør 354 gange mere end en arbejder i USA. Det tilsvarende tal var 48 for Danmark, 50 for Norge og 89 for Sverige⁷⁸.

Hofstede (1980, 2010) har undersøgt forskellene i kulturelle værdier mellem en række lande, og her er der forskel mellem USA og de nordiske lande. Specielt på områderne magtdistance og maskulinitet/feminitet er der signifikante forskelle.

Tabel 32. Magtdistance og maskulinitet i udvalgte lande.

Magtdistance (Power Distance) PDI score		Maskulinitet (Masculinity) MAS Score	
<i>Lav magtdistance</i>		<i>Feminitet</i>	
Danmark	18	Sverige	5
Sverige	41	Norge	8
Norge	31	Danmark	16
Finland	33	Finland	26
Tyskland	35	Frankrig	43
USA	40	USA	62
Italien	50	Tyskland	66
Frankrig	68	Italien	70
<i>Høj magtdistance</i>		<i>Maskulinitet</i>	

Kilde: Hofstede (1980, 2010).

Tabel 32 viser, at der er væsentlig mindre magtdistance i de nordiske lande, ikke mindst i Danmark, end der er i USA. Det betyder formentligt, at accepten af store lønforskel er mindre udtalt i Norden end i USA, hvilket i så fald stemmer overens med de faktuelle lønforskel.

Vigtigere er dog, at borgere i de nordiske lande overvejende tilslutter sig feminine værdier, mens amerikanerne i højere grad hælder til maskuline værdier. Forskellene mellem feminine og maskuline værdier fremgår af tabel 33.

De maskuline værdier lægger vægt på konkurrence, belønning efter præstation og fokus på arbejde frem for fritid. Nøjagtig de værdier, som er vigtige for den, der lader sin adfærd påvirke af incitamentssystemer. Borgerne i de nordiske lande, herunder Danmark, står imidlertid nærmest for de modsatte værdier. Det er således sandsynligt, at økonomiske incitamenter har mindre indflydelse på danske end på amerikanske leders adfærd.

⁷⁸ For USA bruges 327 S&P 500-selskabers publicerede CEO-lønninger samt arbejderlønninger, beregnet af US Bureau of Labor Statistics. For Danmark, Norge og Sverige anvendes CEO-lønninger for hhv. C20-selskaber, BOX-selskaber og OMX30 samt OECDs gennemsnitlige arbejderlønninger for de respektive lande.

Tabel 33. Udvalgte feminine og maskuline værdier ifølge Hofstede.

Femininitet	Maskulinitet
Misundelse over for dem, som forsøger at outperforme	Konkurrence, forsøg på at outperforme
Konkurrencesport er undtagelsen	Konkurrencesport er reglen
Aflønningen skal baseres på lighed	Aflønningen skal baseres på præstationer
Vi arbejder for at leve	Vi lever for at arbejde
Hellere mere fritid end højere løn	Hellere højere løn end mere fritid
Velfærdssamfundet er idealet, den svage skal hjælpes	Konkurrencesamfundet er idealet, den stærke skal støttes

Kilde: Hofstede et al. (2010)

Det betyder ikke nødvendigvis, at danske ledere er mindre motiverede. Det betyder blot, at motivationen ikke nødvendigvis skabes ved udsigten til en stor økonomisk gevinst.

Ledelsen kan således udmærket være performanceorienteret, selv om der ikke er sammenhæng mellem performance og aflønning. Robert J. House påbegyndte i 1991 et verdensomspændende studie af kulturforskelle, som resulterede i en sammenlignende analyse af kulturen i 62 forskellige lande (House et al., 2004). House undersøgte bl.a. graden af performanceorientering i de enkelte lande, idet han skelnede mellem, hvordan samfundet så på performanceorienteringen som værdinorm og hvordan performanceorientering blev udøvet i praksis.

Tabel 34. House's performanceorientering, praksis og værdier.

Land	Samfundets praksis	Samfundets værdier	Forskel
USA	4,49	6,14	-1,65
Tyskland	4,25	6,09	-1,84
Danmark	4,22	5,61	-1,39
Frankrig	4,11	5,65	-1,54
Finland	3,81	6,11	-2,30
Sverige	3,72	5,80	-2,08
Italien	3,58	6,07	-2,49

Kilde: House et al. (2004)

Tabel 34 viser, ikke overraskende, at amerikanere tillægger performanceorientering en noget højere værdi, end danskere gør (+0,53), til gengæld er forskellen i den udøvede performanceorientering mellem de to kulturer noget mere beskeden (+0,27). Danskerne har den mindste forskel mellem værdi og praksis i de udvalgte lande. Det indikerer, at holdningen til performance som værdi ikke nødvendigvis fører til en tilsvarende lavere performance.

Det kan således ikke afvises, at danske leders adfærd påvirkes af aflønningssystemet. Meget tyder dog på, at sammenhængen i Danmark ikke er nær så stærk som i USA.

7.2.2. Disciplinerings-effekten

Høj gæld har både positive og negative effekter, som det fremgår af tabel 35. Både i DT og i Nycomed påpegede interviewpersonerne, at gælden lagde pres på ledelsen for at økonomisere med ressourcerne.

I DT's tilfælde bidrog det til at nedbringe arbejdskapitalen, mens det i Nycomed førte til fokusering på de mest rentable projekter. I Logstor pegede ingen af interviewpersonerne på positive effekter. Det skyldes formentlig, at den høje gæld to gange førte til stressituationer, da omsætningen og priserne tog et uventet dyk 2000-2003 og 2009-2011.

Tabel 35. Disciplinerings-effekt.

	DT	Logstor	Nycomed
Positive effekter	Lagde pres på en hurtig nedbringelse af arbejdskapitalen.	Ingen nævnt.	Stram likviditet og høj gæld førte til øget fokusering.
Negative effekter	Begrænsede selskabets ekspansionsmuligheder i det første år.	Første ejerskabsperiode: Mindre vedligeholdelse, lavere investeringer Anden ejerskabsperiode: Stressituation i forhold til bankerne.	Lagde begrænsninger på direktionens råderum og virksomhedens investeringer.

Ud over streseffekten på Logstor var de negative effekter i alle tre tilfælde færre ekspansionsmuligheder og færre investeringer. Det stemmer overens med Reich (1989), som mener, at høj gæld tvinger til kortsigtet tænkning og bremser virksomheden i at foretage langsigtede investeringer i kapitalapparat og F&U.

I to af de tre cases har disciplinerings-effekten således været positiv for virksomheden, idet den har bidraget til en mere effektiv kapitaludnyttelse. Forudsætningen var dog, at virksomhederne befandt sig i en økonomisk situation, så de kunne presses på likviditeten. Det gjorde Logstor ikke, og de negative driftsresultater kombineret med høj gæld førte derfor til en stressituation. Disciplinerings-effekten forudsætter således, at virksomheden ikke befinder sig i en stressituation.

7.2.3. Kontrol

Som tidligere nævnt skelner Jensen & Meckling (1976) mellem tre typer agentomkostninger. De vigtigste er omkostningerne ved at tilpasse agentens interesser til ejernes og omkostningerne ved at kontrollere, at ledelsen gennemfører det, ejeren ønsker. De kontrolmetoder, kapitalfondene kan anvende, er en klar strategiformulering, en indskrænkning af direktionens råderum, en stram monitorering af porteføljevirkomhedens performance, hurtig kommunikation mellem principal og agent, klare mål, som ledelsen og medarbejderne kan arbejde imod, effektiv rapportering, så afvigelser kan korrigeres tidsnært, og en profit protection plan, så omkostningerne hurtig kan reduceres ved uventet indtjeningsnedgang.

Tabel 36. Kapitalfondenes kontrolmetoder.

	DT	Logstor	Nycomed
Strategiformulering	Direktionen stod for strategiformuleringen.	Direktionen stod for strategiformuleringen. I første ejerskabsperiode blev de overordnede rammer dog fastlagt af kapitalfondene.	Direktionen stod for strategiformuleringen, som var en kontinuerlig proces under alle tre ejerskaber.
Direktionens råderum	Råderummet blev kun begrænset det første år. Derefter større råderum pga. god indtjeningsudvikling.	Første ejerskabsperiode: Negativ indtjeningsudvikling førte til begrænset råderum. Anden ejerskabsperiode: Betydeligt råderum 2006-2009. Herefter førte dårlig performance til væsentlig indskrænkning. CEO fyres i 2012.	Stort råderum i alle tre ejerskabsperioder. I første og tredje periode kører bestyrelsesformand og CEO et tæt parløb. I anden periode fokuserer bestyrelsesformanden på det finansielle, CEO på det industrielle.
Kapitalfondens monitorering	Kapitalfonden monitorerede helt ned på butiksniveau.	Første ejerskabsperiode: Overordnet monitorering, ikke detaljeret. Anden ejerskabsperiode: Detaljeret monitorering af hensyn til banker.	Primært finansiell monitorering.
Kommunikation	Kapitalfondens direkte kontakt med både CEO og finansafdelingen førte til hurtige beslutninger.	Første ejerskabsperiode: Direkte kommunikation mellem CEO og begge kapitalfonde. Anden ejerskabsperiode: Begrænset direkte kommunikation mellem direktion og kapitalfond efter 2008.	Bestyrelsesformandens direkte kontakt med CEO og finansafdelingen førte til hurtige beslutninger.
Klare mål	Kapitalfonden fastlagde klare mål, som direktionen og medarbejderne kunne arbejde mod.	Der blev primært sat klare mål på omkostningssiden.	Kapitalfonden fastlagde klare mål, som direktionen og medarbejderne kunne arbejde mod.
Effektiv rapportering	Der ansattes en medarbejder i virksomheden, som opbyggede et nyt rapporteringssystem i samarbejde med en medarbejder fra kapitalfonden.	Det tog ca. to år at få et tidsnært rapporteringssystem op at stå.	Der blev udarbejdet en detaljeret rapportering, ikke mindst for at holde bankerne informeret.
Profit protection plan	Der blev udarbejdet en plan for nedskæringer, hvis indtjeningen ikke fulgte budgettet.	Hverken i første eller i anden ejerskabsperiode.	I forbindelse med hvert budget blev der udarbejdet en contingency plan med angivelse af de besparelser, der skulle foretages ved en negativ budgetafvigelse.

Strategiformulering: Det var i alle tre cases direktionen, der stod for strategiformuleringen. Der var en løbende dialog mellem direktion, kapitalfond og bestyrelse. Direktionens strategi tog således enten udgangspunkt i ejernes overordnede ønsker (Logstor) eller var afstemt med ejerne (DT/Nycomed).

I DT's og Nycomed's tilfælde havde de to selskabers CEO en meget central rolle i udarbejdelsen af strategien, og det var den, kapitalfondene fulgte. I Logstor fastlagde kapitalfondene på forhånd den overordnede strategi i første ejerskabsperiode, mens direktionen formulerede strategien i anden ejerskabsperiode.

Den afgørende forskel mellem DT/Nycomed og Logstor var, at DT/Nycomed handlede om videreudvikling og effektivisering af i øvrigt godt fungerende virksomheder, mens købet af Logstor var en redningsaktion, hvor løsningen var en markedskonsolidering. Købet var således forbundet med så stor risiko, at kapitalfondene måtte have en klart og selvstændigt formuleret strategi på plads inden overtagelsen.

Strategien er et vigtigt kontrolinstrument for kapitalfondene over for direktionen, men det er samtidig her, direktionen kan aflæse, hvilket råderum kapitalfonden giver den.

Direktionens råderum: Ledelsen må have tilstrækkeligt mange frihedsgrader til at kunne navigere under usikkerhed, ellers kan stakeholdernes velvillighed over for virksomheden trues. Resultatet kan blive, at ledelsen i så fald kun fokuserer på kortsigtede resultater (Fox & Marcus, 1992).

Ses på tværs af de tre cases synes det klart, at virksomhedens performance bestemmer det råderum, kapitalfondene indrømmer direktionen. Den ene yderlighed er Logstor, hvor direktionen havde et meget snævert råderum, både under nedturen fra 2000 til 2003 og igen fra 2009 til 2012, hvor CEO endte med at blive afskediget.

Den anden yderlighed er Nycomed, hvor direktionen havde et betydeligt råderum i hele perioden. Tillidsforholdet mellem CEO og bestyrelsesformænd samt selskabets gode resultater var begge afgørende faktorer.

DT befandt sig imellem de to yderligheder, idet råderummet var indskrænket det første år, men blev udvidet i takt med, at omsætningen og cash flowet steg, og arbejdskapitalen blev nedbragt.

Casene peger således klart i retning af, at kapitalfondene styrer investeringsrisikoen ved at udvide og indskrænke direktionens råderum.

Monitorering: I alle tre cases foregik der en langt mere detaljeret monitorering end før kapitalfondsejerskabet. Monitoreringens væsentligste sigte var at sikre, at covenants blev overholdt⁷⁹, så der ikke opstod stressede situationer i forhold til bankerne. De typiske covenants var på gælden i forhold til EBITDA, cash flow i forhold til renter og afdrag, EBITDA i forhold til renteudgifterne samt et loft over de samlede investeringer.

Dernæst blev det overvåget, at indtjeningen og de planlagte omkostningsreduktioner fulgte planen, så selskabet kunne gøres salgbart.

I DT var kapitalfondenes blik primært rettet mod en nedbringelse af arbejdskapitalen, i Logstor sås mest på omkostningsreduktioner og i Nycomed var der fokus på stigningen i

⁷⁹ Undtagen i Logstors første ejerskabsperiode, hvor der var tale om almindelig lånefinansiering uden covenants.

cash flowet. Fælles for alle tre cases var, at *kapitalfondene først og fremmest monitorerede de finansielle nøgletal*, mens den operationelle implementering i vidt omfang blev overladt til direktionen.

DT's og Nycomeds ejere begrænsede sig dog ikke til en overordnet monitorering, men gik ofte i detaljer. I DT's tilfælde forlangte kapitalfonden til at starte med rapportering på butikker, der ikke fulgte normen. I begyndelsen af Nycomeds anden ejerskabsperiode interesserede kapitalfonden sig meget for udviklingen i enkeltmarkeder og enkeltprodukter.

Det samlede billede er dog, at detaljeret monitorering foregår i ejerskabets første fase, indtil kapitalfonden føler sig sikker på, at selskabet er på rettet spor.

Kommunikation: I børsnoterede selskaber foregår kommunikationen mellem ejer og direktion via bestyrelsen. Bestyrelsen er indsat som ejernes repræsentanter, ligesom direktionen er indsat af bestyrelsen på ejernes vegne. Bestyrelsen er dog sjældent ejerne selv, men som regel personer, der ikke nødvendigvis ejer en større andel af selskabet. Bestyrelsens opgave er at tolke aktionærernes ønsker, og det kan være en udfordring, især når der er tale om et meget spredt ejerskab.

I den kapitalfondsejede virksomhed sidder ejerne ikke blot i bestyrelsen, men er regelmæssigt i direkte kontakt med ledelsen og (typisk) finansafdelingen. Den direkte kontakt mellem ejere og direktion betyder, at der reelt kan træffes hurtigere beslutninger uden først at afvente afholdelsen af formelle bestyrelsesmøder. I et børsnoteret selskabs bestyrelse kan formanden ikke træffe beslutninger uden forudgående bemyndigelse fra de øvrige bestyrelsesmedlemmer.

Antages det, at der afholdes seks årlige bestyrelsesmøder, og at bestyrelsen skal have fremsendt beslutningsforslag én måned før mødet, kan det tage mellem én og tre måneder at få truffet en beslutning. Selv om der kan afholdes telefonmøder med kort varsel, sker det normalt kun i presserende tilfælde og er i hvert fald ikke reglen.

Den direkte kommunikation mellem ejere og ledelse kan naturligvis ikke sætte bestyrelsens formelle funktion ud af kraft. Det typiske er således, at kapitalfond og direktion afstemmer uformelt, at direktionen træffer de nødvendige forberedelser i forventning om, at beslutningen konfirmeres af bestyrelsen, og at beslutningen endelig godkendes efterfølgende af bestyrelsen.

I alle tre cases var det den måde, kommunikationen fungerede på. Eneste undtagelse var kommunikationen i anden halvdel af Logstors anden ejerskabsperiode, hvor der ikke var regelmæssig kontakt mellem kapitalfond og direktion pga. turbulens i kapitalfonden.

Klare mål: I et børsnoteret selskab skifter aktionærene ofte fokus i takt med investeringsmæssige trends. I slutningen af 90'erne skete et skift fra cash flow til vækst. Få år senere foretrak investorerne atter cash flow frem for vækst. Selv i det samme selskab foretrak nogle aktionærer, at selskabet opkøber og udvider, mens andre hellere ser udbyttet sat op. For en bestyrelse kan det derfor være vanskeligt at formidle aktionærernes ønsker, så de klart forstås af ledelse og medarbejdere.

Kapitalfonden har derimod (i langt de fleste tilfælde) en entydig hensigt med at opkøbe en virksomhed. Normalt er målet at vokse organisk eller ved opkøb eller at effektivisere virksomheden. I forbindelse med købet lader kapitalfonden direktionen udarbejde en strategi i overensstemmelse med ejernes overordnede målsætninger. Denne strategi er normalt retningsgivende for de mål, direktion og medarbejdere skal arbejde efter i hele ejerskabsperioden.

I DT var de klare mål at nedbringe arbejdskapitalen og at indføre en lead buyer struktur. I Logstor var målet i første ejerskabsperiode at reducere omkostningerne, at udflytte standardproduktionen til bl.a. Polen og at få konsolideret branchen. I anden ejerskabsperiode var målet i første omgang at vokse i Kina og i Mellemøsten, manglende resultater førte dog senere til en skrinlægning af denne strategi. Nycomed havde klare mål i alle tre ejerskabsperioder. Den røde tråd var at koncentrere produktionen på færrest mulige fabrikker, at indlicensere færdig- eller næsten færdigudviklede produkter og at udvide distributionsstrukturen fra nordisk til europæisk til global.

Det var ikke blot kapitalfondene og topledelse, der kendte disse mål, også mellemlederne var bekendte med dem. Det gjaldt specielt for Nycomed og DT, som havde bonusprogrammer, baseret på opnåelsen af hver enkelte topleders og mellemliders delmål, som igen var afledt af de overordnede mål.

Effektiv rapportering: I både DT og Nycomed sørgede kapitalfondene for, at der hurtig efter overtagelsen blev opbygget effektive rapporteringssystemer. Kapitalfondene stillede tilmed egne medarbejdere til rådighed for at udvikle et system, der både tilfredsstillede kapitalfondenes og bankernes krav.

Rapporteringen var en grundlæggende forudsætning for, at virksomheden kunne belånes med en høj gearing. Det gav dog samtidigt kapitalfondene et tidsnært overblik over driftsudviklingen. Som tidligere nævnt var det afgørende for, at kapitalfondene løbende kunne tilpasse direktionens råderum.

I Logstor var der i første omgang mindre fokus på rapporteringen. Selskabets CFO måtte efter et års kapitalfondsejerskab forlade virksomheden, fordi det ikke var lykkedes ham at få styr på de tal, SAP-systemet leverede. Først efter to års ejerskab kunne selskabet levere kapitalfondene tidsnære rapporter. Logstor var ikke under pres for at levere detaljerede

rapporter på samme måde som DT og Nycomed, idet selskabet efter kapitalfondenes overtagelse fortsatte med lånene fra det gamle ejerskab, og de var ikke baseret på covenants. I denne sammenhæng er Logstor et atypisk tilfælde.

Profit protection plan: Både DT og Nycomed arbejdede med contingency plans, som på forhånd fastlagde de nødvendige besparelser, hvis indtjeningen ikke fulgte budgettet. Mens virksomheder med lav gæld har tid til at overveje nedskæringer, og måske ligefrem vente på bedre tider, arbejder den forgældede virksomhed konstant under et betydeligt pres for at kunne servicere gælden.

Selv en kortvarig afvigelse fra budgettet kan hurtigt føre til et brud på covenants eller ligefrem manglende betalingsevne. Som ekstra sikkerhed vil bankerne som regel kræve, at der på forhånd er udarbejdet planer til genopretning af virksomhedens indtjening ved budgetafvigelser, så bankens risiko minimeres. Herved får banken også et grundlag for at kunne vurdere, hvor stor en andel af virksomhedens omkostninger, der reelt er variable.

I første ejerperiode havde Logstor ingen profit protection plan, men virksomheden havde heller ikke en høj gæld, og gælden var ikke afhængig af overholdelsen af covenants.

Kapitalfondene bruger således aktivt **kontrol som styringsinstrument**.

Udgangspunktet er strategien, som formuleres af direktionen på basis af kapitalfondens overordnede investeringsstrategi i forhold til virksomheden. Strategien nedbrydes i klare og kvantificerbare mål, såkaldte milestones. Overholdelsen af planen monitoreres gennem et detaljeret rapporteringssystem, som virksomheden sætter op i direkte samarbejde med kapitalfondens medarbejdere. Ikke mindst af hensyn til bankerne udarbejdes profit protection plans, så der på forhånd foreligger planer for nødvendige tilpasninger i tilfælde af negative budgetafvigelser. Imellem rapporteringerne har direktionen et vist selvstændigt råderum, men er der brug for hurtige beslutninger, foregår den nødvendige kommunikation direkte mellem ledelse og ejere.

7.3. Informationsasymmetri

Forudsætningen for en velfungerende aktiebørs er, at alle, der handler aktier på børserne, modtager alle kurspåvirkende informationer samtidigt. Derfor har insiderne, dvs. direktionen og bestyrelsen, ikke lov at handle selskabets aktier, hvis de sidder inde med kurspåvirkende informationer, som andre markedsdeltagere ikke er blevet delagtiggjort i.

Disse regler gælder imidlertid kun på officielle børser, fordi alle markedsdeltagere skal kunne føle sig sikre på, at aktierne handles til en pris, som udelukkende afspejler den offentligt tilgængelige viden.

Der er derimod intet ulovligt i at udnytte generel viden til at spotte selskaber med et stort uudnyttet potentiale. Porteføljeinvestorer vil i mindre grad fokusere på sådanne potentialer, fordi de alligevel ikke har direkte indflydelse på, hvorvidt de skal udnyttes. Det har til gengæld kapitalfondene, som køber hele selskaber for at kontrollere dem og for netop at kunne udnytte potentialet. I det følgende analyseres kapitalfondenes evne til at spotte potentialet i de tre case-selskaber.

Informationsasymmetri spiller også en væsentlig rolle, når selskabets CEO rådgiver bestyrelsen om salget af selskabet til en kapitalfond. Selskabets CEO besidder således detaljerede informationer om selskabets potentiale, som han kan have en interesse i at dele med de potentielle købere frem for med de nuværende ejere, specielt hvis de potentielle købere stiller en generøs incitamentspakke i udsigt.

Følgende forskningsspørgsmål vil derfor blive søgt besvaret:

1. Har kapitalfonden særlige forudsætninger for at spotte, analysere og prissætte en målvirksomhed?
2. I hvilket omfang handler virksomhedsledelsen loyalt over for de gamle aktionærer i forbindelse med kapitalfondens køb af virksomheden?

7.3.1. Opportunitetsidentifikation

I det følgende analyseres, i hvilket omfang kapitalfondene brugte egne analytiske færdigheder til at identificere de tre selskaber, som repræsenterer afhandlingens tre cases. Det analyseres ligeledes, om kapitalfondene har specielle forudsætninger for at finde skjulte værdier i målselskaberne.

Tabel 37. Kapitalfondenes opportunitetsidentifikation.

	DT	Logstor	Nycomed
Kapitalfondenes brug af egne analytiske færdigheder	Identifikationen af DT skete på baggrund af praktiske erfaringer fra andre porteføljevirksomheder i detailbranchen.	Første ejerskabsperiode: Kapitalfondene blev opfordret til at overtage den livstruede virksomhed af egne investorer. Kapitalfondene udførte selv industriel due diligence.	Første ejerskabsperiode: Identifikation af Nycomed skete på baggrund af egne analyser og brug af eksterne konsulenter. Anden ejerskabsperiode: De to ledende kapitalfonde havde erfaringer fra investeringer i health care. Tredje ejerskabsperiode: Kapitalfonden havde tidligere investeret i virksomheden.
Kapitalfondenes evne til at finde skjulte værdier i målselskaberne	Kapitalfonden identificerede tre skjulte værdier: 1. Sale-lease-back af ejendomsporteføljen 2. Frasalg af datterselskabet Silvan 3. Nedbringelse af arbejdskapitalen	Første ejerskabsperiode: Omkostningsreduktion: 1. Udflytning til Polen 2. Konsolidering Anden ejerskabsperiode: Nye vækstområder: 1. Fjernkøling i Mellemøsten 2. Fjernvarme i Kina.	Første ejerskabsperiode: Kapitalfondene identificerede tre skjulte værdier: 1. Produktion på færre fabrikker 2. Indlicensering frem for forskning 3. Udbygning af distributionsnettet Tredje ejerskabsperiode: Kapitalfondene identificerede følgende tre skjulte værdier ved købet af Altana: 1. Pantoprazoles cash flow 2. Rationaliseringspotential 3. Distributionsnettet

Egne analytiske færdigheder: Der er ikke noget klart mønster i kapitalfondenes identifikation af de tre målselskaber. Baggrunden for DT's identifikation var kapitalfondens erfaringer med at nedbringe arbejdskapitalen i andre detailhandelsvirksomheder. Logstor blev identificeret af nogle af kapitalfondenes investorer, som havde lånt penge til den livstruede virksomhed. Og Nycomed blev identificeret af kapitalfonden på et mere analytisk grundlag, idet kapitalfonden ikke havde forudgående erfaringer med investeringer i medicinalvirksomheder.

Heraf kan man dog ikke udlede, at der mangler systematik i den måde, kapitalfondene identificerer målvirksomheder på. Der er snarere tale om tre eksempler på kapitalfonde, der befandt på hvert sit udviklingsstadium.

Axcel og Polaris var relativt nye kapitalfonde på investeringstidspunktet. Axcel havde eksisteret i fire år, og havde forinden blot gennemført ti porteføljainvesteringer, mens det var Polaris' første investering. Hele den industrielle due diligence blev udført af kapitalfondene selv, som erkender, at det var "early days".

KF1: Vi var faktisk lidt usofistikeret til at starte med, hvis jeg skal være helt ærlig.

KF2: *Hvordan fulgte kapitalfonden op på ledelsens performance?*

Ret traditionelt, i virkeligheden ikke så sofistikeret, som man gør det nu. Det var måneds- og kvartalsrapporter vi diskuterede på bestyrelsesmøderne.

Der var ingen KPI'er?

Nej, det havde vi ikke opfundet i den periode, endnu.

Kapitalfondene havde således ikke haft tilstrækkelig mange investeringer, og slet ikke i virksomheder i lignende situationer, til at kunne bygge på hidtidige erfaringer. Kapitalfondenes repræsentanter erkender da også, at investeringen snarere blev foretaget for at hjælpe nogle kapitalfondsinvestorer ud af et problem, end fordi de havde identificeret en oplagt investering.

KF1: Da vi så blev kontaktet af hovedbankforbindelserne, som var Danske Bank og FIH, hvor FIH jo var en af vores investorer og Danske Bank var en af de banker, vi brugte meget på det tidspunkt til at finansiere de virksomheder, vi havde fået lov at investere i. Vi havde 14 dage til at undersøge, om det her var noget, vi ville investere i. Og hvis vi havde vendt tommelfingeren ned, så kan man kun gisne, hvad der så var sket. Men ét sandsynligt scenario ville være, at virksomheden ville knække midt over.

KF2: Alternativet til at vi var kommet ind, der var sådan set nok, at de var gået fallit.

Nordic Capital havde ikke forudgående erfaringer med medicinalindustrien, men rådførte sig inden investeringen med én, der havde (KF1), og som blev inviteret ind som partner for at opbygge health care området. Nycomed var Nordic Capitals første større health care investering, og erfaringerne fra casen har kunnet anvendes på de health care investeringer⁸⁰, Nordic Capital har foretaget siden 1999. Da Nordic Capital i 2005 købte sig ind i Nycomed for anden gang, medbragte kapitalfonden dels erfaringsgrundlaget fra det første ejerskab, dels erfaringerne fra de tre andre health care selskaber, kapitalfonden i mellemtiden havde investeret i.

Både CSFB Private Equity og Blackstone havde haft fokus på health care investeringer i flere år, da de købte Nordic Capital i 2002.

KF2: My background point is that DLJ Merchant Banking (CSFB Private Equity) had a specialization in health care and we were looking for specialty pharma companies and we had a good team and a good track record. So when the Nycomed opportunity surfaced we rapidly created an investment thesis in close collaboration with Håkan Björklund, the then CEO, which was that we could take a company, that was predominantly a Scandinavian based pharma specialty company, and through a more aggressive strategy on licensing and acquisitions, we could build that company into a Pan European business and ultimately into an emerging markets business. So that is what attracted us.

CVC havde tidligere haft erfaring med sourcing og nedbringelse af arbejdskapitalen i andre detailhandelsvirksomheder, herunder stormagasinkæden Debenhams og Halfords, forhandleren af autoudstyr. Kapitalfonden søgte sågar at bruge erfaringerne for marginhåndtering af leverandører ved at lade en repræsentant fra Debenhams erfaringsudveksle med DT's ledelse. For CVC var det dog vigtigere, at kapitalfondens repræsentanter kendte udfordringen, vidste hvilke målepunkter der skulle sættes op og var i stand til at følge op på projektet.

Skjulte værdier er ikke nødvendigvis værdier, som ingen andre kan se, men værdier, som ikke anvendes og som heller ikke er planlagt anvendt i det bestående ejerskab. Det kan skyldes, at anvendelsen ikke passer ind i selskabets overordnede strategi, eller at selskabet ikke råder over ressourcerne og/eller den fornødne kompetence til at anvende dem.

⁸⁰ Se kapitel 6.4.7.

CVC så tre værdier i DT. Sales-lease-back af ejendommene skulle mindske kapitalbindingen og salget af Silvan skulle skabe fokus på tømmerhandel. I begge tilfælde skulle provenuet bruges til at nedbringe gælden. Direktionen havde ikke haft nogen af de to projekter på tegnebrættet i det foregående ejerskab, og det lykkedes da også direktionen at overbevise kapitalfonden om, at de ikke burde realiseres i det nye regi.

Selv om salget af ejendommene kunne bringe et stort cash flow, ville leasingomkostningerne overstige finansieringsomkostningerne ved realkreditbelåning. Og selv om salget af Silvan kunne reducere gælden betydeligt, viste datterselskabet sig at være mere værd for DT end for andre købere, qua synergierne på indkøbssiden. Den eneste skjulte værdi, der blev realiseret, var derfor nedbringelsen af arbejdskapitalen, som direktionen allerede startede på, da virksomheden var børsnoteret. Der blev således ikke realiseret skjulte værdier ud over dem, direktionen allerede havde planlagt inden ejerskiftet.

Kapitalfondenes planer under Logstors første ejerskabsperiode var at reducere omkostningerne ved at flytte en del af produktionen til Polen samt at konsolidere branchen. I anden ejerskabsperiode var målet at vokse i Mellemøsten og Kina.

Ingen af planerne ville have været realiserbare under familieejerskabet, simpelthen fordi familien ikke kunne rejse kapitalen, efter at EU-bøden fjernede det meste af kapitalgrundlaget. Man kan dog ikke betragte planerne som realisering af skjulte værdier, snarere som opbygning af nye aktiviteter.

Nordic Capital så betydelige muligheder i at rationalisere Nycomed ved overtagelsen. I første ejerskabsperiode blev produktionen koncentreret på færre fabrikker, forskningsaktiviteterne blev nedlagt, og der blev i stedet indlicenseret produkter, som var langt i udviklingen eller ligefrem patenteret.

Her var der til gengæld i høj grad tale om skjulte værdier, som den foregående industrielle ejer ikke udnyttede, ifølge flere interviewpersoner fordi der ikke var fokus på virksomheden, og fordi ejeren ikke havde mod på at foretage de nødvendige medarbejderreduktioner.

Da Nycomed i tredje ejerskabsperiode købte det 2,5 gange større Altana, var udfordringen den samme som ved det første kapitalfondskøb af Nycomed, så her kom de første rationaliseringserfaringer kapitalfondene til gode. Altanas hidtidige ejere ønskede ikke at lægge navn til de afskedigelser, som atter kunne gøre virksomheden rentabel, den rolle påtog Nycomed sig.

Forskningsafdelingen blev reduceret, og produktionen blev sammenlagt på færre fabrikker. Nycomeds produkter blev stærkere repræsenteret i Tyskland og i Sydamerika,

hvor Altana havde en finmasket distributionsstruktur. Med i købet fulgte et stort løbende (men tidsbegrænset) cash flow på mavesyremidlet Pantoprazole, som skabte indtjening i en længere periode end oprindeligt forventet.

Nycomeds skjulte værdier i form af rationaliserings- og synergipotentialer kunne således næppe være blevet realiseret i det gamle ejerskab.

Kapitalfondenes identifikation af skjulte værdier kan således ikke tilskrives informationsasymmetri. I alle tre tilfælde synes virksomhedernes ledelser at have vidst, hvad der skulle til for at bringe virksomheden videre. I DT's tilfælde havde direktionen allerede planer om at nedbringe arbejdskapitalen før ejerskiftet, men nåede ikke at fuldføre planerne, før de nye ejere kom til. I Logstor var ledelsen gået i gang med at producere i Polen, og kun manglende kapital hindrede en konsolidering før ejerskiftet. Og kapitalfondenes rationaliseringer af Nycomed og Altana kunne ejerne selv have foretaget, men foretrak øjensynligt opgaven udført af andre.

7.3.2. Loyalitet over for hidtidige aktionærer

Virksomhedens CEO er i reglen den person, der besidder flest informationer om virksomheden. Som tidligere nævnt er ejernes problem, at agenten (CEO) ikke nødvendigvis har samme personlige interesser som principalen (ejeren), også i forbindelse med salget af virksomheden.

Lowenstein (1985) mener, at ledelsen, eventuelt i samarbejde med en kapitalfond, kan købe virksomheden til underpris, fordi ledelsen besidder langt flere informationer om virksomhedens potentiale end både ejerne og mulige eksterne investorer. Dermed antydes, at ledelsen ikke nødvendigvis er loyal over for de hidtidige aktionærer.

Logstors CEO fik imidlertid slet ikke tilbudt at købe sig ind i firmaet. Ved det første videresalg deltog CEO2 ikke direkte i forhandlingerne, hvor mindst to kapitalfonde afgav et bud. CEO2 tabte ganske vist hele sin investering pga. selskabets dårlige performance, men teoretisk kan han have overtalt første ejerskabsperiodes kapitalfonde til at sælge for billigt. Den ene af kapitalfondene var således under pres for at sælge, fordi fonden var ved at udløbe.

CEO var en usædvanlig central person i Nycomed, og han havde et nært personligt forhold til KF1, som "genkøbte" selskabet. Han kan således have haft en personlig interesse i at sælge til Nordic Capital billigst muligt. Ved begge de to videresalg til kapitalfonde solgte han dog 50% af sin investering. Dermed var det hans interesse at sælge til den højst mulige pris fsv. angår de realiserede 50%, mens han kunne være indifferent i forhold til de 50%, der blev geninvesteret i den nye ejerskabsstruktur. I forbindelse med det endelige (industrielle) salg, forlod CEO selskabet og realiserede hele sin investering. Også i dette tilfælde havde han sammenfaldende interesser med kapitalfondene.

Tabel 38. Virksomhedsledelsens loyalitet over for de hidtidige aktionærer.

	DT	Logstor	Nycomed
Faktorer, der taler for CEO's <i>loyalitet</i> over for hidtidige aktionærer:	Opjustering af resultat Kort inden salget opjusterede CEO årsresultatet, hvilket fik kursen på selskabets aktier til at stige. Kontrolleret budproces: Det var tale om konkurrerende bud, hvor budprocessen blev kontrolleret af investeringsbanken Enskilda Securities.	Intet program: CEO1 fik ikke tilbudt et incitamentsprogram. Deltog ikke i forhandlingerne: CEO2 deltog ikke i forhandlingerne, da første kapitalfond solgte til anden kapitalfond. Konkurrerende bud: Flere kapitalfonde bød på Logstor. Tabte hele investeringen: CEO2 tabte hele sin investering i anden ejerskabsperiode, da selskabets kapital var tabt i 2012.	Solgte 50% ved ejerskifterne: CEO solgte både 50% af sin investering ved første salg og ved andet salg. Ved tredje salg solgte CEO hele sin investering. CEO havde således sammenfaldende interesse med de sælgende kapitalfonde.
Faktorer, der taler for, at CEO havde <i>mulighed</i> for at handle imod de hidtidige aktionærers interesser:	Incitamentsprogram forelagt inden købet: Kapitalfondens incitamentsprogram blev diskuteret med direktionen inden købet. Tidligere CEO's vurdering: Selskabets tidligere CEO mente, at selskabet blev solgt alt for billigt.	Frasalgspres CEO2 kan teoretisk have overbevist de hidtidige aktionærer om at sælge til en for lav pris, fordi han vidste, at begge kapitalfonde ville ud af investeringen.	Nært forhold mellem CEO og kapitalfondspartner: CEO og KF1 havde et nært personligt forhold. CEO kan have haft en personlig interesse i at sælge billigt til Nordic Capital efter det andet ejerskab.

I forbindelse med CVC's køb af DT fik CEO mulighed for at købe sig ind i selskabet. Umiddelbart var hans interesse, at selskabet blev solgt billigst muligt, da hans investering ville blive væsentlig større end værdien af de optioner, han kunne indløse i forbindelse med salget. CEO var desuden på forhånd blevet informeret om, at ledelsen ville blive tilbudt et incitamentsprogram. Hertil kommer, at CEO's forgænger allerede inden salget gav udtryk for, at selskabet blev solgt alt for billigt.

På den anden side offentliggjorde CEO en opjustering af årsresultatet kort inden salget, og det fik kortvarigt aktiekurserne til at stige. Endelig var der tale om en struktureret budproces, kontrolleret af investeringsbanken Enskilda Securities. Disse forhold taler imod, at CEO handlede illoyalt over for de hidtidige aktionærer.

Lowensteins antagelser er fra midten af 80'erne, og dengang var strukturerede og kontrollerede budprocesser sjældne. Siden er processerne blev langt mere transparente, og bestyrelsen har en langt mere aktiv rolle i forhandlingerne med de potentielle købere. Hertil kommer, at både købere og sælgere involverer langt flere rådgivere, herunder investmentbanker med betydelig erfaring i virksomhedshandler.

Men uanset hvor kontrolleret processen er, er der intet, der kan forhindre direktionen i at nedtone vækstudsigterne. Alene ved at tilbageholde egne forventninger om positive

vækstudsigter, kan ledelsen presse prisen ned (Fox & Marcus, 1992). Kaplan (1988) når ganske vist frem til, at selskaberne ikke overperformer deres præ-LBO budgetter, snarere tværtimod. Men der er tale om en analyse af perioden 1980-85.

Det er ikke muligt at føre bevis for, om virksomhedsledelserne i de tre cases altid handlede loyalt i forhold til de hidtidige aktionærer. Derimod kan det konstateres, at processerne i forbindelse med køb og salg af virksomheder har undergået betydelige forandringer siden Lowensteins påvisningen af problematikken siden midten af 80'erne. Processen er således blevet mere transparent, den kontrolleres ofte af investeringsbanker, og reglen er, at bestyrelsen, ikke CEO, forhandler med potentielle købere.

7.4. Værditransferering

Som nye ejere af en virksomhed kan kapitalfondene vælge at fortolke implicitte kontrakter mellem virksomheden og de øvrige stakeholders anderledes end de hidtidige ejere. Mange kontrakter er således ufuldstændige i den forstand, at de hverken definerer de øvrige stakeholders rettigheder eller virksomhedens pligter klart og entydigt.

Kapitalfonden har dermed juridisk råderum til at reducere både virksomhedens implicitte forpligtelser og de øvrige stakeholders implicitte rettigheder. Derved kan kapitalfonden transferere værdier fra øvrige stakeholders til aktionærerne. Det er først og fremmest kreditorer, medarbejdere og skatteydere, der risikerer at blive ramt af sådanne uventede værditransfereringer.

Følgende forskningsspørgsmål søges således besvaret:

I hvilket omfang flytter kapitalfonden værdier til aktionærerne fra følgende stakeholders:

1. Kreditorer.
2. Medarbejderarbejdere.
3. Skatteydere.

7.4.1. Kreditorer

Både Shleifer & Summers (1988) samt Warga & Welch (1993) påpeger, at en stor del af kapitalfondenes gevinster historisk er blevet finansieret af obligationsinvestorerne. Som nye ejere kan kapitalfondene stille kreditorerne ringere ved at udhule egenkapitalen i det udstedende selskab gennem udbetalingen af en superdividende til et overselskab. Denne mulighed for strukturel subordinering af seniorgæld gør det muligt for kapitalfonden efterfølgende at opkøbe gælden til en kurs, der er væsentligt lavere end før LBO'en, subsidiært at fortsætte finansieringen til en rente, der er væsentligt lavere end den, kapitalstrukturen berettiger til.

Derved transfererer kapitalfonden værdi fra obligationsinvestorerne til aktionærerne. Obligationsinvestorerne stilles således ringere i kreditprioriteringen, fordi der er mindre foranstillet kapital til at opsume eventuelle fremtidige tab.

Der er kun ét dansk eksempel på, at kapitalfonde har gjort brug af værditransferering fra kreditor til aktionærer i større stil. I 2005 købte EQT og Goldman Sachs Capital Partners den danske rengøringskoncern ISS, som havde udstedt to obligationer med en nominel værdi på i alt 1.350 mio. EUR (10 mia. DKK) gennem sit driftsdatterselskab ISS Global. I årsberetningen fra 2003 havde selskabet oplyst, at man ville stræbe efter at opretholde den hidtidige S&P-rating på BBB+, en udmelding som havde karakter af en implicit kontrakt.

Før overtagelsen havde ISS Global en egenkapital på 7,1 mia. DKK og udviste et cash flow fra driften på 1,8 mia. DKK, hvoraf 465 mio. DKK gik til renter på obligationerne. Kapitalfondene optog imidlertid LBO-lånene via akquisitionsselskabet PurusCo, som herefter købte ISS A/S, ISS Globals moderselskab. Da bankerne ønskede at komme så tæt på driften som muligt, måtte gælden imidlertid presses ned i ISS Global gennem et såkaldt "debt push down". ISS Global betalte derfor en superdividende på 5,7 mia. DKK til ISS A/S, som herefter udbetalte en dividende på 7 mia. DKK til moderselskabet PurusCo.

Som konsekvens heraf faldt egenkapitalen i ISS Global fra 7,1 til 1,4 mia. DKK, mens gælden samtidigt steg fra 10 mia. DKK til 15,7 mia. DKK. Det fik S&P til at nedgradere udstedelsen 8 notches fra BBB+ til B-. Den nye kapitalstruktur udløste umiddelbart et tab til obligationsinvestorerne på 2 mia. DKK, hvilket stort set svarede til den kursgevinst, de hidtidige aktionærer opnåede ved overtagelsen. Den præmie, kapitalfondene betalte for aktierne, blev således finansieret af obligationsinvestorerne.

Denne form for værditransferering var udpræget i USA i 80'erne og havde fra begyndelsen af 90'erne ført til en stigende udbredelse af kontrolskiftekláusuler (change of control). Ved ejerskifte forpligtede de nye ejere sig således til at indfri obligationerne til pari eller til et bestemt kreditspread i forhold til en benchmarkrente. I Europa var kontrolskiftekláusuler derimod ikke udbredt i 2005. Det blev de i de følgende år.

Hverken DT, Logstor eller Nycomed havde udstedt obligationer, før de blev overtaget af kapitalfonde. Ingen obligationsinvestorer blev således berørt af deres nye kapitalstruktur.

I forbindelse med købet af DT blev der optaget 3,5 mia. DKK i seniorgæld og 750 mio. DKK i mezzaninlån. Efter et halvt år tilbagebetaltes 250 mio. DKK af mezzaninlånet, og efter et år ændredes kapitalstrukturen fuldstændigt. Mezzaningælden blev afdraget helt, seniorgælden nedbragtes til 1,5 mia. DKK, og der optoges realkreditlån for 2 mia. DKK.

Mezzanininvestorerne forhandlede sig frem til en kursgevinst på indfrielsen og kunne indtil da indkassere en rente på 11 pct. Og de banker, der havde stillet seniorfaciliteten til

rådighed, modtog også fees for de tilbagebetalte kreditter. Der var således ingen af kreditorerne, der tabte på den førtidige indfrielse af lånene.

Beslutningen om at forlænge leverandørernes kredittid kan betragtes som en værditransferering. Den længere kredittid kompenseredes dog i nogen grad af, at antallet af leverandører reduceredes, hvorved der blev mere omsætning til de tilbageblevne. Hertil kommer, at DT gav afkald på en del af rabatterne som modydelse.

I første ejerskabsperiode fortsatte Logstor med de gamle banklån. Kapitalfondenes overtagelse af virksomheden var klart en fordel for kreditorerne, idet kapitalfondene indskød 120 mio. DKK i frisk kapital i selskabet. I anden ejerskabsperiode finansieredes selskabet med traditionelle LBO-lån.

Nycomed refinansieredes fire gange af kapitalfondene, i 1999, i 2002, i 2005 og i 2006. I alle tilfældene var konditionerne for førtidsindfrielse klart aftalt i lånedokumentationen.

De tre cases viser således ingen eksempler på, at kreditorer led tab som følge af ufuldstændige kontrakter.

7.4.2. Medarbejdere

Kapitalfondenes overtagelser førte ikke til ændringer i lønvilkårene i de tre cases. I Logstor forsvandt bonusordningen efter kapitalfondenes overtagelse, men da selskabet i de efterfølgende fire år kørte med underskud, har det næppe haft nogen betydning.

Købet af Logstor havde karakter af en redningsaktion, tilsyneladende uden alternativer, som bankerne kunne acceptere. Man kan derfor hævde, at købet gjorde det muligt at opretholde jobs, som ellers var forsvundet.

Ifølge Shleifer & Summers (1988) samt Hirsch et al. (1990) kan kapitalfondenes bestræbelser på at øge virksomhedernes effektivitet føre til forringede lønvilkår og afskedigelser. Mens lønvilkårene ikke ændredes i nogle af selskaberne, førte rationaliseringer til afskedigelser i alle virksomhederne. Alternativet kunne dog meget vel have været, at virksomhederne langsomt havde mistet konkurrencekraft og på et senere ville have været nødt til at afskedige endnu flere medarbejdere.

Tabel 39. Antal beskæftigede i DT og Nycomed.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
DT				5.988	5.880	5.989	6.482					
Nycomed uden Altana	2.240	2.306	2.418	2.665	2.831	3.019	3.252	3.821				
Nycomed med Altana								12.747	11.683	11.657	12.043	12.506

Kilde: DT's og Nycomeds årsberetninger.

De "rå" data i tabel 39 viser en positiv beskæftigelsesudvikling i både DT og Nycomed under kapitalfondenes ejerskab. Logstor offentliggjorde ikke antallet af ansatte på årsbasis.

I DT voksede medarbejdertallet således med knap 500, svarende til 8% i de tre år, CVC ejede selskabet. Det betyder ikke nødvendigvis, at DT skabte nye jobs. En del af væksten var således baseret på akquisition af forretninger, og i regnskabsårene 2003/04-2005/06 blev der købt 22 tømmerhandlere i Danmark og Sverige. Da selskabet gennemsnitlig beskæftigede 28 medarbejdere per tømmerhandel, svarer disse tilkøb til godt 600 medarbejdere.

I Nycomed voksede antallet af beskæftigede fra 1999 til 2006 med knap 1.600 medarbejdere, svarende til en vækst på godt 70%. Heri er dog også inkluderet tilkøb af selskaber. I 2006 købtes det noget større Altana, og dermed mere end tredobledes antallet af ansatte. Frem til salget til Takeda faldt medarbejdertallet med ca. 2%, primært fordi bemandingen af Altanes forskningsafdeling reduceredes kraftigt.

Der er således intet, der tyder på, at kapitalfondsejerskabet stillede medarbejderne i en signifikant dårligere situation, hverken løn- eller beskæftigelsesmæssigt.

I Danmark har medarbejderne i kapital-selskaber ret til at vælge repræsentanter til bestyrelsen, hvis mindst 35 personer i gennemsnit har været beskæftiget i firmaet inden for de seneste tre år. Retten gælder ikke blot repræsentation i hvert enkelt selskab, men også på koncernniveau, forudsat at moderselskabet er hjemmehørende i Danmark.

I DT betød overgangen til kapitalfondseje, at forhandlingssproget i bestyrelsen blev engelsk, og det vanskeliggjorde medarbejderrepræsentanternes aktive deltagelse. Ved overtagelsen dannede kapitalfonden samtidigt DT Holding 1 som det øverste selskab, og det var her, beslutningerne reelt blev truffet. Her var medarbejderne til gengæld ikke repræsenteret.

I Logstor var medarbejderne også repræsenteret i bestyrelsen i første ejerskabsperiode. I 2006 købte Montague virksomheden gennem akquisitionsselskabet Lynx Holding, som bliver moderselskab for Logstor. Der var her, beslutningerne reelt blev truffet, og her var medarbejderne ikke repræsenteret.

I Nycomeds første ejerskabsperiode ønskede bestyrelsesformanden, svenskeren Toni Weitzberg, og CEO, at medarbejderne blev repræsenteret i bestyrelsen. Selv om medarbejderne havde ret til repræsentation, valgte de ingen repræsentanter under det gamle ejerskab. CEO opfordrede derfor direkte medarbejderne til at vælge bestyrelsesrepræsentanter.

I anden ejerskabsperiode overtog amerikaneren Tom Dean formandsposten. Han lagde ikke skjul på, at han ikke så nogen værdi i medarbejderrepræsentation. Den interviewede medarbejderrepræsentant gav klart udtryk for, at formanden og de nye ejere ikke var

interessere i medarbejderne holdninger. I tredje ejerskabsperiode etableredes et holdingselskab i Luxemburg som overselskab, og det var her, de reelle beslutninger blev truffet. Her var medarbejderne ikke repræsenteret.

Tabel 40. Medarbejderrepræsentation og kapitalfondens nationalitet.

	DT	Logstor		Nycomed		
Ejerskabsperiode	2003-2006	1999-2006	2006-2013	1999-2002	2002-2005	2005-2012
Ledende kapitalfond	CVC	Axcel	Montague	Nordic Capital	CSFB PE	Nordic Capital
KF's nationalitet	GB	DK	GB	SE	US	SE
Holding uden MA-rep.	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja

Det klareste mønster, der kan iagttages er, at de angelsaksiske kapitalfonde er mindre interessere i medarbejderrepræsentation end de nordiske.

I DT etableredes DT Holding 1 som overselskab, og det var her, de reelle beslutninger blev truffet.

Logstors medarbejderrepræsentanter sad i den beslutningstagende bestyrelse under de to danske kapitalfondes ejerskab. Men da den britiske kapitalfond Montagu købte virksomheden i 2006, dannedes et holdingselskab uden medarbejderrepræsentation.

I Nycomed's første og andet ejerskab sad medarbejderne med ved bordet. Da amerikanske CSFB Private Equity tog over som ledende kapitalfond i 2002, faldt kapitalfondens interesse for medarbejderindflydelse mærkbart. Det bekræftes af både kapitalfondens ledende repræsentant og af medarbejderrepræsentanten.

Kort efter at Nordic Capital var genindtrådt som ledende kapitalfond i 2005, købtes Altana. Som led i akquisitionen dannedes et luxemburgsk holdingselskab, som ikke krævede medarbejderrepræsentation. Her var der altså tale om manglende medarbejderrepræsentation under en nordisk kapitalfond. Det skal dog bemærkes, at de to amerikanske kapitalfonde, CSFB Private Equity og Avista, også var medejere under den tredje ejerskabsperiode, og det kan have spillet en rolle for holdningen til medarbejdernes indflydelse.

Der er dog næppe tvivl om, at det primære sigte med dannelsen af holdingselskaber var skattemæssigt, ikke specifikt at undgå medarbejderindflydelse. Selv om medarbejderrepræsentanterne formelt havde samme rettigheder som andre bestyrelsesmedlemmer, var ejerskabet imidlertid koncentreret på så få ejere, at kapitalfondene reelt kunne træffe beslutningerne helt uden om bestyrelsen.

7.4.3. Skatteydere

Tidligere kunne danske selskaber trække alle renter fra i den selskabsskattepligtige indkomst. Derved kunne de danne et skatteskjold på 100%, idet selskabet helt kunne undgå skattebetalinger ved at øge gældsandelen. Siden indførelsen af EBIT80-reglen i 2009, kan et dansk selskab højst fradrage renter svarende til 80% af EBIT.

Kapitalfonden skabte en hel speciel kapitalstruktur i DT, idet 99,5% af den ansvarlige kapital blev indbetalt som ansvarlig lånekapital. Derved opnåedes et betydeligt skattefradrag for renteudgifterne i ejerskabets første to år. Den stærkt stigende indtjening førte dog hurtigt til betydelig afdrag på den ansvarlige lånekapital, og i det tredje år betalte DT mere i skat end i de to år forud for kapitalfondsovertagelsen.

Logstor havde en traditionel kapitalstruktur i den første ejerskabsperiode, idet kapitalfondene overtog de gamle banklån. De lave skattebetalinger i årene 2000-2003 skyldes udelukkende, at selskabet kørte med store driftsunderskud. I anden ejerskabsperiode firdobledes gælden, og renteudgifterne steg betydeligt som følge heraf. Frem til 2008 kunne renterne fuldt ud fradrages, men fra 2009 blev Logstor ramt af fradragsloftet på 80% af EBIT.

Nycomeds gæld steg løbende gennem de tre ejerskabsperioder samt i forbindelse med købet af Altana. I forbindelse med overtagelsen af Altana i 2006 flyttes det øverste holdingselskab til Luxemburg, og dermed ramtes selskabet ikke af EBIT80-reglen. Ses de 12 års kapitalfondsejerskab under ét, betalte Nycomed slet ikke skat, men oparbejdede tværtimod et skatteaktiv.

7.4.4. Klarere regler begrænser brugen af værditransfereringer

Kapitalfondene benyttede sig i høj grad af værditransfereringer fra skatteyderne gennem optimering af selskabs- og kapitalstrukturerne. Spillerummet i Danmark blev ganske vist væsentligt indsnævret efter EBIT80-reglens indførelse i 2009, men både DT og Nycomed nød godt af rentefradragsmulighederne og blev ikke berørt af ændringen. Logstor drog kun i begrænset omfang fordel af skattemæssige rentefradrag som følge af flere års underskud i begge ejerskabsperioder.

Værditransfereringer fra kreditorer er også blevet betydeligt vanskeligere, ikke mindst siden EQT's og GS Capital Partners' overtagelse af ISS i 2005. Transaktionen, som umiddelbart kostede obligationsinvestorerne 2 mia. DKK i kurstab, førte til et investorkrav om kontrolskifteklausuler, så kontrolskifte automatisk fører til indfrielsespligt.

Medarbejdernes vilkår berørtes ikke direkte af kapitalfondenes overtagelser i de tre cases. Lønningerne blev ikke ændret som følge af overtagelserne. Det er dog umuligt at vurdere, om lønningerne ville have udviklet sig anderledes, hvis virksomhederne var forblevet i det

hittidige ejerskab. For Nycomed kan det heller ikke udelukkes, at fabrikslukningerne i Norge og reduktionen af medarbejderstaben i Altana ville være blevet udskudt uden kapitalfondsejerskab. Der er dog næppe tvivl om, at tilpasningerne så ville have fundet sted på et senere tidspunkt.

Medarbejderne berørtes indirekte gennem reduceret indflydelse i virksomhedens bestyrelse. Medarbejderrepræsentationen fastholdtes i driftsselskabet, men beslutningsprocessen flyttedes i alle tre tilfælde til holdingselskaber, hvor medarbejderne ikke sad med ved bordet.

7.5. Netværk

Kapitalfondene har relativt små organisationer, til gengæld bruges netværket meget aktivt. En stor del af de aktiviteter andre aktører, som f. eks. banker og industrielle investorer, udfører med egne ressourcer, håndterer kapitalfondene gennem netværket. Det er der tre forklaringer på: for det første holdes en meget stor del af omkostningerne variable, for det andet kan kapitalfondene fokusere på *de* specifikke kompetencer, de har brug for, og for det tredje får kapitalfondene adgang til langt flere informationer, end hvis de blot havde anvendt ressourcer fra deres eget interne miljø.

Målet er således at besvare følgende forskningsspørgsmål:

1. Hvorledes bruger kapitalfonden sit netværk i forbindelse med køb og salg af virksomheder?
2. Hvilken rolle spiller kapitalfondens netværk for tilvejebringelse af akkvisitionsfinansieringen?
3. I hvilket omfang bruges kapitalfondens netværk ved udvælgelse af bestyrelse og ledende medarbejdere?
4. Hvordan bruger kapitalfondene konsulenterne i deres netværk?

7.5.1. Køb og salg af virksomheder

Mens det i USA var almindeligt at byde på børsnoterede selskaber siden begyndelsen af 80'erne, var danske kapitalfondes handel med virksomheder en forholdsvis lukket proces helt frem til årtusindskiftet. DT blev således det første børsnoterede selskab, som blev overtaget ved et bud fra en kapitalfond.

Processen er med årene blevet noget mere transparent. Det er således blevet mere almindeligt, at et salg sker gennem en struktureret budproces med flere deltagere.

DT blev i oktober 2002 sat til salg af Codan, ATP og LD, som tilsammen ejede 47% af aktierne. Enskilda Securities fik til opgave at finde en industriel køber, men ingen var i første omgang parate til at betale en præmie i forhold til aktiekursen. CVC blev imidlertid opmærksom på, at Enskilda havde fået opgaven, og kontaktede bestyrelsen med henblik på

at indlede forhandlinger. Resultatet blev en auktionsproces, hvor tre kapitalfonde og en række industrielle investorer bød på selskabet. CVC vandt budet.

Tabel 41. Kapitalfondenes involvering ved køb og salg af virksomheder.

	DT	Logstor	Nycomed
Køb	CVC blev opmærksom på, at selskabet var sat til salg via Enskilda Securities og kontaktede DT's bestyrelse. Det resulterede i en auktion, hvor tre kapitalfonde samt nogle industrielle investorer bød på selskabet.	Kapitalfondene opfordredes af to investorer til at overtage den nødlidende virksomhed.	Ejeren (Amersham) bad investeringsbanken Morgan Stanley finde en køber til sine farma-aktiviteter. Der meldte sig (mindst) to interessenter: Nordic Capital og CSFB Private Equity.
Tilkøb		Største konkurrent: Konsulent fra netværket ansattes til at føre forhandlinger om køb af den største konkurrent med henblik på en branchekonsolidering.	Altana: Ejeren satte i efteråret 2005 Goldman Sachs til at sælge selskabet til en industriel investor. Det lykkedes ikke. I maj 2006 kontaktede Goldman Sachs Nycomeds CEO.
Kontakt til potentielle købere	CVC havde løbende kontakt til køber (Wolseley) længe inden salget.		
Salgsproces	Organiseret budproces. Fem budgivere i afsluttende runde: to industrielle og tre finansielle.	Der udarbejdedes en vendor due dilligence, som distribueredes til investeringsbankernes M&A-afdelinger. Bilaterale forhandlinger med to finansielle investorer.	Efter første ejerskab: CSFB kendte selskabet, som man havde set på ved første salg. Efter andet ejerskab: Kapitalfond var tidligere ejer. Tidligere bestyrelsesformand kontaktede CEO. Efter tredje ejerskab: Investor (Takeda) tog direkte kontakt til CEO.

CVC tog allerede kort tid efter købet kontakt til potentielle købere, ikke mindst Wolseley, der endte med at købe selskabet tre år senere. Salget foregik dog ved en transparent budproces, ledet af Deutsche Bank, med deltagelse af to industrielle og tre finansielle investorer.

Axcel og Polaris opfordredes af to af kapitalfondenes egne investorer til at overtage Logstor, som i 1998 havde mistet størstedelen af sin egenkapital i forbindelse med en EU-bøde. De to banker FIH, som var investeret i Axcel, og Danske Bank, en af Polaris' grundlæggere, havde begge tilgodehavender, som de formentlig havde måtte afskrive, hvis Logstor ikke var blevet overtaget af en kapitalstærk ejer.

I 2004 så kapitalfondene en mulighed for at foretage den ønskede konsolidering inden for branchen, da ejeren (Alstom) af den største konkurrent (APFS) kom i problemer. Kapitalfondene ansatte en konsulent fra netværket, med gode forbindelser til konkurrentens ejerselskab, til at lede akkvisitionsforhandlingerne, som endte med et køb og dermed et gennembrud i branchens konsolideringsproces. Kort tid efter overtog konsulenten posten som CEO for Logstor.

Da kapitalfondene ønskede at sælge Logstor i 2006, udarbejdedes en vendor due diligence, og Logstor kom herefter på de internationale investeringsbankers M&A-liste. To kapitalfonde, herunder Montagu, viste interesse for selskabet. Axcel og Polaris førte forhandlinger med dem begge, inden Montagu fik håndslaget i maj 2006⁸¹.

Nordic Capital blev opmærksom på Nycomed gennem Goldman Sachs, som havde fået i opdrag at sælge selskabet for Amersham. Både Nordic Capital og CSFB Private Equity viste på det tidspunkt interesse for selskabet.

CSFB henvendte sig i 2002 til Nordic Capital efter at have erfaret, at en børsnotering af Nycomed var på trapperne. CSFB ønskede en medinvestor og tog kontakt til Blackstone, som også var specialiseret på health care. Sammen forhandlede de to kapitalfonde transaktionen på plads.

I efteråret 2004 planlagde CSFB og Blackstone at børsnotere virksomheden. Det skabte fornyet interesse hos Nordic Capital:

CEO/Nycomed: Toni (Weitzberg) havde hørt, at vi var på vej til at blive børsnoteret. Men han spurgte mig, om jeg ikke synes bedre om at fortsætte en periode som kapitalfondsejet selskab, og det måtte jeg jo bekræfte. Nordic Capital var i så fald interesseret i at genindtræde som medejer. Jeg tog en snak med Thompson Dean om Nordic Capitals interesse, og i januar 2005 mødtes Toni og Thompson så. Nordic Capital kunne allerede på det tidspunkt give en indikation af, hvad de var parate til at betale.

I efteråret 2005 tog Altana kontakt til Goldman Sachs, som fik til opgave at sælge selskabets farmadivision til en industriel investor. Det lykkedes ikke, og investeringsbanken fik herefter mandat til at kontakte finansielle investorer. I maj 2006 kontaktede Goldman Sachs kapitalfondene KKR, EQT og Nordic Capital.

I 2011 blev Nycomeds CEO kontaktet af Takedas Head of Business Development, som han havde mødt, da hun arbejdede for kapitalfonden Millenium. Det blev indledningen til det endelige industrielle salg af selskabet efter 12 års kapitalfondsejerskab.

Forløbene viser, at netværkene har stor betydning ved køb og salg af virksomheder. Investeringsbankerne og kapitalfondene er omdrejningspunkterne i informationsflowet. Selv om mange transaktioner foregår i åbne budprocesser, spiller bilaterale handler uden konkurrerende bud dog fortsat en vigtig rolle. Kraft (2001) mener således at en fjerdedel af alle turnaround investeringer sources fra køberens netværk.

7.5.2. Akkvisitionsfinansiering

Investeringsbankerne optræder både som formidlere af transaktioner gennem M&A-afdelinger og som kreditgivere gennem afdelingerne for akkvisitionsfinansiering. Selv om bankerne på nogle områder har vandtætte skotter mellem de to afdelinger, betragtes begge

⁸¹ Logstor videresolgtes i juli 2013 til kapitalfonden Triton. Montagu har imidlertid afvist at deltage i denne undersøgelse.

aktivitetstyper i reglen som tilhørende ét fælles forretningsområde, nemlig corporate finance.

Det sker da også, at de to afdelinger arbejder tæt sammen. Da Deutsche Banks M&A-afdeling i 2006 skulle stå for salget af DT, tilbød afdelingen for akkvisitionsfinansiering samtidigt en standardfinansiering (staple financing) på modværdien af 9 mia. DKK, svarende til ni gang EBITDA.

Kontakten til banken er således vigtig for kapitalfondene, fordi de både formidler virksomheder og stiller finansiering til rådighed. Mange virksomheder kommer slet ikke i udbud, og her er det naturligt for bankerne først at henvende sig til de kapitalfonde, der er gode finansieringskunder.

Track record er vigtigt. CVC var i en kort periode lagt på is af Nordea, fordi kapitalfonden havde ladet nogle af sine porteføljeselskaber falde, hvilket førte til kredittab for Nordea. For CVC var det på den anden side vigtigt med et bredt kontaktnet, så da DT-transaktionen skulle finansieres i 2003, var kapitalfonden ikke afhængig af Nordeas velvilje, men kunne overlade opgaven til et internationalt bankkonsortium. Senere blev forholdet genoprettet, og Nordea stod for refinansieringen af DT året efter.

Axcel og Polaris blev direkte opfordret til at købe Logstor, som var kreditkunde hos FIH og Danske Bank. Ingen andre kapitalfonde blev spurgt.

7.5.3. Udvalgelse af bestyrelse og ledende medarbejdere

Både ledende medarbejdere og bestyrelsesmedlemmer rekrutteres ofte fra netværket. Af og til bruges personerne i flere sammenhænge. Anders Skole-Sørensen ansattes f. eks. i DT som finansdirektør, og da CVC senere købte Matas flyttede han dertil som CFO.

Både Logstor og Nycomed ansatte ledende medarbejdere fra netværket. I første ejerskabsperiode ansattes Preben Tolstrup som konsulent med henblik på at forhandle opkøbet af den største konkurrent på plads. Preben Tolstrup var tidligere direktør for FLS Miljø, som Axcel tidligere havde kigget på som investeringsmulighed. Efter købet af Logstor blev Tolstrup udnævnt til selskabets CEO.

I forbindelse med Håkan Björklund ansættelse som CEO i Nycomed tog han straks tre medarbejdere fra Astra med til Nycomed. De blev udnævnt til divisionschefer for hhv. Business Development, In-licensing og Research & Development. Senere ansatte han yderligere to medarbejdere fra sit professionelle netværk.

Kraft (2001) peger på, at netværket er af afgørende betydning, når kapitalfondene skal finde personer, der både har managementkendskab og besidder den fornødne brancheeksperise.

Tabel 42. Udvælgelse af ledende personer fra netværket.

	DT	Logstor	Nycomed
Ledende medarbejdere		Kapitalfondene havde set på FLS Miljø, hvor Preben Tolstrup var direktør, som investeringsmulighed. Han ansattes først som konsulent i forbindelse med et opkøb, derefter som selskabets CEO.	CEO ansatte fem ledende medarbejdere, som han kendte fra sit netværk.
Bestyrelsesmedlemmer	Bestyrelsesformanden havde arbejdet sammen med Kjeld Iversen, som hvervedes som ekstern industrialist til bestyrelsen.	Bestyrelsesformanden kender Danfoss-CFO Ole Steen Andersen, som han har rådgivet. Han hverver som ekstern industrialist til bestyrelsen.	CEO hvervede Carl-Gustav Johansson, som han kendte fra Astra, som ekstern industrialist til bestyrelsen.

Fordelen ved at bruge personer fra eget netværk er, at risikoen for fejlansættelser begrænses. Medarbejdere, man har arbejdet sammen med i årevis eller kender i anden professionel sammenhæng, er således nemmere at vurdere end personer, der udelukkende har været igennem en formel bedømmelsesrutine. Set fra den hvervedes synspunkt er det også mere attraktivt at lade sig hverve af personer, man kender godt:

COF/Nycomed: Og stod han (Håkan Björklund) dér i morgen og sagde, nu samler vi teamet igen, så er jeg ret sikker på, at ud af de ti, han måske ville samle, så ville de ti sikkert sige yes.

Der kan naturligvis ikke ses bort fra, at ansættelser på basis af eget netværk øger risikoen for "indavl". Omvendt er det forståeligt, at kapitalfonden, som kun ejer virksomheden i en begrænset periode, går efter de sikre valg.

7.5.4. Brug af konsulenter

Selv om virksomhedsanalyse er blandt kapitalfondenes kernekompetencer, råder kapitalfondene ikke over alle de ressourcer, der skal til for at vurdere risikoen og potentialet i et målselskab. Der skal udarbejdes due dilligences på markedet, branchen, virksomheden, juraen og finansieringen, og ofte skal der også udarbejdes en miljømæssig due diligence. Kapitalfonden skal i sidste ende vurdere det samlede billede på baggrund af disse enkeltanalyser.

Konsulentfirmaerne har dog en dobbeltrolle i forhold til kapitalfondene. Ud over at blive anvendt til udarbejdelse af due dilligences, spiller de, ligesom bankerne, en vigtig rolle i formidlingen af virksomhederne. Ofte er det således deres kunder, der har virksomheder til salg, hvad enten det er industrivirksomheder eller andre kapitalfonde. Qua deres specialiserede kendskab til branchen, vil de ofte have en god fornemmelse af, hvem der er potentielle købere eller sælgere til en virksomhed.

Der bruges også konsulenter i investeringsperioden, ikke mindst til procesanalyse. Konsulenter er sjældent særlig populære blandt medarbejderne, måske fordi de udfører det arbejde, de selv mener at være ansat til, endda ofte til en væsentlig mere beskedne løn.

Tabel 43. Brug af konsulenter.

DT	Logstor	Nycomed
CEO: Så sagde jeg til ham (KF1): giv os nogle klare mål, giv os maksimal frihed til at nå dem, og lad så vær med at bringe nogle konsulenter ind, så skal vi nok få det her til at køre. Så gik der 14 dage, og så stod der nogle konsulenter, sådan er det jo. Men det var ikke meget. Det var jo stadig det der med, at da de fik dørene lukket op, så lige ... hvad er det egentlig, vi har købt.	KF2: Jeg mener personligt, at kapitalfondene bruger for mange rådgivere, bliver for rådgiverafhængige. Hvis man kan alliere sig med nogle gode potentielle bestyrelsesmedlemmer eller folk, der har forstand på industrien. Hvis man så også selv smøger ærmerne op og bruger sin analysekraft, så er man på en måde bedre kørende.	CFO: De brugte the usual suspects. En hær af advokater og konsulenter, som McKinsey og Bain og den type. Og revisorer som KPMG, Deloitte og Ernst & Young. Det er de sædvanlige, som du er mere eller mindre forpligtet til at bruge, både over for bankerne og sådan set også over for dem, som har penge i fondene for at vise, at vi hele tiden har en second opinion. Det vigtigste er, at du har en opinion fra nogen, der har et andet stempel på papiret end dit eget.

I tabel 43 refereres tre typiske, men højst forskellige, holdninger til anvendelsen af konsulenter. CEO/DT mener, at virksomheden selv kan klare opgaven, men har forståelse for, at kapitalfondene bruger konsulenter, ind til de lærer virksomheden bedre at kende. KF2/Logstor mener, at det er farligt at blive for rådgiverafhængig. Han foretrækker en kombination af kapitalfondens egen analysekraft samt udpegning af bestyrelsesmedlemmer, der kender industrien. Endelig mener CFO/Nycomed, at konsulenterne er vigtige for at give kapitalfondene en second opinion, som er uafhængig af virksomhedens egne medarbejdere.

7.6. Involvering

Kapitalfondene involverer sig i forskellig grad i deres porteføljevirkomheder. Som beskrevet i afsnittet om agentomkostninger har kapitalfondene tre grundlæggende instrumenter til rådighed: motivation, disciplinering og kontrol, som de fleste kapitalfonde anvender i varierende omfang. Alle tre instrumenter repræsenterer dog den mere passive del af ejerskabet.

Involvering handler om den aktive del af ejerskabet. I hvilket omfang går kapitalfonden direkte ind og øver indflydelse på driften af selskabet.

Følgende forskningsspørgsmål søges i denne forbindelse besvaret:

- Hvorledes er rollerne fordelt mellem ejere, bestyrelse og daglig ledelse i en kapitalfondsejet virksomhed?
- Hvilke signaler udsender kapitalfonden i forhold til ledelse og medarbejdere?
- På hvilke områder involverer kapitalfonden sig direkte uden om direktionen?

7.6.1. Governance

Et kapitalfondsejet selskab har de samme formelle beslutningsorganer som et hvilket som helst andet selskab med samme juridiske struktur. Men ejerskabet afgør i høj grad den reelle kompetencefordelingen inden for selskabet. Inden de tre virksomheder kom i

kapitalfondseje var DT børsnoteret med spredt ejerskab⁸², Logstor var i familieeje, mens Nycomed var en del af en industrikoncern.

Tabel 44. Governance.

	DT	Logstor	Nycomed
Tidligere ejerskab	Børsnoteret selskab.	Familieejet selskab.	Industrielt ejet selskab
Bestyrelsens rolle	Reelle beslutninger blev truffet i Operating Committee, som bestod af to KF-repræsentanter samt CEO og CFO. Beslutningerne konfirmeredes af bestyrelsen.	Første ejerskabsperiode: Bestyrelsesmøder 4-6 gange årligt. Ind imellem formandskabsmøder mellem formand, kapitalfonde og CEO. Her blev de reelle beslutninger truffet. Anden ejerskabsperiode: Turbulens i kapitalfonden.	Første ejerskabsperiode: Brancheyndig formand. Anden ejerskabsperiode: Formand med fokus på finans. Tredje ejerskabsperiode: Brancheyndig formand.
Eksterne bestyrelsesmedlemmers rolle	To industrieksperter, som rådgav, men som ikke var direkte involveret i beslutningerne.	Første ejerskabsperiode: Tre industrieksperter, som rådgav, men som ikke var direkte involveret i beslutningerne. Anden ejerskabsperiode: Én industriekspert, som rådgav, men som ikke var direkte involveret i beslutningerne.	Anden ejerskabsperiode: Vigtig støtte til CEO. Øvrige bestyrelsesmedlemmer fokuseret på finans. Tredje ejerskabsperiode: Formand, CEO og eksternt bestyrelsesmedlem koordinerede inden forelæggelse af nye industrielle initiativer for bestyrelsen.
Support til ledelsen	Udvidelse af centrale funktioner for at forbedre rapportering. Ansættelse af finansdirektør.	Første ejerskabsperiode: Formanden ydede betydelig støtte til CEO1, mens CEO2 kørte relativt selvstændigt. Anden ejerskabsperiode: CEO2 kørte selvstændigt.	Kapitalfondene støttede, når der skulle udarbejdes due diligences på virksomheder og produkter.
Forskelle på kapitalfondens involvering		Axcel og Polaris involverede sig mere i virksomhedens drift end Montagü.	Altid den ledende kapitalfond, der sad i førersædet. Nordic Capital involverede sig mere i virksomhedens drift end CSFB.
Direkte kommunikation	Direkte kommunikation mellem kapitalfonde og flere i topledelsen.		Direkte kommunikation mellem kapitalfonde og flere i topledelsen.

Alle selskaberne afholdt naturligvis de 4-6 årlige bestyrelsesmedlemmer, og alle større beslutninger skulle, som loven foreskriver, formelt konfirmeres af bestyrelsen. Men bestyrelsen er et langsomt beslutningsorgan at arbejde med for en kapitalfond, som kræver hurtig fremdrift i dets korte ejerskabsperiode.

Derfor blev beslutningerne i realiteten truffet i smallere fora, hvor kapitalfonden og CEO var repræsenteret. I DT blev der formelt oprettet en Operating Committee med to repræsentanter fra kapitalfonden (bestyrelsesformanden og næstformanden) samt CEO og CFO. I Logstor mødtes den eksterne bestyrelsesformand, de to kapitalfonde og CEO i det, der kaldtes formandskabsmøder. Og i Nycomed blev industrielle beslutningerne forberedt af bestyrelsesformand, et bestyrelsesmedlem og CEO.

⁸² Ganske vist ejede Codan 32% af selskabet, mens ATP og LD tilsammen sad på 15% af aktierne, men ingen af dem gjorde deres indflydelse aktivt gældende.

Disse fora kunne naturligvis ikke formelt træffe beslutninger på bestyrelses vegne, men da kapitalfondene ejede selskabet og kontrollerede bestyrelsen, kunne de med stor træfsikkerhed indikere, hvad bestyrelsen ville godkende. Beslutninger blev således forberedt i de smalle fora og efterfølgende konfirmeret af bestyrelsen. Det skabte således en lang hurtigere arbejdsgang, at direktionen kunne udføre det forberedende arbejde, bortset fra implementeringen, som måtte afvente en endelig bestyrelsesbeslutning.

I alle tre selskaber sad der eksterne bestyrelsesmedlemmer med særlige industrielle kompetencer. De var dog ikke en del af de smalle fora, som forberedte beslutningerne. Deres rolle var primært at give bestyrelsen eksterne industrielle inputs og, om nødvendigt, at fungere som formidlere mellem kapitalfond og direktion.

En undtagelse var dog Carl-Gustav Johanssons særlige rolle i Nycomeds anden og tredje ejerskabsperiode hvor han, bestyrelsesformanden og CEO rådførte sig, før forslag til indlicensiering af nye produkter forelagdes bestyrelsen. Denne specielle struktur afspejler kompleksiteten i medicinalindustrien, hvilket netop er årsagen til, at kun kapitalfonde med særligt fokus på health care investerer i industrien.

7.6.2. Kapitalfondens attitude

Kapitalfondene sender forskellige signaler til ledelse og medarbejdere i virksomheden. I modsætning til governance er der ikke tale om formelle og uformelle beslutningsprocesser, men om adfærd over for porteføljevirksomhedens ledelse og medarbejdere. Opfattelsen af kapitalfondenes adfærd er naturligvis langt mere subjektiv end vurderingen af beslutningsstrukturen, men det kan ikke på forhånd afvises, at adfærden er en lige så vigtig forklaringsfaktor for resultatet som governance.

Pga. af kapitalfondenes korte ejerperiode er det vigtigt, at den tillidsskabende proces er så kort som mulig, så direktionen kan igangsætte implementeringen af strategien uden forsinkende afstemninger. I DT tog det 6-12 måneder, inden kapitalfond og ledelse havde opnået en fælles forståelse. I starten af perioden var der nervøsitet for et konjunkturtilbageslag, men i løbet af et år var cash flow og indtjening væsentlig over forventninger samtidigt med, at sourcing projektet kunne omsættes hurtigere end beregnet.

I Nycomed var der fra starten stor tillid mellem bestyrelsesformand (kapitalfond) og CEO, fordi de kendte hinanden fra tidligere. Ved anden og tredje ejerskab var organisationen tunet ind på de krav, kapitalfonde stiller, så der var tilliden praktisk talt etableret fra starten. Også Nycomed var dog begunstiget af en stærkt voksende omsætning.

Fælles for de to cases er dog, at tilliden forholdsvist hurtigt blev tilvejebragt, fordi konjunkturerne var med virksomhederne. Anderledes gik det for sig i Logstor, hvor både CEO1 og CEO2 blev fyret efter 5-6 år, i begge tilfælde fordi selskabets indtjening vendte fra

sorte til røde tal som følge af en negativ konjunkturudvikling. Det kan således ikke overraske, at tillid i høj grad er en funktion af performance.

Tabel 45. Kapitalfondenes attitude.

	DT	Logstor	Nycomed
Tillid	I de første 6-12 måneder drejede det sig om at få tillid til ledelsen.	Første ejerskabsperiode: CEO fyres i 2005. Anden ejerskabsperiode: CEO fyres i 2012	Første og tredje ejerskabsperiode: Det tætte forhold mellem CEO og KF1 var af afgørende betydning. Anden ejerskabsperiode: Tillidskabelsesproces gik hurtigt, fordi rapporterings-systemerne var sat op til kapitalfondsejerskab.
Samarbejde	Til at starte med samarbejds-problemer med CVC's finans-koordinator.		Første og tredje ejerskabsperiode: God kemi, Formand og CEO var begge industrialister, men havde fokus på hhv. marketing og forskning. Anden ejerskabsperiode: God kemi. Formand havde fokus på finans, CEO på industri.
Medarbejdertryghed	Generelt tilfredshed og indifferens over for de nye ejere.	Hård overgang fra lokalt familieejerskab til først dansk, siden internationalt kapitalfondsejerskab.	Først fyringer i større stil ved køb af Altana. Fyringerne skabte utryghed hos medarbejderne.
Synlighed	Kapitalfonden var synlig over for ledelse og mellemledere.	Anden ejerskabsperiode: Kapitalfonden var usynlig for medarbejderne.	

Samarbejdet mellem kapitalfonden og virksomhedens medarbejdere foregår på mange niveauer. I DT var udfordringen, at kapitalfondens ansvarlige for finansiell rapportering og bankkontakter ønskede en tæt styring af økonomiafdelingen, hvilket selskabets CFO ikke var indforstået med.

I Nycomed foregik samarbejdet primært mellem bestyrelsesformand og CEO. Her var arbejdsdelingen i første og tredje ejerskabsperiode mellem to personer, der begge var industrialister, men hvor formanden havde fokus på markedet og CEO på produkterne. I anden ejerskabsperiode havde formanden fokus på finans og CEO på drift.

Rationaliseringer er næsten altid en del af konceptet i kapitalfondsejede virksomheder og var det i alle tre cases. Hermed forbindes ofte nedskæringer i medarbejderstaben med deraf følgende utryghed.

I DT kunne en sådan utryghed ikke spores, men selskabet var heller ikke under pres for at reducere medarbejderantallet. Medarbejderidentiteten var i høj grad knyttet til de enkelte datterselskabers brands, som f. eks. Stark og Silvan, og ifølge både ledelse og medarbejderrepræsentant vidste mange medarbejdere endog ikke, at moderselskabet var ejet af en kapitalfond.

Medarbejderne i Logstor og Nycomed havde et noget bedre kendskab til deres ejere. I Logstor blev der fyret medarbejdere i Løgstør, da en del af produktionen blev flyttet til Polen. Få år efter overtagelsen af APFS lukkede produktionen i Fredericia, og produktionen flyttede til Løgstør. I Nycomed mærkede medarbejderne nedskæringerne, da de norske fabrikker lukkede, og efter overtagelsen af Altana gik det hårdt ud over det tyske selskabs researchafdeling.

Synlighed er vigtigt, hvis man vil sælge sit strategiske budskab til medarbejderne. I DT var kapitalfonden i høj grad synlig over for ledelse og mellemedere, fordi den klart kommunikerede målene ud til denne gruppe, som også havde deres bonussystem knyttet til målene. I Logstors anden ejerskabsperiode var der ikke meget synlighed. Kapitalfonden kommunikerede kun med ledelsen, viste sig aldrig i Løgstør, og kun topledelsen havde del i incitamentsprogrammet.

7.6.3. Aktiv involvering

De fleste handlinger udføres af ledelsen og medarbejderne. Men der er også områder, som kapitalfondene betragter som deres suveræne domæne, enten fordi de er specialister på området, eller fordi der er tale om vitale interesser, man ikke ønsker varetaget af andre.

Det hører helt klart til kapitalfondenes kerneområder at tage sig af *finansieringen*. Akkvisitionsfinansieringen må nødvendigvis forhandles med bankerne før købet finder sted. Lånene optages af et dertil oprettet akkvisitionsselskab, som så overtager målselskabet. Alene af den grund kan virksomhedens medarbejdere ikke deltage i forhandlingerne.

Tabel 46. Aktiv involvering.

	DT	Logstor	Nycomed
Finansiering af virksomheden	Kapitalfondens domæne. Fulgte dog direktionens forslag til ny refinansiering.	Kapitalfondens domæne.	Kapitalfondens domæne. CFO var dog utilfreds med dyr finansieringsstruktur.
Køb og salg af virksomheder	Køb og salg af butikker var direktionens ansvar. Kapitalfonden stillede forrentningskrav.	Kapitalfondene stod for forhandlingerne om både købet af APFS og salget af Logstor.	Kapitalfondene deltog aktivt ved køb og salg af virksomheder, mens indlicensering af produkter primært var ledelsesansvar.
Egne initiativer	Ny indkøbsorganisation (i samarbejde med direktionen).	Første ejerskabsperiode: Konsolideringsstrategien. Anden ejerskabsperiode: Kapitalfonden købte sig ind på direktionens strategi.	Stærk CEO. Bestyrelsesbeslutninger blev altid truffet på initiativ af CEO.
Videregivelse af erfaringer	Erfaringer fra Debenhams og Halfords blev videregivet til direktionen.		
Finde den rigtige CEO	Kapitalfondene lagde vægt på, at den hidtidige direktør fortsatte.	I 2005 udskiftedes den hidtidige CEO Ole Bøgelund med Preben Tolstrup.	Nordic Capital fandt CEO Håkan Björklund i netværket.

Samtidigt er finansiering en kernekompetence for kapitalfondenes partnere. Langt de fleste partnere rekrutteres således fra finanssektoren, og i 2012 havde 57% af de otte største nordiske kapitalfonde en baggrund fra finanssektoren (se tabel 47).

Tabel 47. Investeringsteams, fordelt efter tidligere job.

Kapitalfond	Finanssektoren	Consulting	Industri	Universitetet
EQT	56	16	4	1
Nordic Capital	34	20	8	0
Industri Kapital	19	10	2	0
Altor	20	13	1	0
Capman	10	1	4	5
Herkules	6	12	2	0
Axcel	11	9	5	1
Polaris	4	5	4	0
I alt	160	86	30	7

Kilde: Kapitalfondenes respektive hjemmesider, juli 2012.

Tilpasningen af finansieringen til virksomhedens risikoprofil er således en af partnernes vigtigste opgaver i forbindelse med transaktionen. Og kapitalfondens medarbejdere har langt større erfaring med at forhandle rente og covenants på skræddersyede lån end virksomhedernes finansafdelinger har.

At kapitalfonde og finansafdelinger i virksomheder kan have forskellige opfattelser af finansieringsstrukturen, er både DT og Nycomed gode eksempler på. DT's finansafdeling ønskede at udnytte sikkerheden i ejendommene til at billiggøre finansieringen og fik overtalt kapitalfonden. I anden ejerskabsperiode finansierede kapitalfondene transaktionen med mezzanin og high yield bonds. Finansafdelingen mente imidlertid, at nordiske banker var parate til at finansiere hele købet med (billigere) seniorlån, men den opfattelse delte kapitalfondene ikke.

Køb og salg af virksomheder er kapitalfondenes anden kernekompetence. Både ved køb og salg kræves analysekompetence og et netværk til sourcing af målselskaber og potentielle købere. Kapitalfonden indtager imidlertid også en aktiv rolle ved tilkøb til porteføljevirkomheden.

Drejer det sig om mindre tilkøb, deltager kapitalfonden ikke nødvendigvis selv i forhandlingerne, men kan vælge at fastlægge krav til tilbagebetalingsperioden eller den interne rente. Det var således den model, DT primært arbejdede efter, da virksomheden tilkøbte tømmerhandlere.

I kapitalfondenes ejerskabsperioder købte både Logstor og Nycomed selskaber, der var større end dem selv. I begge tilfælde førtes forhandlingerne af kapitalfondene selv.

Ifølge ledelsen i de tre virksomheder, tog kapitalfondene ikke mange *egne initiativer*. Alle initiativer blev taget af direktionen og forelagt bestyrelsen og kapitalfonden til

godkendelse. Der tegner sig dog et noget andet billede, når man spørger kapitalfondene selv. Forskellen i opfattelse skyldes formentlig, at mange af initiativerne er blevet til som led i drøftelser mellem begge parter, mens konkretiseringen af ideerne har været overladt til direktionen.

I DT peger kapitalfonden på, at den tog initiativ til den ny indkøbsorganisation. Ledelsen mener dog, at den allerede arbejdede på projektet, inden virksomheden blev overtaget af kapitalfonden. Der er ingen tvivl om, at direktionen havde tanker i den retning, men meget tyder på, at det nye ejerskab bidrog til en hurtigere konkretisering og omsætning af projektet.

Logstors direktion havde inden overtagelsen gjort sig tanker om at forcere effektiviseringen og at udflytte dele af produktionen til Polen og den havde også erkendt behovet for en branchekonsolidering. Forskellen var, at kapitalfondene muliggjorde disse initiativer med deres finansielle støtte, og de havde en vilje til at gennemføre forandringer hurtigere end det gamle ejerskab.

Nycomed havde en meget stærk CEO, som sad under samtlige tre kapitalfondsejerskaber. Strategien synes i høj grad at være blevet udviklet i et tæt samarbejde mellem ham og Nordic Capitals Toni Weitzberg, som sad som bestyrelsesformand i første og tredje ejerskabsperiode. Set i bakspejlet synes der at have været en klar strategi med en gradvis udvidelse af distributionsnettet, men der kan heller ikke ses bort fra udnyttelsen af en række opportunistiske muligheder, som i høj grad bidrog til resultatet. Det gælder ikke mindst den uventede stærke vækst i SNG-landene og muligheden for at overtage og rationalisere Altana.

Kun i DT videregav kapitalfonden systematisk *erfaringer* fra tidligere porteføljevirksomheder. I Logstor og i Nycomeds første ejerskabsperiode var det ikke muligt, fordi kapitalfondene ikke havde erfaringer fra tilsvarende investeringer.

Ejernes hovedopgave er at *udpege den rigtige CEO* til at lede virksomheden. I børsnoterede virksomheder foregår det via bestyrelsen, men i kapitalfondsejede virksomheder er ejeren direkte involveret.

Kapitalfondene lagde vægt på, at den siddende direktør i DT fulgte med i købet, formentlig fordi han allerede havde gjort sig mange af de samme tanker, som de havde.

I Logstor valgte kapitalfondene også at lade den siddende CEO fortsætte, men tilsyneladende fordi det ikke var muligt at finde en oplagt afløser. I interviewene gav begge kapitalfonde således udtryk for, at den siddende CEO ikke var den optimale løsning til den konkrete opgave, men at der ikke var oplagte alternativer. Alternativet viste sig senere i

form af den konsulent, kapitalfondene hyrede til at forhandle akkvisitionen af APFS på plads.

Da Amersham splittede Nycomed op i to selskaber og frasolgte farmadelen til Nordic Capital, overtog kapitalfonden så at sige et ”hovedløst” selskab. Fredrik Strömholm, partner i Nordic Capital, identificerede imidlertid Håkan Björklund, som på det tidspunkt netop var blevet forbigået som chef for AstraZeneca⁸³. Udpegningen af Björklund var afgørende for den kontinuerlige strategi gennem de 12 års kapitalfondsejerskab.

7.6.4. Betydningen af kapitalfondens urgency

Kapitalfonden har en begrænset periode til at omsætte sin strategi. Urgency er betegnelsen for det pres, der lægges på aktørerne for at få identificeret, besluttet og implementeret løsninger uden unødige forsinkelser. Det er således ikke tilstrækkeligt, at problemer er erkendt og løsninger er identificeret, hvis der ikke er det fornødne pres på at få løsningerne implementeret.

Ledelserne i de tre selskaber pegede samstemmende på, at kapitalfondene havde *mod til at træffe beslutninger*, som de tidligere ejere delvist havde erkendt nødvendigheden af, men som de ikke selv havde turde træffe.

I DT traf (støttede) kapitalfonden beslutningen om at etablere en fælles indkøbsorganisation til trods for, at de lokale tømmerhandlere derved mistede autonomi og (potentielt) motivation. Incitamentsprogrammet hjalp dog med til at skabe forståelse for projektet.

Tabel 48. Urgency.

	DT	Logstor	Nycomed
Mod til at træffe beslutninger	Fælles indkøbsorganisation til trods for, at de enkelte tømmerhandlere var vant til meget autonomi.	Fastholdelse af ønsket om branchekonsolidering trods dårlige udsigter.	Første ejerskabsperiode: Mod til at lukke fabrikker. Anden ejerskabsperiode: Mod til ekspansion. Tredje ejerskabsperiode: Mod til at rationalisere Altana.
Veldokumenteret status	Klar opdeling i faser: de-risking, strategi og exit.	Første ejerskabsperiode: Strategisk plan blev nedbrudt i nøgleaktiviteter.	
Pres på medarbejderne		Langvarig effektiviseringsproces og udflytning af dele af produktionen til Polen.	Konstant pres for rationaliseringer lagde stort pres på medarbejderne.
Stærk CEO			CEO samt de folk han hentede ind til ledende poster var afgørende for virksomhedens fremdrift.

⁸³ I 1997 spekuleredes i, at Håkan Björklund skulle efterfølge Håkan Mogren som koncernchef i Astra. I begyndelsen af 1998 fusionerede selskabet imidlertid med britiske Zeneca, og det blev Zenecas CEO, Tom McKillop, der fik topjobbet.

Kapitalfondene tog en betydelig risiko, da de lod Logstor købe det 1,5 gange større APFS. Inden købet havde kapitalfondene i 2002 og 2003 indskudt frisk kapital for at dække virksomhedens underskud, og ved købet af APFS i 2005 måtte de indskyde yderligere 195 mio. DKK som egenkapitalbidrag til købet.

Under Nycomeds tre ejerskaber havde kapitalfondene mod til at træffe vidtrækkende beslutninger. Under første ejerskab foretoges rationaliseringer og lukninger af fabrikker. Under andet ejerskab investeredes i udvidelsen af distributionsnettet. Endelig købtes under tredje ejerskab det tre gange større Altana, som efterfølgende gennemgik en omfattende rationalisering.

I DT og Logstor skabte den *veldokumenterede status* en større forståelse for, hvor virksomheden befandt sig i forandringsprocessen.

I DT var der tre klart opdelte faser: de-risiking, strategi og exit. I de-risiking fasen blev processerne effektiviseret, indkøbsorganisationen implementeret og arbejdskapitalen nedbragt. I strategifasen voksede selskabet inden for de nye organisatoriske rammer, og i exitfasen fokuserede kapitalfonden på at gøre selskabet salgsmodent.

I Logstors første ejerskabsperiode nedbrød kapitalfondene den strategiske plan i nøgleaktiviteter og mål, der skulle nås på kort sigt.

Både i Logstor og Nycomed førte kapitalfondsejerskabet til et vist *pres på medarbejderne*. Som nævnt vidste medarbejderne i DT til gengæld knap nok, at de var ejet af en kapitalfond.

Den langvarige rationaliseringsproces, udflytningen af produktion til Polen og lukningen af produktionen i Fredericia skabte et vist pres på medarbejderne i Logstor. Medarbejderne var konstant opmærksomme på, at de personligt kunne rammes på jobbet, hvis målene ikke blev nået.

Sådan var situationen også i Nycomed, som havde store rationaliseringsrunder, både i forbindelse med købet af selskabet i 1999 og efter akquisitionen af Altana i 2006. Men ind i mellem de store runder var der konstant fokus på at optimere processer.

En vigtig faktor i specielt Nycomed var *selskabets CEO* og de medarbejdere, han hentede ind fra sit netværk. CEO'ens centrale betydning i den urgency, der blev skabt, fremhævedes af samtlige interviewpersoner.

7.7. Specialisering

Analysen af de tre cases fører til en klar erkendelse af, at kapitalfondene overvejende havde kompetencer inden for finansiering og handel med virksomheder, mens den industrielle udvikling af de respektive selskaber blev overladt til den daglige ledelse.

Der er stor forskel på kompleksiteten i de enkelte brancher. Jo mere teknologi, der er involveret i værdikæden, desto mere specialviden kræves for at forstå, hvad der skaber værdi for virksomheden.

Derfor søges følgende forskningsspørgsmål besvaret:

1. I hvilket omfang bidrager kapitalfonden med industriel kompetence?
2. Hvilken betydning har det for virksomheden, at kapitalfonden besidder specifik industriel kompetence?

De tre cases repræsenterer tre forskellige grader af kompleksitet. DT er en handelsvirksomhed, hvor teknologi spiller en underordnet rolle. For at forstå virksomheden kræves viden om distribution, indkøb, salg og processer. Det er vigtigt for beslutningstagerne at have markedskendskab og en god fornemmelse for konjunkturudviklingen, specielt inden for byggeriet.

Logstor og Nycomed er derimod begge produktionsvirksomheder. Logstors produktion af fjernvarmerør er forbundet med en vis teknologisk kompleksitet. Selskabet var først til at producere præisolerede rør og fik senere patent på specielle samlemuffer til rør. Branchen drives dog ikke primært af den teknologiske udvikling. Når rørene én gang er lagt, graves de sjældent op for at blive erstattet af nye rør, selv om de teknisk set er bedre.

For nye produkter er det til gengæld vigtigt at forstå teknologien og markedet. Da Logstor etablerede sig i Dubai i 2010 for at eksportere kølerør til Mellemøsten, var forståelse for både det mellemøstlige marked og for teknologien i forhold til andre køleteknikker særdeles vigtig.

Forståelsen for de politiske beslutningsprocesser i de enkelte markeder var ligeledes vigtig. Europa var Logstors største marked, og her havde selskabet gennem årene skaffet sig erfaringer med de politiske processer. Da Logstor etablerede sig i Kina i 2003 var det derimod en hel ny politisk kultur, selskabet stod over for.

Nycomed var til gengæld i en branche, hvor produktviden er afgørende. Der forskes i og godkendes løbende ny medicin. At kunne tage stilling til hvilke medikamenter, der skal indicenseres, kræver dyb lægefaglig og markedsmæssig forståelse for medikamentets potentiale.

Markedspotentialt bestemmes i høj grad af politiske beslutninger om sundhedspolitiske prioriteringer samt lovgivning om, hvilke behandlingsformer og medikamenter, der kan opnå økonomisk tilskud til.

Tabel 49. Nødvendigt kendskab for at forstå branchen.

	DT	Logstor	Nycomed
Distribution, indkøb salg og processer.	Vigtigt på et generelt niveau.	Vigtigt på et generelt niveau.	Vigtigt på et generelt niveau.
Konjunkturudviklingen	Vigtigt, fordi efterspørgslen efter produkterne afhænger af udviklingen i byggeriet.	Spiller en vis rolle for, fordi værkernes budgetter afhænger af skatteindtægterne.	Ikke vigtigt, da medicinalprodukter kun i begrænset omfang afhænger af konjunkturerne.
Afsætningsmarkedet og konkurrence	Vigtigt.	Vigtigt.	Vigtigt.
Lovgivningen	Mindre vigtigt. Detailhandel er i begrænset omfang reguleret af lovgivning.	Har nogen betydning. Energilovgivningen kan påvirke rentabiliteten af fjernvarmenet.	Meget vigtigt. Lovgivningen regulerer hvilke medikamenter og behandlingsformer, der ydes tilskud til.
Politiske beslutningsprocesser	Mindre vigtigt	Vigtigt, da anlæg af fjernvarmenet ofte besluttet politisk.	Meget vigtigt, specielt ændringer i sundhedspolitiske prioriteringer og forbud mod bestemte medikamenter.
Forståelse for teknologien	Branchen er ikke drevet af teknologi.	Vigtigt, når der satses på nye produkter.	Meget vigtigt. Branchen er i høj grad drevet af forskning og udvikling af nye produkter.

Generel makroøkonomisk viden og forståelse for driftsøkonomi burde således have været tilstrækkelig for at kunne forstå værdiskabelsen i DT. I Logstor var en vis produktforståelse vigtig, men viden om den politiske beslutningsproces og lovgivning var afgørende, dels fordi kunderne typisk er offentlige værker, dels fordi rentabiliteten af at etablere fjernvarmenet afhænger af energipolitiske beslutninger. Lægefaglig og markeds-mæssig produktviden var derimod afgørende i Nycomed, fordi forskning og udvikling er medicinalbranchens væsentligste driver.

7.7.1. Kapitalfondens egne industrielle kompetencer

Kapitalfondenes spidskompetencer er finansiering og handel med virksomheder. Alle interviewpersoner anerkender kapitalfondenes specielle kompetencer på disse områder, til gengæld er der delte meninger om deres industrielle kompetencer.

I DT mener CEO og CFO, at kapitalfonden tilførte generel industriel viden, men ikke specifik brancheviden (tabel 50). Kapitalfondens fokus på group sourcing og nedbringelse af arbejdskapitalen var således baseret på generel viden.

Det er en udbredt opfattelse blandt interviewpersonerne i DT, at kapitalfonde ikke altid behøver at besidde specifikke industrielle kompetencer. BES og SOU mener slet ikke, at kapitalfonden selv bør besidde industrielle kompetencer, CEO og CFO mener, at generelle

industrielle kompetencer rækker, og KF påpeger, at industrielle kompetencer kun er vigtigt i teknologitunge virksomheder.

Tabel 50. Vurderinger af kapitalfondenes industrielle kompetencer.

	DT						Logstor						Nycomed							
	KF	BES	CEO	CFO	SOU	MRB	KF1	KF2	BES	CEO1	CEO2	FT	KF1	KF2	BES	CEO	CFO	COF	PRO	MRB
Tilførte specifik industriel kompetence																				
Tilførte generel industriel kompetence																				
Kompetencen steg med tiden																				
Tilførte ikke selv industriel kompetence																				
Bør have specifik industriel kompetence																				
Bør have generel industriel kompetence																				
Bør have industriel kompetence i teknologitung ⁸⁴ virksomhed																				
Behøver ikke at have industriel kompetence																				

 Større sammenfald af synspunkter

Blandt interviewpersonerne i *Logstor* er der enighed om, at kapitalfondene ikke tilførte industriel kompetence, det gælder selv repræsentanten for den ene af kapitalfondene. Kun CEO2 mener, at kapitalfondene bør have specifik industriel kompetence, hvilke skal ses på baggrund af samarbejdsproblemerne i sidste halvdel af det andet ejerskab. KF1, BES og CEO1 mener enten, at generel kompetence rækker, hhv. at specifik kompetence kun er relevant for en teknologitung virksomhed.

Nycomeds interviewpersoner siger næsten samstemmende, at kapitalfondene bør have specifik industriel kompetence. Det stemmer godt overens med, at Nycomed i høj grad er en teknologidrevet virksomhed, hvor industriel viden er afgørende for at forstå værdiskabelsesprocessen.

7.7.2. Bestyrelsesmedlemmernes industrielle kompetencer

Også i de tilfælde, hvor kapitalfondene ikke selv besidder industriel kompetence, udpeger de bestyrelsesmedlemmer med industriel erfaring. De fleste kapitalfonde har et formelt eller uformelt netværk, f. eks. i form af et advisory board, hvorfra tidligere erhvervsledere hentes til porteføljeselskabernes bestyrelser.

⁸⁴ Her tænkes også på virksomheder, der er forskningsintensive eller som på andre måde kræver dybgående specialviden, herunder finansinstitutioner og TMT.

Tabel 51. Vurderinger af bestyrelsesmedlemmerne industrielle kompetencer.

	DT						Logstor						Nycomed							
	KF	BES	CEO	CFO	SOU	MRB	KF1	KF2	BES	CEO1	CEO2	FT	KF1	KF2	BES	CEO	CFO	COF	PRO	MRB
Tilførte industriel kompetence							1	1												
Tilførte ikke industriel kompetence											2									
Vigtigt at de har industriel kompetence																				

	Større sammenfald af synspunkter
1	Første ejerskab
2	Andet ejerskab

Blandt interviewpersonerne i *DT* mente kun KF, at bestyrelsesmedlemmerne havde tilført virksomheden industriel kompetence. Det kan der være to årsager til. For det første bestod bestyrelsen i første halvdel af ejerskabet udelukkende af repræsentanter fra kapitalfondene, først i anden halvdel udpegedes to eksterne industrialister. For det andet havde de to eksterne industrialister ingen specifik tilknytning til detailhandel. Det ene bestyrelsesmedlem var CFO i Danfoss, den danske producent af energisystemer, mens det andet medlem var CEO for den svenske køkkenproducent Nobia.

I *Logstor* mente de to kapitalfonde i første ejerskab samt bestyrelsesformanden, at bestyrelsesmedlemmerne tilførte industriel kompetence. Ud over bestyrelsesformanden selv, som havde en fortid som direktør for en række danske industrivirksomheder, sad en tidligere CEO og daværende bestyrelsesformand for et firma, som bl.a. byggede fjernvarmenet, samt en CFO fra en dansk industrivirksomhed.

Mod slutningen af ejerskabet udpegedes en tidligere CEO fra en svensk kemivirksomhed som medlem. Han var til gengæld den eneste industrialist, der fortsatte i den anden ejerskabsperiode, resten af bestyrelsesmedlemmerne var i denne periode medarbejdere i kapitalfonden. Det er i dette lys, CEO2's vurdering af manglende industriel kompetence i bestyrelsen må ses.

Interviewpersonerne i *Nycomed* havde klart den holdning, at bestyrelsesmedlemmerne tilførte industriel kompetence, og at det var vigtigt, at de gjorde det. I første og tredje ejerskabsperiode leveredes denne kompetence primært af formanden, som var tidligere Europa-chef for medicinalvirksomheden Pharmacia & Upjohn. I anden ejerskabsperiode udpegedes den tidligere CEO for Astra i USA, som fortsatte i tredje ejerskabsperiode. Herudover udpegede de amerikanske kapitalfonde, som ledede det andet ejerskab, flere bestyrelsesmedlemmer med stor faglig indsigt.

Nordic Capital, CSFB Private Equity, Avista og Blackstone, de fire største investorer i de sammenlagt 12 år, Nycomed var ejet af kapitalfonde, havde valgt at opbygge specielle kompetencer inden for health care. Alle fire kapitalfonde havde i deres netværk tidligere topledere fra medicinalindustrien, som de aktiv brugte som bestyrelsesmedlemmer i porteføljeselskaber.

Bestyrelsesmedlemmernes industrielle viden og indsigt er således afgørende, men deres internationale erfaring og/eller baggrund spiller tillige en vigtig rolle. I alle tre virksomheder havde kapitalfondene enten indsat skandinaviske bestyrelsesmedlemmer med udenlandsk industriel erfaring eller udenlandske bestyrelsesmedlemmer med finansiell baggrund (typisk som medarbejder i en kapitalfond).

Oxelheim et al. (2013) peger på, at indenlandske bestyrelsesmedlemmer med udenlandsk erfaring i særlig grad forekommer i eksportorienterede virksomheder, mens udenlandske bestyrelsesmedlemmer er hyppige i virksomheder i udenlandsk ejerskab. Mens den første gruppe tilfører kommerciel viden på afsætningstiden, sikrer den anden gruppe overholdelsen af internationale (anglo-amerikanske) governance standarder.

Tabel 52. Bestyrelsesmedlemmernes internationale baggrund.

DT Group			Logstor			Nycomed		
	I	U		I	U		I	U
David Gordon Milne			Ole Andersen			Toni Weitzberg		
Louis van Rappard			Åke Frederiksson			Michael Stevens		
Ulf Fredrik Cappelen			Matthew Lyons			Thompson Dean		
			Axel Eckhardt (*)			Chinh Chu		
			Peter Fearn			Reid Perper		
			Mark Dunby			Edward Roberts		
			James Codling			Harry Wilson		
			*) Tysker, men senior adviser for Montagu.			Carl-Gustav Johansson		
						Alex Morey		
						Joseph Baratta		
						Javed Khan		
						Alex Erdeljan		
						Newton Aguiar		
						Colin Taylor		

I = Indenlandske (skandinaviske) bestyrelsesmedlemmer med internationale industrielle erfaringer.

U = Udenlandske (anglo-amerikanske) bestyrelsesmedlemmer med finansiell baggrund.

Figur 52 viser, at der i alle tre observerede virksomheder var flere udlændinge med finansiell baggrund end indlændinge med industriel baggrund. Det tyder således på, at kapitalfondene investerede flere manpower ressourcer i sikring af internationale governance standarder end i tilførsel af industriel viden. Denne observation stemmer overens med Oxelheim et al. (2013), som særligt understreger vigtigheden af at signalere overholdelse af internationale governance standarder ved at rekruttere udenlandske bestyrelsesmedlemmer, hvor det stærkeste signal er at rekruttere anglo-amerikanere.

Kravene til bestyrelsesmedlemmernes industrielle kompetencer synes således at afhænge af, i hvilket omfang porteføljeselskabet er drevet af en kompliceret teknologi under hastig forandring. Det forekommer således klart, at forståelsen for værdiskabelsen i medicinalsselskaber kræver specialiseret industriel viden. Specialviden har til gengæld mindre betydning for at forstå en industrivirksomhed, der producerer standardiserede fjernvarmerør. Og det er af mindst betydning for at forstå en detailhandelsvirksomhed, der handler med byggematerialer. Her synes generelle industrielle kompetencer at række.

7.8. Konklusion

Kapitalstruktur: Miller og Modiglianis irrelevante teori forudsætter, at der ikke er transaktionsomkostninger, at alle kan låne til samme rente, og at der ikke er ”klienter”, der kun ønsker at investere i bestemte aktivklasser. Sådan fungerer kapitalmarkederne imidlertid ikke i praksis.

Transaktionsomkostningerne forhindrer, at investorerne kan sammensætte en vilkårlig blanding af virksomhedens aktier og obligationer. Alle kan ikke låne til samme rente, og for mange investorer er det billigere at låne indirekte ved at investere i et gearret selskab end selv at optage lånet og købe aktier for pengene. Hertil kommer, at investorerne de facto er segmenteret i aktie-, mezzanin- og obligationsinvestorer mv., på grund af forskelle i skattemæssig behandling, regulatoriske forhold samt individuelle risikopræferencer.

Kapitalfondene kan derfor skabe værdi ved at tilpasse virksomhedens kapitalstruktur i overensstemmelse med hakkeordensteorien. Ved successivt at maksimere låneoptagelsen i det mindst risikable instrument kan fundingomkostningerne minimeres.

Kapitalfondene kan udnytte klienteffekter ved at udstede fordringer, der passer til en bestemt investorsgruppes efterspørgsel. Netop fordi hver enkelt investor er underlagt forskellige regler og omkostninger og derudover har forskellige risikoprofiler, er det muligt at udnytte relative prisforskelle ved at opsplitte finansieringen i specifikt tilpassede produkter.

Kapitalfondsejerskabet kan i sig selv styrke mulighederne for at skaffe ekstern finansiering til porteføljeselskabet. Jo større forventningen er til, at kapitalfonden støtter selskabet, hvis det kommer i vanskeligheder, desto bedre vilkår må banken forventes at tilbyde. Det er ikke blevet påvist, at bankerne inddrager denne forventning, men der henvises til et enkelt eksempel på, at en bank i en periode afviste at samarbejde med en kapitalfond, der havde ladet flere af sine selskaber falde.

I to af casene indbetalte kapitalfondene mere ansvarlig kapital for at støtte selskabet. I begge tilfælde for at muliggøre en investering i selskaber, der var større end det oprindelige

porteføljeselskab. I et af tilfældene indbetalte selskabet også yderligere kapital for at kompensere for flere års driftsunderskud.

Agentomkostninger: Kapitalfondene brugte incitamentsprogrammer, høj gæld og direkte kontrol til at tilpasse ledelsens interesser til kapitalfondens.

Ledelserne i de tre virksomheder mente ikke, at incitamentsprogrammerne havde påvirket deres adfærd. Dermed kan det ikke udelukkes, at der er en sammenhæng mellem sådanne programmer og ledelsens interesser og motivation.

Der er (mindst) to mulige forklaringer på ledelsernes svar. De kan således være mindre fokuseret på monetære motivationsfaktorer som følge af afvigende kulturelle normer i forhold til f. eks. USA, hvor sådanne motivationsfaktorer synes udpræget. Eller de kan have foretrukket at give et andet indtryk af deres monetære interesser end de reelle, også ud fra et kulturelt betinget ønske om at udvise beskedenhed. Dette emne egner sig i høj grad til videre forskning, fordi kapitalfondene i Danmark anvender motivationssystemer, som er udviklet og tilpasset amerikanske normer.

Gæld har disciplinerings effekt på virksomhedsledelser, men det forudsætter, at virksomheden ikke befinder sig i en stresset situation. I de to af casene førte den høje gæld til mere effektiv ressourceanvendelse, i den tredje case forværrede den virksomhedens stressituation.

Kapitalfondene udøver en effektiv kontrol af virksomhederne gennem strategier med milestones, monitorering gennem omfattende rapportering og ved en direkte og hurtig kommunikation mellem ejere og direktion. I alle tre cases var der fokus på alle elementer.

Informationsasymmetri: Kapitalfondene har gode forudsætninger for at spotte virksomheder med uudnyttet potentiale. I de tre cases havde den hidtidige ledelse og/eller bestyrelse anerkendt forandringsbehovet, men havde af forskellige grunde ikke omsat strategien. I det omfang kapitalfondene lykkedes med at omsætte strategien, skyldtes det således ikke informationsasymmetri, men vilje og ressourcer til at implementere den.

Det kan hverken påvises, at ledelsen er loyale eller illoyale i forhold til de hidtidige aktionærer, når virksomheden skal sælges. Til gengæld er processen i forbindelse med virksomhedssalg væsentlig mere struktureret og transparent nu, end den var, da teorierne om ledelsens loyalitet blev præsenteret i midten af 80'erne. Det er således blevet vanskeligere for den daglige ledelse af varetage interesser, der afviger fra ejerens.

Værditransferering: Der var ingen eksempler på at kapitalfondene transfererede værdi fra kreditorerne til aktionærerne ved ikke at overholde implicitte forpligtelser. Dels havde

ingen af virksomhederne udstedt obligationer før overtagelsen, dels er kontrolskifteklausuler blev reglen ved nyudstedelser.

Lønvilklårene blev ikke ændret under kapitalfondsejerskaberne. Det er dog ikke muligt at vurdere, om medarbejdernes aflønning ville have udviklet sig anderledes, eller om der ville have været flere eller færre medarbejdere under et andet ejerskab. I alle tre tilfælde blev medarbejderindflydelsen dog reduceret, idet de reelle beslutninger blev truffet i selskaber uden medarbejderrepræsentation.

De selskaber, der klarede sig bedst, DT og Nycomed, opnåede betydelig skattebesparelser pga. deres selskabs- og kapitalstruktur. Logstor opnåede derimod ikke væsentlige besparelser, dels fordi selskabet havde driftsunderskud i store dele af kapitalfondenes ejerskabsperiode, dels fordi EBIT80-reglen limiterede rentefradraget til 80% af EBIT fra 2009.

Netværk: Kapitalfondene er små organisationer og bruger i udstrakt grad netværket. Derved holder de deres (store) omkostninger variable og udnytter samtidigt et netværk, der er langt mere vidtstrakt end et intern miljø i kapitalfonden ville være.

Netværket bruges til at source deals og finde egnede købere til virksomheden. Bankerne er en vigtig del af netværket, fordi de både har kontakt til målselskaber og købere gennem deres M&A-afdelinger, og fordi de leverer finansieringen gennem deres afdelinger for akkvisitionsfinansiering.

Kapitalfondene har kontakter til nuværende og tidligere virksomhedsledere, som ofte er lønnede medlemmer af deres advisory boards. Virksomhedslederne bruges dels til sparring i forbindelse med konkrete investeringer, dels sættes de ind som ledere eller bestyrelsesmedlemmer i porteføljevirkomhederne.

Konsulentfirmaerne er også en vigtig kanal for formidling af virksomheder. Herudover bruges konsulenterne ofte til at indhente second opinions til virksomhedens egne forslag.

Involvering: Kapitalfondsejede virksomheder har en bestyrelse som alle andre selskaber. Ofte træffes de reelle beslutninger dog i mindre fora, hvor kapitalfondene og den daglige ledelse er repræsenteret. Bestyrelsen består derudover af eksterne industrialister, som tages med på råd, men som sjældent deltager i beslutningerne. Bestyrelsen fungerede i alle de tre cases som efterretningsorgan for allerede trufne beslutninger.

De første 6-12 måneder efter overtagelsen udgør den tillidsopbyggende fase. Hvis direktionen inden for denne tidshorisont leverer det aftalte resultat, vil kapitalfonden sædvanligvis slække på kontrollen. Det kunne påvises i to af de tre cases. I den tredje var der grund til, at tilliden slet ikke blev opbygget.

Virksomhedens kapitalstruktur, køb og salg af virksomheder samt udpegning af ledelsen er kapitalfondens klare domæner, hvor der arbejdes helt uden om direktionen. Kapitalfonden tager dog sjældent andre initiativer, som ikke er initieret af ledelsen.

Kapitalfondene har kun en begrænset periode til at nå deres mål. Derfor vil de presse på for at implementere den aftalte strategi så hurtigt som muligt. I alle tre cases blev virksomhedens udvikling først og fremmest drevet af kapitalfondens mod til at træffe beslutninger.

Specialisering: Behovet for specialisering afhænger af hvilke selskaber, der investeres i. De tre cases repræsenterer således virksomheder med vidt forskellige behov for industrielt kendskab. DT var en detailhandelsvirksomhed, hvor det var væsentligt at have generelt kendskab til balanceoptimering, sourcing og distribution. Logstor producerede enkle investeringsgoder til offentlige værker. Her krævedes et vist kendskab til politiske processer, men ingen specifik teknologisk viden. Nycomed var en medicinalvirksomhed, hvor indgåede kendskab til behandlingsformer, forskning og sundhedspolitikker var afgørende. Nødvendigheden af specialisering afhænger således af hvilke virksomheder, der investeres i.

Kapitalfondene bragte ikke selv megen industriel viden til selskabet, til gengæld var de i stand til at finde bestyrelsesmedlemmer med relevant industriel viden. Bestyrelsesmedlemmerne repræsenterede således kapitalfondenes væsentligste industrielle input til porteføljevirkomhederne.

I alle tilfælde anses den viden, der indbringes, som særdeles vigtig. Selv om kapitalfondenes kernekompetencer er finansiering og køb og salg af virksomheder, er en vis industriel kompetence vigtig for at forstå, hvordan virksomheden skaber værdi. Jo mere vidensintensiv virksomheden er, desto vigtigere er specifik industrikompetence.

Dimensionernes sammenhæng: Selv om jeg har analyseret de syv dimensioner hver for sig, er der naturligvis også en betydelig sammenhæng imellem dem.

Kapitalstrukturen øver således en væsentlig indflydelse på agentomkostningerne gennem disciplinerings-effekten og værditransfereringen fra skatteydere til aktionærer. Gældsætningen øger således ikke blot eksponeringen på kapitalfondens strategi, men bidrager også til disciplinering af kapitalanvendelsen og til skattebesparelser som følge af, at en større del af finansieringsomkostningerne er fradragsberettigede.

Kapitalfondenes brug af netværket til at finde egnede ledere kan bidrage til at reducere agentomkostningerne, fordi der allerede fra starten etableres et stærkt tillidsforhold

mellem ejere og ledelse. Det øger sandsynligheden for, at agenten handler i principalens interesser.

Agentomkostningerne kan imidlertid også reduceres ved specialisering, fordi ejerne og bestyrelsen bliver i stand til at udstikke retningslinjerne og kontrollere ledelsen på et mere kvalificeret grundlag. Specialisering muliggør også højere grad af involvering på de industrielle områder.

Involvering og agentomkostninger hænger ligeledes sammen. For kapitalfonden består der således et tradeoff mellem direkte kontrol og involvering på den ene side og indirekte kontrol gennem motivation og disciplinering på den anden side. Kapitalfondene anvender som regel begge metoder, men i varierende grad. Tendensen er, at kapitalfonden involverer sig mere, jo mere specialviden den råder over.

Specialisering skaber potentielt muligheder for informationsasymmetri, fordi kapitalfonden bliver bedre til at udnytte sin viden til opportunitetsidentifikation. Gennem sin specialviden bliver kapitalfonden således i stand til at identificere opportuniteter, som hverken de hidtidige ejere eller andre potentielle investorer kan se.

8. Forskningsbidrag

I det følgende beskrives forskningsresultaterne, dvs. svarene på de stillede forskningsspørgsmål set i forhold til de syv kerneteorier.

Det er ikke alle spørgsmålene, jeg har kunnet besvare, enten fordi det har vist sig metodemæssigt vanskeligt gennem en interviewbaseret undersøgelse, eller fordi interviewpersonernes svar ikke har givet et entydigt billede.

Jeg har i slutningen af nogle af afsnittene foreslået yderligere forskning, hvis jeg har vurderet, at mine analyser pegede på forklaringer, som ikke har kunnet dokumenteres fuldt ud.

8.1. Kapitalstruktur

Ifølge Miller & Modigliani (1958) har kapitalstrukturen ingen indflydelse på den enkelte virksomheds samlede kapitalomkostninger. De gennemsnitlige finansieringsomkostninger kan således ikke reduceres ved at splitte finansieringen op i fordringer med forskellige risici.

Resultaterne af interviewene strider ikke direkte mod denne teori. Det var ganske vist en fremtrædende holdning blandt de to mest succesfulde selskaber, at gearingen havde øget værdiskabelsen, fordi der kunne investeres mere. I det mindre succesfyldte selskab var holdningen derimod, at gearing havde forøget risikoen, og derved havde gjort selskabet mere sårbart.

Udsagnene er på ingen måde i modstrid med hinanden, de bekræfter blot, at interviewpersonerne tænker ex post. Der hvor investeringen gik godt, bidrog gearingen til at øge investeringsafkastet, der hvor den førte til tab, forstørrede gearingen tabet.

Interviewene bekræfter ikke desto mindre, at arbejdet med kapitalstrukturen spiller en væsentlig rolle for kapitalfondenes værdiskabelse. Selv om kapitalfondene betragter finansierings sammensætning som et vigtig instrument i sig selv, bør muligheden for gearing ses i sammenhæng med den enkelte kapitalfonds kompetencer. Ved at øge gearingen indgår kapitalfonden således et væddemål om dens egne evner til at skabe resultater. Jo sikrere kapitalfonden er på sine kompetencer, desto større er sandsynligheden således for, at gearing kan betale sig.

Dette stemmer overens med tradeoff-teorien (Kraus & Leitzenberger, 1973), idet kapitalfonden har et tradeoff mellem lave finansieringsomkostninger og lav konkursrisiko. Jo mere kompetent, kapitalfonden føler sig, desto større konkursrisiko kunne den være

parat til at påtage sig i forvisning om, at konkursrisikoen er lavere for den kompetente end for den mindre kompetente kapitalfond.

Ifølge Ross (1977) kan insiderne, dvs. ejerne og ledelsen, udsende signaler til kreditorerne via deres dispositioner. Derved kan både ejerne og ledelsen styrke bankernes tillid til selskabets fremtidige betalingsevne. Ejerne kan gøre det ved at investere egne penge i selskabet, mens kapitalfondene kan gøre det ved, over en længere periode, at udvise støtte til porteføljeselskaber og ved at reservere "dry powder" til nødvendig kapitalstøtte (hurtig adgang til kapital). Støttes et kriseramt selskab af kapitalfonden, bestyrkes ejerkredibiliteten yderligere.

Selv om ledelserne i alle tre tilfælde købte sig ind i deres respektive selskaber, er det ikke lykkedes at påvise en direkte sammenhæng mellem signalet og bankernes kreditvillighed. Derimod synes ejerkredibiliteten at have spillet en vis rolle. I det ene tilfælde kunne det således konstateres, at kapitalfonden tidligere var blevet lagt på is af en bank, om end i en kortere periode, fordi den havde undladt at supportere en række porteføljeselskaber. Hertil kommer, at alle selskaberne i perioder havde en væsentlig tyndere kapitalisering, end kreditorerne ville acceptere af et selskab uden kapitalstærke ejere.

Myers & Majluf (1984) påviste, at gældsfinansiering altid bør foretrækkes frem for aktiefinansiering. Denne påstand dannede udgangspunkt for hakkeordensteorien, at virksomheden altid vil vælge af udstede den (fra et investorsynspunkt) sikreste fordring først.

Teorien bekræftes af observationerne. I alle tre tilfælde sammensattes finansieringen således, at den billigst mulige finansiering optoges først.

Myers (2001) peger på, at kapitalfondene på kort sigt kan udnytte klienteffekter, således at en strukturering af finansieringen til målrettede investorgrupper kan reducere de samlede finansieringsomkostninger. Ifølge Myers er dette dog kun muligt for "first mover", og på et tidspunkt vil markedet vende tilbage til Miller og Modigliani's ligevægt. Myers går således ud fra, at markedet ikke tillader arbitragemuligheder.

Hermed ses der imidlertid bort fra, at den enkelte investor ikke selv kan sammensætte en fordring med den efterspurgte kombination af karakteristika som løbetid, rating m.v. To af de tre analyserede virksomheder udnyttede da også klienteffekter, som tidligere var blevet udnyttet af andre kapitalfonde. Mens den ene havde optaget ansvarlig indskudskapital og mezzanin-lån med equity-kicker, havde den anden optaget mezzanin-lån og PIK-lån.

Videre forskning bør afklare, om der er en tydelig sammenhæng mellem den enkelte kapitalfonds kompetencer og omfanget af gearingen, sådan som mine analyser peger i

retning af. Der bør ligeledes forskes mere i, hvilke markedsbetingelser, der kræves opfyldt, for at klienteffekter kan opnås og udnyttes.

8.2. Ejernes agentomkostninger

Jensen (1976) peger på, at agentomkostningerne kan reduceres ved at sammenføre ("aligne") agentens og principalens interesser. Hvis agenten tilbydes medejerskab i firmaet, motiveres agenten således til at gøre det, der er i principalens interesse (motivations-effekten).

Resultaterne bekræfter ikke, at økonomiske incitamenter har direkte indflydelse på virksomhedens beslutninger. De daglige ledere gav samstemmende udtryk for, at incitamentsprogrammer ikke havde påvirket deres egen adfærd. Til gengæld havde incitamentsprogrammer haft en positiv virkning på motivationen af medarbejdere længere nede i organisationen. Det er en interessant observation i betragtning af, at langt størstedelen af den performancebestemte aflønning tildeles topledelsen i virksomheden.

Det kan ikke afvises, at topledelsen underspillede incitamentsprogrammernes vigtighed for selv at stå i et bedre lys. På den anden side kan det heller ikke udelukkes, at kulturelle og værdimæssige forskelle mellem Danmark og USA udgør et væsentligt forklaringsselement. Langt de fleste analyser af agentteorien er således baseret på amerikanske forhold, hvor incitamentsprogrammet øjensynligt spiller en afgørende rolle for ledernes motivation.

Analysen beviser ikke, at der nødvendigvis er en sammenhæng mellem incitamenter og værdier, men ses resultaterne i sammenhæng med Hofstedes analyser af værdinormer, styrkes formodningen. En nærmere analyse af agentteoriens kulturelle dimensioner kan kaste lys over behovet for at tilpasse agentteorien. Det kan således ikke afvises, at andre motivationsfaktorer end rent økonomiske er relevante i en dansk, ja måske endog i en nordisk, sammenhæng.

Jensen (1986) mener, at ledelsen i cash-flow rige virksomheder som udgangspunkt har interesse i at anvende cash-flowet til at ekspandere virksomheden, selv i situationer hvor det er mere fordelagtigt for aktionærerne at få mere i udbytte. Denne interesse modsætning mellem ledelse og aktionærer kan elimineres ved at øge gælden, så ledelsen disciplineres til en mere effektiv kapitalanvendelse (disciplinerings-effekten).

Ligesom gældsætningens (gearingens) værdiskabelse er en funktion af virksomhedens performance, gælder det tilsyneladende også gældsætningens disciplinerings-effekt. Analyserne antyder således, at høj gæld kun tilskynder til en mere effektiv kapitalanvendelse, hvis det i øvrigt går virksomheden godt. Går det virksomheden dårligt, udgør gælden derimod en stresfaktor, som får ledelsen til at træffe kortsigtede beslutninger.

Yderligere forskning i sammenhængen mellem disciplinerings-effekten og virksomhedens performance vil muligvis kunne dokumentere, om denne sammenhæng er generel.

Interviewene viser, at kapitalfondene ikke blot søger at minimere agentomkostningerne ved at påvirke ledelsens motivation og disciplin gennem medejerskab og gæld. Mere traditionelle kontrolinstrumenter indgår således også i kapitalfondenes arsenal.

Direktionen formulerer selv strategien inden for rammer, udstukket af kapitalfonden. Heri fastlægges klare mål, som løbende overvåges af et omfattende rapporteringssystem, som kapitalfonden selv har udviklet. Og ledelsens råderum varierer direkte med graden af målopfyldelse.

8.3. Informationsasymmetri

Kapitalfonde har i princippet ikke adgang til flere eksterne informationer end andre investorer. Når der alligevel kan opstå informationsasymmetri, kan forklaringen være, at kapitalfondene er bedre til at skaffe sig adgang til informationer gennem deres netværk end andre investorer. Det kan enten skyldes en særlig evne til at filtrere offentligt tilgængelig information (opportunitetsidentifikation) eller adgang til insiderinformationer fra selskabets siddende ledelse.

Ifølge Kaplan og Strömberg (2008) er kapitalfondene gode til at finde selskaber, som ex post viser sig at være undervurderede (opportunitetsidentifikation). Resultaterne af interviewene peger da også i retning af, at kapitalfondene brugte egne analytiske færdigheder til at spotte virksomheder med et uudnyttet potentiale. Som købere af en bestemmende indflydelse i virksomheden har kapitalfondene mulighed for at realisere potentialet, modsat passive porteføljeinvestorer. Hertil kommer, at kapitalfondene i en budproces får direkte adgang til fortrolige informationer.

Ifølge Lowenstein (1985) og Barger et al. (2007) er der statistisk belæg for at påstå, at kapitalfonde, sammen med målselskabets daglige ledelse, kan købe selskaber til en lavere pris ved at bruge ledelsens insiderviden. Denne teori afvises dog af Kaplan (1988).

Det er ikke overraskende, at interviewene ikke førte til klare udsagn i retning af, at ledelsen udnyttede informationer til egen og de opkøbende kapitalfondes fordel. Omvendt var der heller intet i den registrerede adfærd, der beviste, at det ikke kunne have været tilfældet.

De interviewede beskrev en proces i forbindelse med salget, som i princippet gør det svært for den siddende ledelse at øve indflydelse på prisforhandlingerne mellem målselskabets bestyrelse og kapitalfonden. Selv om det i alle tilfælde var bestyrelsen, der førte

forhandlingerne med kapitalfondene, kan det således ikke afvises, at ledelsen i løbet af processen gav kapitalfonden oplysninger, der påvirkede transaktionens prisdannelse.

8.4. Værditransferering mellem stakeholders

Muligheden for at transferere værdier mellem stakeholders (fra kreditorer, medarbejdere og skatteydere til aktionærer) er beskrevet af forskellige forskere, primært i 80'erne og 90'erne. Ændringer i lovgivning og i privatretlige aftaler har dog gjort det betydeligt vanskeligere at foretage sådanne transfereringer, ikke mindst i Danmark.

Shleifer og Summers (1988), Asquith & Wizman (1990) og Travlos & Cornett (1990) påviste, at obligationsejerne led et signifikant tab i forbindelse med LBO-transaktioner. Det skete også for obligationsejerne i forbindelse med EQT og GSCP's køb af danske ISS i 2005. Netop denne transaktion førte til investorpres på udstederne for at indrømme change of control klausuler ved udstadelser af obligationer.

Derfor er det heller ikke overraskende, at der ikke kan påvises værditransfereringer fra kreditorer til aktionærer i de analyserede cases.

Ifølge Shleifer & Summers (1988) samt Hirsch et al. (1990) fører kapitalfondenes effektiviseringer af virksomhederne ofte til forringelser for medarbejderne i form af ringere løn- og arbejdsvilkår eller afskedigelser.

I ingen af casene var der tale om forringede løn- og arbejdsvilkår i kapitalfondenes ejerskabsperiode. Det hører til sjældenhederne, at danske virksomheder foretager direkte lønned sættelser, og når det sker, er der som regel tale om virksomheder i dyb krise. Sådanne virksomheder er dog sjældent mål for overtagelsesforsøg fra kapitalfonde.

I to af de tre undersøgte virksomheder voksede medarbejdertallet i ejerskabsperioden. I den sidste blev der ganske vist foretaget afskedigelser, men virksomheden var formentlig gået konkurs, hvis kapitalfonden ikke havde overtaget den. Det er således ikke sandsynligt, at en anden investor end en kapitalfond ville have foretaget færre afskedigelser. Analyserne giver derfor ikke belæg for at hævde, at kapitalfondenes virksomhedstilpasninger i særlig grad rammer medarbejderne.

Shleifer & Summers konklusioner bygger på amerikanske forhold, og det kan ikke afvises, at der er forskelle i kapitalfondenes tilgang i USA og Danmark. Der er dog intet i dansk lovgivning, der forhindrer eller besværliggør lønned sættelser og afskedigelser. I det omfang, der er en forskel, må den derfor forklares af forskelle i kulturelle eller værdimæssige normer. At påvise dette kræver imidlertid yderligere forskning.

Forskelle i kulturelle og sociale normer synes også at spille en væsentlig rolle for synet på medarbejderindflydelse. I ejerskabsperioder, domineret af nordiske kapitalfonde, havde ejerne således en udpræget positiv holdning til medarbejderindflydelse, mens medarbejderindflydelsen i de angelsaksisk dominerede ejerskabsperioder, bevidst eller ubevidst, blev reduceret betydeligt. Afklaringen af om forskellige holdninger til medarbejderindflydelse skyldes kulturelle og værdimæssige normer, ejerstruktur eller helt andre faktorer kræver dog yderligere forskning.

Ifølge Lowenstein (1985) og Kaplan (1988) udgør skattefordelen ved rentefradraget en væsentlig del af den præmie, der betales ved virksomhedsovertagelser. I to af de tre cases opnåede kapitalfondene da også betydelige skattebesparelser som følge af gældsstrukturen. Besparelsen var begrænset i det tredje tilfælde pga. den lave gearing i starten, de efterfølgende års store underskud samt indførsel af et rentefradragsloft for virksomheder i Danmark i 2009. Helhedsindtrykket er dog, at der frem til 2009 foregik betydelige værditransfereringer fra skatteydere til aktionærer gennem de betydelige rentefradrag.

8.5. Netværk

Kraft (2001) mener, at netværket spiller en vigtig rolle ved udvælgelsen af både virksomheder og ledelse for de udvalgte virksomheder.

Krafts antagelse bekræftes af undersøgelsen. Brugen af netværket ved virksomhedskøb er vigtig, fordi salget af en virksomhed ikke nødvendigvis annonceres på forhånd. Brugen af netværk betyder ikke nødvendigvis, at kapitalfondene tilegner sig insiderviden, men de inddrages på et meget tidligt stadium af den sælgende parts overvejelser. Det giver mulighed for at øve indflydelse på salgsformen (individuelt salg, budsalg, børsnotering).

I to af casene valgte ledelsen blandt personer i kapitalfondenes netværk, mens ingen i ledelsen blev udskiftet i sidste tilfælde. Industrielt orienterede bestyrelsesmedlemmer, som kapitalfondene hentede ind uden for kapitalfondenes egen personkreds, var alle en del af det nære netværk. Netværket spiller således en afgørende rolle ved valget både af daglig ledelse og af bestyrelsesmedlemmer med industriel ekspertise.

Bankerne og konsulenterne udgør også en del af kapitalfondenes netværk, når der spottes transaktionsmuligheder. Til gengæld er der i mindre grad tale om eksklusivitet. Både banker og konsulenthuse anvendes opportunistisk i forhold til det konkrete investeringsland (bankerne) og den konkrete opgavetype (konsulenterne).

8.6. Involvering

Berg & Gottschalg (2004) tildeler kapitalfondene en vigtig mentorrolle for virksomhederne. Bull (1989) og Hite & Vetsuypens (1989) peger på, at kapitalfondene er langt tættere på porteføljeselskaberne end stabsafdelingerne i konglomerater er. Meier (2005) finder derimod ikke, at kapitalfondenes engagement i porteføljeselskaberne havde signifikant indflydelse på værdiskabelsen.

I alle tre cases var de eksterne bestyrelsesmedlemmers eneste rolle at give kapitalfonden og ledelsen industrielle råd. Beslutningerne blev derimod reelt truffet af kapitalfondens repræsentanter, som desuden havde løbende direkte kontakt med virksomhedens daglige ledelse. Kapitalfondens urgency, presset for at nå de opstillede mile stones, var i høj grad med til at drive udviklingen i den planlagt retning.

Kapitalfondene fastlagde ganske vist den overordnede strategi i samarbejde med direktionen. Men alle forhold, der vedrørte finansiering af virksomheden samt tilkøb og frasalg var kapitalfondenes suveræne domæne. Derudover udnyttede kapitalfondene først og fremmest deres kernekompetencer ved at deltage aktivt i udarbejdelsen af rapporteringssystemer.

Der var stor forskel på kapitalfondenes synlighed over for medarbejderne. De kapitalfonde, som havde danske repræsentanter (CVC, Axcel og Polaris) var synlige, mens de kapitalfonde, som ikke havde danske repræsentanter, var langt mindre synlige (CSFB, Blackstone og Montagu). Det kan der være forskellige forklaringer på, herunder sprogproblemer og forskelle i informationskultur. Det bør gøres til genstand for yderligere forskning.

Resultaterne bekræfter antagelsen om kapitalfondenes mentorrolle og deres betydelige støtte til den siddende ledelse. Ledelsen i de to succesfyldte selskaber mente, at kapitalfondenes engagement havde bidraget positivt til værdiskabelsen, mens det omvendte var tilfældet i det mindre succesfyldte selskab. Det antyder, at kapitalfonden i høj grad havde indflydelse på porteføljeselskabets målopfyldelse.

8.7. Specialisering

Merton (1987) påpegede, at det er dyrt at skaffe sig viden om selskaber inden for områder, som ligger langt fra den enkelte investors specialiserede viden. Følgelig bør det kunne betale sig for kapitalfondene at specialisere sig på brancher.

Interviewene viste, at detailhandelsvirksomheden ikke havde behov for specialkompetencer, rørproducenten havde det i et vidst omfang, mens medicinalvirksomheden havde det i betydeligt omfang. Det overordnede mønster synes

således at være, at behovet for specialviden i kapitalfonden og blandt bestyrelsesmedlemmerne afhænger af, hvor teknologisk kompleks virksomheden er.

Der bør foretages yderligere undersøgelser af, hvorvidt kapitalfonde med specialiserede kompetencer skaber mere værdi for teknologisk komplekse virksomheder end kapitalfonde, som udelukkende besidder generelle kompetencer.

8.8. Behov for videre forskning

Mine undersøgelser har først og fremmest resulteret i erkendelsen af nogle mønstre, som antyder de metoder, kapitalfondene arbejder med og de kompetencer, kapitalfondene besidder. Da der er tale om en casebaseret undersøgelse, har det i sagens natur ikke været muligt at generalisere sammenhænge. Afhandlingen antyder derimod nogle sammenhænge i de enkelte cases, som bør gøres til genstand for yderligere forskning med henblik på at fastslå, om de kan generaliseres.

Formålet med øget gearing er dels at reducere de samlede finansieringsomkostninger, dels at udnytte gældens disciplinerings effekt over for den daglige ledelse. Resultatet af mine undersøgelser antyder, at kapitalfondene åbenlyst påtager sig den afledte øgede konkursrisiko, fordi de mener at kunne kompensere for den gennem anvendelsen af egne kompetencer. Der er ligeledes tegn på, at kapitalfondene er i stand til at reducere den enkelte transaktions finansieringsomkostninger ved at udnytte klienteffekter i markedet.

Der bør derfor forskes yderligere i

1. *Sammenhængen mellem omfanget af gearingen og den enkelte kapitalfonds kompetencer.*
2. *Hvilke markedsbetingelser, der skal være opfyldt for at klienteffekter kan opnås og udnyttes.*

På en række områder observerede jeg sammenhænge, som afviger fra den hidtidige forskning, der hovedsageligt er baseret på amerikanske data. Det gælder incitamentsprogrammets betydning for ledelsens motivation, værditransferering fra medarbejdere til aktionærer (herunder medarbejderindflydelse) og kapitalfondenes synlighed over for virksomhedens medarbejdere.

Undersøgelsen har bestyrket min formodning om, at der er afgørende forskelle på forholdene i Danmark og i USA, og at det hovedsageligt kan forklares af kulturelle og værdmæssige forskelle.

Der bør derfor forskes yderligere i, hvorvidt kulturelle og værdmæssige forskelle mellem Danmark og USA kan forklare

1. *Incitamentsprogrammets forskellige betydning for ledelsens motivation.*

- 2. Forskelle i anvendelsen af dårligere løn- og arbejdsvilkår samt reduceret medarbejderindflydelse som led i værdiskabelsen for aktionærerne.*
- 3. Forskelle i brugen af synlighed i porteføljevirkomhederne.*

Mine undersøgelser viser, at værdien af specialiseret viden i kapitalfonden afhænger af, hvor teknologisk kompleks porteføljevirkomheden er, idet værdien af specialviden stiger med kompleksiteten.

Der bør dog forskes yderligere i,

- 1. Om kapitalfonde med specialiserede industrielle kompetencer er bedre til at udvikle teknologisk komplekse virksomheder end kapitalfonde, der udelukkende besidder generelle kompetencer.*
- 2. I hvilket omfang, inddragelse af bestyrelsesmedlemmer med industrielle kompetencer kan kompensere for kapitalfondens mangel på specialkompetencer.*

A. Forskningsspørgsmål og koder

Teori		Forskningsspørgsmål	Node		Kode
1. Kapitalstruktur	KS	Hvilken merværdi skaber kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur?	Værdi	VÆ	Beskyttes mod kreditorkrav Egen ekspertise Fleksibilitet Ikke testet Ingen værdi Nødvendig for overlevelse Omtanke og forsigtighed Skaber urgency Sårbarhed Øger RoE
		Kan kapitalfonden udnytte klienteffekter ved strukturering af finansieringen?	Klienteffekt	KE	Ansvarlig indskudskapital Mezzanin Payment in Kind Realkredit
		Styrker kapitalfondens ejerskab i sig selv mulighederne for at skaffe ekstern finansiering?	Ejerkredibilitet	EK	Bankkontakter Kapitalfondsejerskabets betydning
		Reducerer kapitalfondens hurtig adgang til egenkapital risikoen for stressituationer i porteføljevirsomheden?	Hurtig adgang til egenkapital	HE	Frasalgspres Kapitalstærk ejer
2. Agent-omkostninger	AG	I hvilket omfang har incitamenter indflydelse på ledelsens beslutninger?	Incitamenteffekt	IN	Adfærdspåvirkning længere nede Andre motivationsfaktorer Begrænset adfærdspåvirkning Bonusprogram med klare mål Bundet vil virksomheden Generelt positivt Gæld vigtigere for adfærd Hånden på kogepladen Intet program til start Mere aggressivt program Motiverer topledelsen Svingende deltagelse Ved ikke
		Hvilken indflydelse har den høje gæld på ledelsens beslutninger?	Gældseffekt	GL	Færre investeringer Ingen betydning Kortsigtede beslutninger Mindre vedligeholdelse Reduceret arbejdskapital Skal nedbringes hurtigst muligt Skærper fokus Stresser
		Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden.	Kontrol	KT	Direktionens råderum Effektiv rapportering Klare mål Korte beslutningsveje Monitorering Profit protection plan Strategiformulering Talknuser
3. Informations-asymmetri	IA	Har kapitalfonden særlige forudsætninger for at spotte, analysere og prissætte en målvirksomhed?	Opportunitets-identifikation	OI	Egne analytiske færdigheder Skjulte værdier Stigende multipler Undervurderede risici
		I hvilket omfang handler virksomhedsledelsen loyalt over for de gamle aktionærer i forbindelse med kapitalfondens køb af virksomheden?	Loyalitet over for nuværende aktionærer	AL	Attraktivt kapitalfondsejerskab Kunne ikke favorisere bestemte købere Loyalitet over for aktionærer Transparent proces

Teori		Forskningsspørgsmål	Node		Kode
4. Værdi-transferering	VT	I hvilket omfang flytter kapitalfonden værdier fra andre stakeholders til aktionærerne?	Værdi-transferering fra andre stakeholders	AS	Kreditorer
					Købere
					Lønvilkår
					Medarbejderindflydelse
5. Netværk	NV	Hvorledes bruger kapitalfonden sit netværk i forbindelse med køb og salg af virksomheder?	Netværk ved handel med selskaber	HS	Andre kapitalfonde
					Banker
					Investorsamarbejde
					Kendte målvirksomheden
		Hvilken rolle spiller kapitalfondens netværk for tilvejebringelse af akkvisitionsfinansieringen?	Netværk ved akkvisitions-finansiering	FI	Købere
					Banker
I hvilket omfang bruges kapitalfondens netværk ved udvælgelse af bestyrelse og ledende medarbejdere?	Netværk ved personudvælgelse	PS	Eget netværk		
			Ekstern søgning		
Hvordan bruger kapitalfondene konsulenterne i deres netværk?	Netværk ved brug af konsulenter	KO	Brug af konsulenter		
6. Involvering	IV	Hvorledes er rollerne fordelt mellem ejere, bestyrelse og daglig ledelse i en kapitalfondsejet virksomhed?	Governance	GV	Bestyrelsens rolle
					Direkte kommunikation med kapitalfondene
					Forskelle mellem kapitalfondenes involvering
					Kapitalfond-turbulens reducerer involvering
					Mindre kompleksitet
					Operating Committee
					Største kapitalfond leder
					Support til ledelsen
		Hvilke signaler udsender kapitalfonden i forhold til ledelse og medarbejdere?	Attitude	AT	Forskelle mellem kapitalfondene
					Gensidig respekt
					Kortsigtet og profitorienteret
					Medarbejdertryghed
		På hvilke områder involverer kapitalfonden sig direkte uden om direktionen?	Aktiv involvering	AI	Samarbejde
					Synlighed
					Tillid
Hvilken betydning har kapitalfondens aktive involvering for opnåelsen af de strategiske mål?	Betydning af kapitalfondens urgency	UR	Egne initiativer		
			Finansiering		
			Finde den rigtige CEO		
			Køb og salg af virksomheder		
			Videregive erfaring		
			Hurtig omsætning		
			Modet til at træffe beslutninger		
			Pres på medarbejderne		
7. Specialisering	SP	I hvilket omfang bidrager kapitalfonden med industriel kompetence?	Kapitalfondens industrielle kompetencer	IK	Rigtig ejer
					Stærk CEO
					Tilstedeværelse
					Veldokumenteret status
		Hvilken betydning har det for virksomheden, at kapitalfonden besidder specifik industriel kompetence?	Fordele ved kapitalfondens industrielle kompetencer	FI	Bestyrelsens industrielle interesse
					Bestyrelsens industrielle kompetence
					Kapitalfondens industrielle kompetence
					Overraskelser
					Betydning af bestyrelsens industrielle kompetence
					Betydning af kapitalfondens industrielle kompetence

B. Interviewspørgsmål

Interviewpersonerne blev opdelt i følgende grupper:

- A. Kapitalfondens partnere og investeringsansvarlige.
- B. Eksterne bestyrelsesmedlemmer, som er udpeget af, men ikke arbejder for kapitalfonden.
- C. Topledere i virksomheden, CEO, CFO og personer, der refererer til disse.
- D. Medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen eller tillidsmænd.
- E. Banken.

Selskab	Person	Funktion	Gruppe
DT	Søren Vestergaard-Poulsen	KF-Partner	A
	Ole Steen Andersen	Bestyrelsesmedlem	B
	Steen Weirsoe	CEO	C
	Jørgen Clausen	CFO	C
	Ole Mikael Jensen	Sourcing-chef	C
	Katja Borregaard	Medarbejderrepræsentant i bestyrelsen	D
Logstor	Søren Lindberg	KF-Partner	A
	Viggo Nedergaard Jensen	Ledende KF-Partner	A
	Ole Andersen	Bestyrelsesformand	B
	Ole Bøgelund Nielsen	CEO	C
	Preben Tolstrup	CEO	C
	Ib Johansen	Fællestillidsmand	D
Nycomed	Toni Weitzberg	KF-partner, bestyrelsesformand	A
	Tom Dean	KF-partner, bestyrelsesformand	A
	C. G. Johansson	Bestyrelsesmedlem	B
	Håkan Björklund	CEO	C
	Runar Björklund	CFO	C
	Christian Seidelin	Head of Corporate Finance	C
	Karin Andersen	Head of Projects	C
	Conny Ditlevsen	Medarbejderrepræsentant i bestyrelsen	D
Nordea	Ivan Rasmussen	Head of Acquisition finance ⁸⁵	E

⁸⁵ Nordea deltog i finansieringen af alle tre selskaber.

B.1. Kapitalstruktur

Nr.	Forskningsspørgsmål
1	Hvilken merværdi skaber kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur?
2	Kan kapitalfonden udnytte klienteffekter ved strukturering af finansieringen?
3	Styrker kapitalfondens ejerskab i sig selv mulighederne for at skaffe ekstern finansiering?
4	Reducerer kapitalfondens hurtig adgang til egenkapital risikoen for stressituationer i porteføljevirkomheden?

Nr.	Interviewspørgsmål	A	B	C	D	E
1	Hvorledes bidrog den nye kapitalstruktur til at skabe værdi for virksomheden?	1	1	1		1
2	Ville virksomheden kunne få kreditorernes accept af en tilsvarende kapitalstruktur uden kapitalfondsejerskab?			1		1
3	Hvorledes kom tilliden til kapitalfonden til udtryk i de tilbudte finansieringskonditioner?	1	1	1		1
4	Opstod der situationer i lånenes løbetid, hvor kapitalfonden handlede anderledes, end en anden ejer formentlig ville have gjort?			1		1
5	Hvordan er det at forhandle finansiering med en kapitalfond i forhold til at forhandle med andre låntagere?					1
6	Opnåede virksomheden billigere finansiering gennem salg af gældsinstrumenter, fordi de var skræddersyet til specifikke investortyper?	1				1
7	Var det forventningen, at kapitalfonden ville indskyde yderligere egenkapital i virksomheden, såfremt den var kommet i økonomiske problemer?	1				1
8	Havde disse forventninger betydning for de konditioner, kapitalfonden kunne forhandle sig frem til?	1				1
9	Spillede kapitalfondens oprindelsesland nogen rolle for Jeres kreditvillighed?					1
10	Hvem førte forhandlingerne med, hhv. holdt kontakten til bankerne?	1	1	1		

B.2. Agentomkostninger

Nr.	Forskningsspørgsmål
1	I hvilket omfang har incitamenter indflydelse på ledelsens beslutninger?
2	Hvilken indflydelse har den høje gæld på ledelsens beslutninger?
3	Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden.

Nr.	Interviewspørgsmål	A	B	C	D	E
1	Hvad var den største ledelsesmæssige forandring efter kapitalfondens overtagelse af virksomheden?		1	1	1	
2	Hvordan var beslutningskompetencen fordelt mellem ejere, bestyrelse og ledelse før og efter overtagelsen?	1	1	1	1	
3	Hvilken betydning har det haft at have en eller få ejere?		1	1	1	
4	Hvorledes blev strukturen i ledelsens incitamentsprogram ændret efter kapitalfondens overtagelse hhv. exit?	1	1	1		
5	Hvilke medarbejdergrupper var omfattet af incitamentsprogrammet?	1	1	1	1	
6	Hvilke handlinger ville CEO'en formentlig ikke have foretaget uden kapitalfondens incitamentsprogram?	1	1	1	1	
7	I hvilket omfang var kapitalfondens initiativer allerede overvejet af den gamle bestyrelse og direktion?	1		1	1	
8	Hvilke af ledelsens udviklingsinitiativer blev afvist af kapitalfonden og hvorfor?	1	1	1		
9	På hvilken måde har det høje gælds niveau påvirket virksomhedens beslutninger?	1	1	1	1	
10	Hvordan fulgte kapitalfonden op på ledelsens performance?	1	1	1		
11	Hvad betød det nye ejerskab for medarbejdernes performance?	1	1	1	1	
12	Hvad var de største ledelsesmæssige forandringer, efter at kapitalfonden havde videresolgt virksomheden?	1	1	1	1	

B.3. Informationsasymmetri

Nr.	Forskningsspørgsmål
1	Har kapitalfonden særlige forudsætninger for at spotte, analysere og prissætte en målvirksomhed?
2	I hvilket omfang handler virksomhedsledelsen loyalt over for de gamle aktionærer i forbindelse med kapitalfondens køb af virksomheden?

Nr.	Interviewspørgsmål	A	B	C	D	E
1	Hvorfor var selskabet særligt interessant for kapitalfonden?	1		1		
2	Hvilke indtjeningsmuligheder, som ikke var inddiskonteret i købsprisen, var kapitalfonden bekendt med inden købet?	1	1	1		
3	Hvorfor var den af kapitalfonden valgte strategi ikke allerede omsat af den gamle ledelse?	1	1	1	1	
4	Fandt CEO'en det attraktivt, at blive overtaget af en kapitalfond, og i bekræftende fald: hvorfor?			1		
5	Hvorledes påvirkede rygterne om en forestående overtagelse ledelsens informationspolitik?	1	1	1	1	
6	Gjorde ledelsen noget, der kunne tyde på, at den varetog sine egne interesser i forbindelse med transaktionerne.				1	

B.4. Værditransferering

Nr.	Forskningsspørgsmål
1	I hvilket omfang flytter kapitalfonden værdier fra andre stakeholders til aktionærerne?

Nr.	Interviewspørgsmål	A	B	C	D	E
1	Hvordan ændredes medarbejderne løn- og arbejdsvilkår sig i forhold til tiden før kapitalfondens overtagelse?	1	1	1	1	
2	På hvilke områder ændrede medarbejdernes indflydelse sig efter kapitalfondens overtagelse?	1	1	1	1	
3	Påvirkede kapitalfondsejerskabet medarbejdernes arbejdsmotivation og loyalitet i forhold til selskabet?	1	1	1	1	
4	Blev hidtidige låntagere stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse?	1	1	1		1
5	Hvilken indflydelse har beslutningen om kapitalstruktur haft på bankernes og obligationsmarkedets opfattelse af kapitalfonden?	1	1	1		1
6	Førte kapitalfondens nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser?	1	1	1		
7	Traf kapitalfonden beslutninger, der i mindre grad var i virksomhedens langsigtede interesse?			1	1	

B.5. Netværk

Nr.	Forskningsspørgsmål
1	Hvorledes bruger kapitalfonden sit netværk i forbindelse med køb og salg af virksomheder?
2	Hvilken rolle spiller kapitalfondens netværk for tilvejebringelse af akkvisitionsfinansieringen?
3	I hvilket omfang bruges kapitalfondens netværk ved udvælgelse af bestyrelse og ledende medarbejdere?
4	Hvordan bruger kapitalfondene konsulenterne i deres netværk?

Nr.	Interviewspørgsmål	A	B	C	D	E
1	Hvorledes blev kapitalfonden opmærksom på virksomheden?	1				
2	Hvordan fandt kapitalfonden nye ledende medarbejdere til virksomheden?	1		1		
3	Hvilke typer eksterne rådgivere brugte kapitalfonden i forbindelse med købet og salget af virksomheden?	1		1		1
4	Var målvirksomheden eller kapitalfonden mest afgørende for bankens lånekonditioner?	1				1
5	Var bestående relationer eller minimering af finansieringsomkostninger vigtigst ved valg af banker?	1				1
6	Hvor meget var kapitalfonden selv involveret i analyseprocessen i forhold til eksterne rådgivere?	1		1		
7	Er tillidsforholdet eller specialviden vigtigst ved valg af rådgivere?	1				
8	Hvordan fandt kapitalfonden køberen til virksomheden?	1		1		

B.6. Involvering

Nr.	Forskningsspørgsmål
1	Hvorledes er rollerne fordelt mellem ejere, bestyrelse og daglig ledelse i en kapitalfondsejet virksomhed?
2	Hvilke signaler udsender kapitalfonden i forhold til ledelse og medarbejdere?
3	På hvilke områder involverer kapitalfonden sig direkte uden om direktionen?
4	Hvilken betydning har kapitalfondens aktive involvering for opnåelsen af de strategiske mål?

Nr.	Interviewspørgsmål	A	B	C	D	E
1	Hvilke strategi- og investeringsmæssige valg stod kapitalfonden overfor ved overtagelsen af virksomheden?	1	1	1		
2	Hvilken rolle spillede direktionen i udarbejdelsen af den nye strategi?	1	1	1	1	
3	Hvad var kapitalfondens væsentligste initiativer i ejerperioden	1	1	1	1	
4	Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af kapitalfonden?	1	1	1	1	
5	Hvilke klare mål (KPI'er) definerede kapitalfonden for direktionen?	1	1	1	1	
6	Hvor vigtig var det at finde den rigtige daglige ledelse i forhold til at definere en fremadrettet strategi?	1				
7	Var den nye hhv. den gamle bestyrelse coachende, monitorerende, strategiformulerende, beslutningstagende eller deltagende i driften?	1	1	1	1	
8	Hvilke kontaktflader havde direktionen med kapitalfonden ud over gennem bestyrelsen?	1	1	1	1	
9	Hvilke komiteer etablerede kapitalfonden, og hvilke kompetencer havde de?	1	1	1	1	
10	Ville direktionen kunne have gennemført sine planer uden kapitalfondens "urgency"?		1	1	1	
11	Blev nogle af direktionens udviklingsinitiativer stoppet af kapitalfonden?	1	1	1	1	

B.7. Specialisering

Nr.	Forskningsspørgsmål
1	I hvilket omfang bidrager kapitalfonden med industriel kompetence?
2	Hvilken betydning har det for virksomheden, at kapitalfonden besidder specifik industriel kompetence?

Nr.	Interviewspørgsmål	A	B	C	D	E
1	Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence?	1	1	1	1	
2	Matchede kapitalfondens industrielle kompetence den daglige ledelses?		1	1	1	
3	Hvor meget involverede kapitalfonden sig i branchespecifikke spørgsmål?		1	1		
4	Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfonden mest efter overtagelsen af virksomheden?	1	1	1	1	
5	Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?	1	1	1		
6	Vidste kapitalfondene nok om branchen, eller ville en industriel investor have været en mere egnet ejer?	1	1	1	1	
7	Hvilke kompetencer tilførte de enkelte bestyrelsesmedlemmer virksomheden?	1	1	1		

C. Bilag: DT

Koderesultater

C.1. Kapitalstruktur

C.1.1. Kapitalstrukturens værdi				
Hvilken merværdi skaber kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur?				
Person	Øger RoE	Skaber urgency	Fleksibilitet	Andet
KF	Gearingselementet kan give et højere afkast af egenkapitalen. Hvor meget koster det at have gæld, og hvor meget koster det at have egenkapital. Hvis du vil have lidt mere gæld kan du også få en højere leverage på din egenkapital.		<i>Men I havde jo en meget speciel struktur, så vidt jeg husker havde I kun 10 mio. i egenkapital og 1.990 mio. i ansvarlige lån?</i> Det kan du ikke lægge noget i. For vi betragter det hele som egenkapital. <i>Var det udelukkende af skattemæssige grunde, at man havde lavet den struktur, eller var der andre grunde til det?</i> Det er fordi, det er nemmere at returnere kapital, hvis du har det som ansvarlig lånekapital. Det er tungere, hvis du skal udlodde egenkapital, så er du afhængig af, hvad du har af reserver. ... Men det viste sig jo hurtigt at være meget dyrt. Og det der var problemstillingen, det var, at der var relativ stor volatilitet i arbejdskapitalen. Vi var bange for, at der ville komme et kontrasving på op imod 500 mio. kr. i arbejdskapitalen. Så derfor havde vi et overberedskab, som viste sig, da vi kom ind og ejede selskabet inden for de første tre måneder, at det tilbagesving kom ikke. ...Det var lidt en forsikringspolice. Og da vi så kom hen i efteråret, da vi så kunne se, at det <u>var</u> en konstant ny arbejdskapitalsituation, så valgte vi så at gå ud og reducere bankerne og tilbagebetale en tredjedel af mezzaninkapitalen.	
BES		Men det er jo klart, det er med til at skabe en urgency. Fordi ledelsen kom mere under pres, for der var den rentebærende gæld, og noget af den gæld er ret dyr. De var jo også stærkt hængt op selv		Sårbarhed: Der skulle ikke gå meget mere end et år, før man sådan set var formodentlig i stand til at køre en normal kraftig konjunktur-tilbagegang, klaret.
CEO				Ikke testet: Vi nåede i hvert fald ikke at teste det i den forstand, at de ting vi gjorde, kunne vi også have gjort med den

				oprindelige kapitalstruktur. Og vi nåede ikke at se på noget, der egentlig var så stort og med synergier, at det gør vi ikke pga. det nye. Egen ekspertise: Vi fik jo lov til meget hurtigt at lave en refinansiering. Den var jo hundedyr, den pakke, syntes vi jo. Det hjalp jo gevaldigt, da vi fik lov at... <i>I lavede noget realkredit?</i> Lige præcis, og det var helt andre låneomkostninger end det, der var i den bankpakke.
CFO	Kapitalstrukturen skaber jo værdi ved, at hvis du gearer den meget, og du i øvrigt lykkes med det, så skaber du værdi for aktionærerne, en stor forrentning af den investerede kapital.			
SOU		Det giver jo en urgency, når man ved, det er altafgørende at få høvlet af på den gæld. ... Der er ingen tvivl om, at CVC's fokus på kapitalstruktur og de-risking den første periode fik os til at accelerere. Vi accelererede, og vi fokuserede mere på det, end vi ellers ville have gjort.	De (kapitalfondene) tænker anderledes, og dvs. det her med at tage en omkostning ved at indfri et lån, den kan nogle gange være ret høj. Der <u>kan</u> man godt, når man er børsnoteret og tænker på et kvartalsregnskab, nogle gange være tilbøjelig til ikke at tage den slags omkostninger. Der er de meget resolute. <i>De realiserer tab, mener du?</i> Ja, ved at straks-indfri visse ting. Det bliver ikke samlet set dyrere, men det gør jo, at i stedet for at du har en vis finansiering over en periode, så tager de renteforskellen up front som en udgift.	
BANK			Det der var problemstillingen, da du laver den til at starte med, det var en afnotering. Dvs. at det skete relativt diskret, der gjaldt det bare om at have noget certain funds, så du kunne byde på selskabet. Og så fik de ABN til at arrangere det. Der var lagt op til, at den skulle syndikeres bredt, og når den skal syndikeres bredt, så går du ikke ind og laver realkredit, fordi dengang kendte internationale investorer det ikke særligt godt. Så det blev en slags pari passu, negative pledge struktur, hvor alle havde adgang til pantet. Det vi så gør efterfølgende... <i>Reflekterede det sig også i konditionerne?</i> Jo, det gjorde, at du kunne sælge dokumentet, at du kunne sælge lånene. <i>Men du fik ikke det med i konditionerne, at du trods alt også havde pant i en stor ejendomsportefølje?</i> Jo, jo, den havde negative pledge, den dokumentation. Dvs. at i en nedbrudssituation, så ville den gå til seniorlångiverne. De aktiver, der lå i driftsselskabet... <i>Det er jeg med på. Men fik man tilstrækkelig meget rabat, fordi de havde pantsat?</i> Nej, det gjorde de ikke. Og det var så en af årsagerne til, at de efterfølgende... <i>Men var det ikke, havde jeg nær sagt, dårligt forhandlet af CVC, at de accepterer...</i> Jo, men jeg vil sige, på det tidspunkt kunne du ikke rigtig bruge realkreditbelåningen, fordi der var ikke nogen, der	

			på det tidspunkt ville stille op i en børsnoteret struktur, altså i public-to-private situationen og gå ind i den detaljeringsgrad. <i>Vil det sige, at det var et timing-problem?</i> Det var dybest set en bridge-finansiering. Men det var det alligevel ikke, fordi den var struktureret, så den kunne være alle de 7-8 år, det skulle være. <i>Det var altså ikke et spørgsmål om, at CVC var uopmærksom på den mulighed?</i> Nej, de havde bare på det tidspunkt ikke mulighed for at kunne få det optimale ud af deres kapitalstruktur.
--	--	--	---

C.1.2. Klient-effekt

Kan kapitalfonden udnytte klient-effekter ved strukturering af finansieringen?

Person	Realkredit	Ansvarlig indskudskapital	Mezzanin
KF	Når vi så havde været inde og arbejde med selskabet, så kunne vi dokumentere og præsentere det anderledes. Vi gik så ind og lavede en total refinansiering, og der lavede vi bl.a. også en realkreditfinansiering. <i>Men det er klart, den kunne I selvfølgelig først lave, da I havde selskabet.</i> Ja, den kan være svær at lave, så skal du have en bridge, så har du en bridge-risiko, og det vil vi heller ikke. Så vi lagde vi det over til en realkreditfinansiering, hvor vi betalte...vi reducerede vores omkostninger, jeg tror det var med 65 basispunkter.		Det er rigtigt, der var en lille equity-kicker. Men det var ikke en stor equity-kicker. ... <i>Men det var et gældsinstrument, som var skræddersyet til en specifik investor, ikke?</i> Ja, det var den måde, mezzaninen blev struktureret på, på det tidspunkt. <i>Var det ING, der sad på den struktur?</i> Det var ikke ING, det var Intermediate Capital Group, ICG. <i>Det var dem, der købte den også, eller blev den distribueret?</i> Den kom ud til 2-3 investorer, der var ikke mange investorer. <i>Men det var en speciel type investorer, som gik efter den slags?</i> Ja, det var det. På det tidspunkt var man nødt til, hvis man skulle have en mezzanin ind, så var det den måde, man var nødt til at gøre det på. <i>Og hvorfor ville I have en mezzanin ind på det tidspunkt?</i> Jamen set i bakspejlet var det jo også en fejl. <i>Det var vel en dyr en at komme ud af?</i> Ja, men vi kunne ikke... ... <i>Gik det generelt hurtigere og bedre med hele DT...?</i> Ja, og vi kunne levere finansieringen med sikkerhed frem for at...gældsmarkedet var anderledes på det tidspunkt, så vi kunne ikke lave en all senior deal, som vi ville kunne lave i dag.
BES	<i>Men det er jo relativt sent, man gik ind og tog realkreditlån op. Man udnyttede jo ikke den mulighed til at starte med?</i> Nej, men nogle af de senior debts, man startede med, var jo ret dyre. De var jo oppe i 10%. Man kunne jo hurtigt se en sale-lease-back omkring bygningerne, som gjorde, at du kunne tjene penge, for dem kunne du lave til en helt anderledes rente end de 10%, du betalte. <i>Jo, men man endte med at lave en realkreditbelåning i stedet for, og det var vel endnu billigere.</i> Ja, det var endnu billigere. Det var jo inde mere eller mindre fra day one. Det var jo noget, som Jørgen Clausen		

	også havde fremme. At der var den der mulighed. <i>Hvorfor ventede man så så længe med at bruge den?</i> Jeg tror simpelt hen, at man havde svært ved at se en fornuftig business case i det, når man tog alle usikkerhederne med. Og så blev beslutningen, for hver måned der gik, mindre urgent, fordi der var det der cash flow. Så endte man med at sige: så lad os gøre det.		
CEO		Det, der var specielt ved vores kapitalstruktur var jo, at vi havde en meget høj andel af ansvarlig lånekapital.	
CFO	<i>Men de havde vel også oprindeligt forestillet sig en eller anden sale-lease-back konstruktion af ejendomsporteføljen?</i> Det havde de, det var med i planen. <i>Hvorfor gik de væk fra det?</i> Vi synes ikke, det var hensigtsmæssigt, finansieringsmæssigt og driftsmæssigt. Og så var der også nogle skattemæssige ting. Så det regnede vi på rigtig mange gange. Og det var vores synspunkt, der vandt gehør. Det var en kombination af den måde, du kunne lave realkredit på, og den måde...hvis du forestiller dig en sale-lease-back på en trælast. Trælast ligger typisk i periferien af en provinsby, og den består af rigtig mange mere eller mindre halvgode eller halvdårlige bygninger. Den er rigtig god til at lave trælast i og ikke så meget andet. Den er ikke god til industri, og den er ikke god til kontor, og du må ikke lave retail der. Så det er på sin vis en lidt fiktiv markedspris, vi sætter på sådan en, når du skal lave sale-lease-back. <i>Ville det blive for dyrt?</i> Vi var bekymrede for, at det ville blive for dyrt.	<i>Hvor meget var den reelle equity-del, hvis man nu regner det ansvarlige lån fra?</i> Det var på 10 mio., det var egenkapitalen. <i>Ja, for hele virksomheden, ikke?</i> Jo. <i>Hvor meget var den ansvarlige?</i> Den var 1.990 mio. Så der var 2 mia. i samlet ansvarlig kapital.	<i>Jeg fandt jo ud af, at dem der havde købt mezzaninen, det var ICG, Intermediate Capital Group, og ikke ING. Det som Søren (Vestergaard-Poulsen) nævnte var, at mezzaninen var dyr. Man var henvist til at optage den, fordi man var meget bange for, at der kom nogle udsving i arbejdskapitalen. Er det noget, du kan genkende?</i> Jamen det var jo deres holdning inden købet, så det kan jeg sådan set ikke genkende. Det er jo deres vurderinger. Han nævnte, at I havde fået en forbedring af arbejdskapitalen fra 16 til 14% af omsætningen, og at man var meget nervøs for at få et tilbagesving. Det hænger sammen med, at vi var i gang med den strategi, netop at få internationaliseret, havde jeg nær sagt, vores arbejdskapital, så den kom på samme niveau som internationale peers. Og det kan de da godt have haft en bekymring om, om det kunne holde. Men i virkeligheden var det jo det, der drev det store cash flow efterfølgende.
BANK	For de danske aktiviteter kunne man selvfølgelig lave realkreditbelåning, og det gjorde vi så. <i>Var det også Nordea?</i> Ja, det har været Nordea Realkredit og så Danske Kredit (Realkredit Danmark) også, går jeg ud fra. Med hensyn til de svenske aktiviteter, der var jo på det tidspunkt ikke en realkreditsstruktur. Der lavede vi en realkreditlignende bankbelåning, altså hvor bankerne gik ind og fik fuld sikkerhed i de individuelle ejendomme. Så fra at have været en pari passu negative pledge struktur, så piller man ejendommene ud og gav dem til de banker og de realkreditter, som stillede den finansiering. Og så var der en eller anden residual plus noget working capital til overs, som Nordea og Danske Bank tog som...		

C.1.3. Ejerkredibilitet

Styrker kapitalfondens ejerskab i sig selv mulighederne for at skaffe ekstern finansiering?

Person	Ejerskabets betydning	Bankkontakter
KF	<i>Så har vi det der igen med, om det var DT eller CVC, der var mest afgørende for bankens lånekonditioner?</i> Jeg vil sige, den initiale, der var det vores. Da vi lavede refinansieringen, der var det lige så meget DT.	Vi blev betragtet som en af de lokale i markedet. Så vi opfattede ikke...det udsagn han (Thorleif Krarup, Nordeas CEO) kom med, det gik mere på nogle af de meget amerikanske...os der havde kontorer i Norden, vi blev opfattet som lokale. Og vi har altid haft, også i den periode, har vi haft et godt samarbejde med Nordea. Men vi gik så ind og lavede refinansieringen, fordi vi kunne gå ind og lave det om og lave dem som en tobanks-aftale, så vi kun havde Danske Bank og Nordea inde til at refinansiere det. ... Men dengang vi skulle lave det som take-private, var det nemmere at gøre det med en international bank. ... <i>Der ligger vel en proces i det at få genskabt en tillid (til Nordea). Det er sådan mere den, jeg er ude efter.</i> Jamen, den følte vi aldrig, vi mistede. Så derfor er det lidt svært for mig at sige, hvordan vi genskabte den, fordi vi følte ikke, vi mistede den. Det der var problemstillingen var, når du har en bank, der føler, at de laver transaction banking eller relationship banking, og de har slået sig op på at lave transaction banking, pludseligt når det begynder at gå galt, siger de, det er relationship banking. Der er der, der går noget galt i kommunikationen. Men da vi ligesom havde været igennem de diskussioner...
BES	Jamen, som du selv var inde på, så var det jo en rimelig aggressiv gældsstruktur. Og noget af gælden, den mest udsatte, var selvfølgelig pænt forrentet. Men en mindre kapitalfond og en, der på det tidspunkt havde haft en mindre stærk reputation, ville nok ikke have kunnet geare den så kraftigt. ... <i>Men kom det så til udtryk ved, at de fik nogle konditioner, som var bedre end dem, som et børsnoteret selskab ville have kunnet få, hvis vi snakker om samme leverage-niveau?</i> En børsnoteret virksomhed kunne slet ikke forestille sig at lave den form for leverage. Det ville være imod deres gener. Det ville de ikke gøre. Så jeg tror ikke, du kan sammenligne. <i>Fordi aktionærerne ikke vil gå med på det?</i> Ja, og bestyrelsen og ledelsen. I den sammenhæng kunne de ikke drømme om det. Det er imod deres gener.	
CEO	<i>Men det ville vel ikke være lige så realistisk, sådan tolker jeg dig, at I som DT kunne have lavet en lige så aggressiv kapitalstruktur som et børsnoteret selskab?</i> Nej, jeg tror mest, der ville være et stort forklaringsproblem over for aktionærerne. ... De (CVC) kom jo nærmest med en pakke, som de havde forhandlet på forhånd, som kunne finansiere det hele lige fra starten. <i>Det var vel så baseret på kapitalfondens credibility mere end det var på...?</i> Ja, det tror jeg også	
CFO	<i>Ville virksomheden kunne få kreditorernes accept af en tilsvarende kapitalstruktur uden kapitalfondsejerskab?</i> <i>Lad os nu sige, at I var forblevet børsnoteret. Kunne man have forestillet sig en tilsvarende kapitalstruktur?</i> Jeg tror godt, at man kunne få kreditorernes accept. Men det vil være svært at få aktionærernes accept. ... <i>Men jeg ved ikke, om du har nogen kommentarer til, at Nordea i anden omgang måske tænker, at Danske</i>	

	<i>Træløst er trods alt...</i> Jo, det er helt sikkert. Altså, de tænker på det danske marked, de tænker på Danske Træløst, og så kan de se, at det går rigtig godt. <i>Så i virkeligheden er det jo det omvendte af...Nordea gør det til trods for, at de ikke har tillid til kapitalfonden?</i> Ja, vi hjælper CVC tilbage på banen i forhold til Nordea.	
SOU	De er jo dygtige til at strikke sådan nogle pakker sammen, men jeg kan ikke se, at bankerne følte, at de var mere kreditværdige eller dygtigere end andre. ... <i>Kunne I mærke, at I fik bedre finansieringskonditionerne, fordi der stod en kapitalfond bag?</i> Nej. Til gengæld fik vi en mere international finansiering. De havde en international credibility, som vi ikke havde, hvilket er ret vigtigt. Det var totalt globalt, det var investorer fra overalt i verden. Det havde vi aldrig selv kunne...	
BANK	Jamen, nu tabte vi jo nogle penge på CVC. Det var en af årsagerne til, at Thorleif Krarup kom ud med den der melding, som desværre blev lidt overfortolket <i>Det var på Aston IT?</i> Det var på Aston IT, ja. Og det gjorde vi tilbage i 2001. Så kan man så sige, var det CVC's fejl alene? De gjorde, hvad de kunne for at hjælpe os. Selvfølgelig satte vi dem lidt i køleskabet i en periode efterfølgende, hvor de så gjorde noget for at give os nogle forretninger, der kunne signalere, at de var kede af det. Så det er ikke så meget det, at man taber penge på en sag, det er mere måden, man taber dem på. Og de steder, hvor vi har haft tab, hvis fonden har opført sig uetisk eller genstridigt, så er samarbejdet forbi. Måske for tid og evighed eller i mange år Og omvendt har de opført sig fornuftigt er der ikke noget til hinder for at lave nye forretninger med der samme. ... <i>Hvad er det, der gør, at tillidsforholdet bliver retableret?</i> De havde gjort, hvad de kunne fra 2001 til 2003 for at signalere, at det var de kede af. <i>Og hvordan gjorde de det?</i> Bl.a. fik vi tilbud om at være collecting bank på Dansk Træløst. Vi valgte så at sige nej til dem, men vi fik tilbuddet. <i>Altså transactional banking?</i> Ja. Der var også nogle andre transaktioner i forbindelse med Aston, hvor de var behjælpelige. Og der var også en anden sag, som vi også havde, hvor de også var behjælpelige. De gjorde hvad de kunne for at give os nogle advisory-opgaver undervejs i processen. Vi har et godt forhold til dem i dag, og det har vi haft, bortset fra i 2001, hvor vi ikke var så glade.	

C.1.4. Hurtig adgang til egenkapital

Reducerer kapitalfondens hurtige adgang til egenkapital risikoen for stres-situationer i porteføljevirkomheden?

Person	Kapitalstærk ejer
KF	<i>Var det bankernes forventning, at I ville indskyde yderligere egenkapital i virksomheden, såfremt den var kommet i økonomiske problemer? Sådan, implicitte forventninger, hvad var din fornemmelse?</i> Bankernes forventning er, at når man går ind, er man en ansvarlig ejer. At man arbejder med selskabet, og hvis der er et midlertidigt blip, eller et kortvarigt problem, der opstår, så vil de gerne have, at det er nogle med brede skuldre, der har mulighed for at komme med kapital. Så hvis vi havde været en ejer, der havde puttet alle vores penge i den, så tror jeg ikke, vi havde fået tilbudt samme kapital ved en gældspakke. Men der er ikke noget kontraktuelt aftalt omkring det, når man indgår...så er det bare transaction banking, men der er en implicit forventning fra bankerne, at man som ansvarlig og stor international kapitalfond står bag sine investeringer. Og hvis det er et akut behov af den ene eller anden form, så kan man gå ind og skyde nogen penge ind.
BES	<i>Men tror du, at CVC ville være parat til at gå langt for at redde virksomheden, hvis man var kommet ud i en alvorlig krisesituation?</i> Ja og nej. Ja, hvis de så en business case i det. Og nej, hvis de ikke så en business case. Altså, sådan er de jo drevet. De kommer ikke med penge, fordi de føler sig moralsk forpligtet til det. Sådan tror jeg ikke, de tænker.
CFO	<i>Der er vel det problem, at når du er et børsnoteret selskab, kan du ikke så hurtigt rejse egenkapital, hvis du har brug for det. Det kan du vel som kapitalfondsejer virksomhed?</i> Ja, både er. Fordi det er svært for ejerne at komme med flere penge. Det kan de jo gøre, og de kan også gøre det hurtigt. Men det er en meget kedelig ting for dem.

C.2. Ejernes agentomkostninger

C.2.1. Incitaments-effekt				
Hvilken indflydelse har incitamenter på virksomhedens beslutningsprocesser og effektivitet?				
Person	Begrænset adfærdspåvirkning	Adfærdspåvirkning længere ned	Generelt positivt	Andet
KF		Vi gik ind og lavede en helt ny incitamentsstruktur, som vi implementerede for Steen og Jørgen, og så implementerede de ned i deres organisation, helt ned til butikschefniveau efter samme skabelon. ... <i>Var det også Jeres holdning fra starten af, at alle butikscheferne skulle med, eller havde I tænkt et system for topledelsen?</i> Vi har ikke sådan en fast model, vi bruger. Vi går ind og tager en diskussion med direktionen. Udgangspunktet er, at det som regel er omkring 30-50 personer. Men vi lytter til, hvad direktionen siger. <i>Så det vil sige, at det er aldrig kun topledelsen.</i> Nej, det er aldrig kun topledelsen. Det er undtagelsen, hvis det er det. <i>Det er der jo forskellige holdninger til.</i> Ja, det er der. Men det der er vores holdning er, at vi har 30 til 50, og så lytter vi til, hvad direktionen siger og anbefaler. Her anbefalede Steen, at vi lavede et program, der havde alle butikschefer med, altså 250 butikschefer. ... <i>Den store succes, kan man sige, det var at hele incitamentsstrukturen var så langt nede i organisationen.</i> Ja, vi pushede den ind i direktionen, og Steen pushede den ned i organisationen. Og det vil sige, at hvis Steen vidste, at hans folk leverede, så blev der også leveret på hans mål. <i>Det vil sige, at Steen definerede, hvem der skulle have hvor meget neden under, eller var det noget, I havde udviklet i samarbejde?</i> Det gjorde vi så i samarbejde. Det var så Peter Törnquist, der faktisk lavede det, sad sammen med Steen og sagde, det her er nu den måde, vi gør det på	Jeg tror måske, at de nåede hurtigere frem, det er jo det, vi bilder os selv ind. Målene blev klarere, og de nåede hurtigere til målene, end de måske ellers ville være kommet. Og nogle af de ting, vi spillede på banen, ville de måske ikke have taget op lige så kontant.	Bonusprogram med klare mål: Bonusprogrammet er det kortsigtede. Bonusprogrammet består af tre forskellige elementer. Det består af nogle indtjeningsmål, nogle EBITDA-mål. ... <i>Bonusprogrammet, hvad var det baseret på?</i> Det var baseret på, at hvis de nåede deres budgetmål på EBITDA, så kunne de få op til 50% af deres basisløn i bonus. Og så var der nogle gældsmaal og nogle working capital mål. Og det sidste, det var så nogle personlige mål. Og det gik eksempelvis på indkøbsprojektet. Og det er helt klart, at det gjorde det meget klart, hvad det var, vi gerne ville have, de skulle nå. Og det gjorde også, at de kunne drive efter de mål. De leverede 100% hvert år, og det var ikke fordi de var sat sløvt.
BES				Hånden på kogepladen: De havde lånt alle pengene, selvfølgelig, og kun investeret

			en mindre del som aktier, så der var en vis forrentning på de penge, de havde lånt ind i systemet, fordi de simpelt hen ikke havde mulighed for at betale renter af de lån, de måtte optage. Men de hang jo på dem, hvis noget gik virkeligt galt. Så man kan sige, at de var jo meget mere motiverede for eksempel på at gennemføre de nødvendige effektiviseringer og få det der cash flow igennem. <i>Men har du indtryk af, at det var incitamentsprogrammet, der drev det?</i> Ja, det tror jeg. Det at de fik en ny ejer, som var næsten én til én i deres eget strategisyn, plus at de var virkeligt strung up. Jeg tror, at Steen skulle ned og låne 25 mio. kr. i banken, ikke? Og så kan man sige, 25 mio., nå jamen så scorede han så over 200, men det kunne man jo ikke se dengang. ... jeg tror virkeligt, at det var det, at de kunne se, at hvis noget gik galt, så hang de på den.
CEO	<i>Kan du sige i dag: det her, det gjorde jeg fordi jeg havde et incitamentsprogram?</i> Nej, det synes jeg egentlig ikke. <i>Er konklusionen så, at du havde gjort det samme, også uden incitamentsprogram?</i> Ja. <i>Men så kan man jo stille det spørgsmål: hvad skal vi så have et incitamentsprogram for?</i> Jamen, det er da et relevant spørgsmål. Det gjorde, at du havde en fantastisk spirit. ... <i>Men der var ikke noget, hvor du vil sige, at du foretog nogle handlinger, fordi der var et incitamentsprogram?</i> Nej, det synes jeg ikke. Det er jo en evig diskussion. ... Lad os lege, at du får 10% i incitamentsaf lønning. Gør du det væsentligt bedre, fordi du får 20%? Det tror jeg ikke.	<i>Ole nævnte, at en af dine stærke sider var, at du var rundt og fortælle de forskellige butiksejere, hvordan det her fungerede, og at det pædagogiske element i at forklare værdiskabelsen, det var en væsentlig driver for det?</i> Det tror jeg også. Du fornemmede virkeligt, at de var helt med på, at det var det her, det skulle lykkes. <i>Det du siger er, at et incitamentsprogram var først og fremmest vigtigt for næste lag, end det var for selve topledelsen?</i> Ja, fordi jeg synes, det er relevant at spørge... Lad os lege, at du får 10% i incitamentsaf lønning. Gør du det væsentligt bedre, fordi du får 20%? Det tror jeg ikke. Men altså, den sædvanlige løn og... incitamentet kan både have en negativ faktor... <i>Var dit indtryk, at folks indstilling til hele koncernen ændrede sig, fordi I fik denne her...?</i> Jeg tror bare man kom tættere på hinanden. De der møder, hvor folk samledes i forskellige klubber i Stockholm, Bergen osv., gjorde, at du fik folk til at tænke meget i DT. <i>Du har ikke noget i erindring, hvor du kan sige: her havde du en fornemmelse af, at det</i>	

		<i>betød noget, at medarbejderne var bundet op på det her program, og derfor gjorde medarbejderne sådan og sådan? Det var mere en fornemmelse, du havde?</i> Vi havde jo sådan nogle KPI'er, hvor vi forklarede, hvorfor er det lige præcist, at personaleomkostningerne skal være mindre end 45%. Det er jo normalt sådan en "nå ja". Men pludseligt kunne de sætte det ind i en kontekst her og sige: hov, det er jo meget væsentligt og afgørende. ... <i>Var det noget, du besluttede, eller var det noget, CVC kom med?</i> Nej, jeg kom med det, og det kunne de godt se fornuften i, da jeg forklarede, hvorfor det skulle spredes ud.		
CFO	Jeg tror ikke, at der var ting vi ville have gjort anderledes. ... Så det Steen havde kæmpet hen imod, det var at skabe gode resultater, effektivitet i virksomheden, og så en større leverandørfinansiering. Så det var vi jo i gang med. Men det fik jo ekstra fart, da vi kom ind under CVC. <i>Men det ville det vel have fået med eller uden incitamentsprogram?</i> Det ville det. Fordi så skal du forklare på kvartalsmøderne, hvad du har gjort godt for aktionærerne. ... Hvis vi havde gået rent efter incitamentsstrukturen, så havde vi lavet det der sale-lease-back. Det er ingen tvivl om, at det havde kicked ud med en virkelig god effekt. Men da tænkte vi lidt langsigtet, vi vidste også, der var et liv efter kapitalfonden.	Og jeg så, hvor vanskeligt det var mellem tre lande at lave de der ting, fordi der er lokale præferencer. Og Coop, det er jo en politisk organisation, og her havde vi ikke alene en kapitalfondsejet virksomhed, men vi havde også medejere under bordet i koncerneledelsen, de var medejere. Og her fik incitamentsstrukturen en kæmpe fordel. Fordi de beslutninger, vi tog, de blev taget ud fra, hvad gør det for bundlinjen, hvad gør det for vores cash flow? ... Det var nemmere at sidde omkring bordet og så sige, nu er det ikke længere de nationale indkøbsfunktioner, der har det sidste say. Nu er det en nordisk på de og de leverandører. Og så er de jo bange for, at den leverandør i Sverige har en vis præference på markedet, nu skal vi så tage den anden. Vi skal tage nummer tre i Sverige, fordi han er den stærkeste i Danmark. <i>Der kommer mere fokus på bundlinjen end på egen status?</i> Ja. Normalt vil der gå national landskamp i sådan noget. Det var i modstrid med, hvad man havde. <i>Det er jo et meget godt point.</i> Det er et kæmpe point. Fordi når du har chefen i hvert enkelt land, han er positiv, fordi han så siger, jamen så	<i>Mener du, at de her incitamentsprogrammer, det kan du så sige mageligt tilbagelænet i dag, har de virkelig haft nogen betydning for performance?</i> Ja, det har det. Ikke i det vi gjorde, men... <i>I Jeres eagerness?</i> ...i vores eagerness, vores samarbejde, det tror jeg er et væsentligt point.	Mere aggressivt program: Vi købte os ind til samme pris som investorerne. Men vi havde en højere egenkapitalandel i forhold til...investorerne skulle investere i ansvarlig kapital og i egenkapital. <i>Og I kunne nøjes med egenkapitalen?</i> Nej, vi skulle også i begge dele, men ikke i samme forhold. Så incitamentsstrukturen ligger i, at vi ikke skulle skyde så meget kapital ind, men risikoen var tilsvarende... ... <i>Men skulle de fleste ud at låne penge for at kunne investere?</i> Ja, det skulle de. Man skulle ud at låne penge og have hånden på kogepladen. Bonusprogram med klare mål: Vi lavede den ting, at Steen og jeg havde ens bonus, de samme måltal, de var meget ens. <i>Hvad var Jeres mål, altså typemæssigt?</i> <i>Vi var ved de der mål. Der nævnte du, at du havde fælles mål med Steen.</i> Ja, og så havde vi det princip, at vi rullede de der bonusordninger ned i organisationen på den måde, at f. eks. chefen for Stark, han ville have det samme mål, som vi havde på group, som Steen og jeg havde som targets, og det ville måske være, nu kan jeg ikke helt

		er det nogle andre, her er det vores brand, der bliver løftet ind i Danmark, og vi får noget leverage der. Så kan han overbevise sin organisation og være positiv ambassadør. Og så også længere ned på niveauerne, dem der skulle sælge det, og der var allermost imod i hverdagen, dem der skulle møde kunderne. Jamen nu skal vi sælge det der Rockwool, det er jo Paroc vi sælger her i dette land. Hvis de kunne se, der var penge i det, de kunne tjene noget mere... <i>Men det vil sige, at du mener, at incitamentsstrukturen faktisk har haft den største virkning længere nede i organisationen, fordi I ville alligevel havde gjort det, I gjorde, men det er ikke sikkert, at...</i> Ja, det hjalp os alle sammen med at få især den nordiske indkøbning på plads, og det at lægge pres på leverandørerne for finansieringen. Og de to ting hænger sammen. <i>Og det var på lokalt niveau, man lagde det pres på group sourcing?</i> Det var group sourcing, og så var det national sourcing, fordi det var jo ikke alle leverandører, der var nordiske. <i>Men det vil sige, den store del i forbindelse med det her sourcingprojekt gik på at overbevise de lokale tømrerhandlere om, at der var fornuft i det?</i> Ja, de lokale skulle jo overbevises om, at man kørte...f.eks. Stark, de havde forskellige navne, og de kørte hver deres forretning, der var en trælastdirektør, og han forhandlede med leverandørerne og kom på ture og kom rundt og så....De skulle så finde sig i, at nu var det en Stark indkøbsorganisation, der besluttede hvad for nogle varer og priser og så videre. ... <i>Hvis du kan sige, at I har indeks 100, hvor meget var det så på de andre niveauer?</i> Ja, så var det måske indeks...det var ikke helt det samme, i tier 2 var det måske indeks 40-60% og så nedenunder var det under 10%.	huske det, 25% og så ville 75% af hans ting, det ville være de tilsvarende mål, bare med Starks tal. Så han skulle gå efter de samme mål på Stark-niveau, der havde han størst indflydelse, men han skulle også have en tanke på vores group. Og her kommer så...det at være aktionær er en bonusordning. Det man kan skabe på tværs af landegrænser, det var jo virkeligt kraftigt, og det skulle de så også have et incitament til at være med til at støtte. <i>Det vil sige, at på den ene side havde de et mål for deres egen del af virksomheden, og på den anden side havde de så et gruppemål?</i> Ja. <i>Og det var så på EBITDA, og jeg kan forstå på det, der var også et gælds-mål og et working capital-mål?</i> Ja. <i>Hvordan vægtede de?</i> Det kan jeg ikke helt huske. Men det er klart, EBITDA det var da det stærkeste. Og så gæld og working capital, det har meget med hinanden at gøre. Men det kan godt være, at det var 50% EBITDA og 25/25 på de to andre. <i>Der var også personlige mål derudover?</i> Ja. <i>Hvad kunne det f. eks. være for nogen ting?</i> Der ville Steen have nogle mål, der gik for det enkelte år, jeg ville have nogle andre mål. Det kunne være noget med IT-organisationen for mit vedkommende eller et tilfredsstillende ejendomsfinansieringsprojekt eller tilfredsstillende refinansiering. <i>Jeg kan forstå, at hele det der indkøbsprojekt, det vægtede også?</i> Ja, det gjorde det. <i>Hvordan kunne man måle det?</i> Det målte vi jo med de forbedrede indkøbsbetingelser som det ene, og så målte vi også på den forbedrede finansiering som det andet. Det regnede vi så om med en kapitaliseringsfaktor, så man kunne give indkøberne fri mulighed for at forbedre indkøbsrabatter, men betalingsbetingelser, hvis man vægtede dem med 12% om året f.eks., så kunne man
--	--	---	--

				regne det om til en EBIT-effekt. <i>Var alle butikshefer med, uanset omsætning, i det her program?</i> I bonusprogrammet? Nej, de havde andre bonusordninger. <i>Nå, de var ikke med på det her program?</i> Nej, de havde mere salgsorienterede bonusser. <i>Det vil sige, at det her bonusprogram, vi snakker om nu, hvor mange var omfattet af det?</i> Det var koncernledelsen. <i>Altså ti mennesker?</i> Ja. <i>Det vil sige, at hvis vi går ned i selve forretningsområderne, så var det på chefniveau i Silvan og på chefniveau i Stark og på chefniveau i Beijer og så videre?</i> Ja. <i>Hvordan var målene så længere nede, på butikshefniveau?</i> Ledelsen i Beijer vil jo have nogle svenske bonusordninger, som passede op imod chefsens. <i>Det var ikke noget, I blandede Jer i så?</i> Nej, det var ikke noget...det har Steen jo diskuteret med dem og så videre. Men længere nede i organisationen, en Silvan-chef, han ville typisk have nogle salgsmål, og han kunne have nogle kundetilfredshedsmaal og nogle medarbejdertilfredshedsmaal. <i>Det var ikke bundlinjemål, det var toplinejemaal alt sammen?</i> Både top og bundlinjemål og mål for omkostningseffektivitet (20a) og kapitaleffektivitet (20b), men det kunne også være, at man havde en svindprocent, hvis der et år var særligt fokus på svind. Så det er mere operative mål. Svingende deltagelse: <i>Nu kommer jeg lige tilbage til de 250 butikshefer, for de var jo alle med i aktieprogrammet, ikke?</i> Nej, ikke alle sammen. Det var da ikke alle, der havde lyst til at løbe den risiko. <i>Men de havde mulighed for det, ikke?</i> Jo. <i>Hvor mange var ikke med, kan du huske det?</i> Der var vel...jeg tror i Sverige havde vi ikke så mange med,
--	--	--	--	--

				som vi havde ønsket. Der var vi ikke kommet tilstrækkeligt godt igennem med budskabet. Man skal også være forsigtig med sådan et budskab, fordi det er jo ikke en badebillet, det er penge, man investerer. Og man investerer dem meget yderligt. ... I Sverige var det under halvdelen, tror jeg, der var med. Men der var væsentlig bedre opbakning i Danmark og i Finland og i Norge. <i>Hvor stor var opbakningen i Danmark, Finland og Norge, over 80%?</i> Nej, 70% eller sådan noget. <i>Dem, der ikke var med,</i>
SOU		Han gjorde en anden ting, som var ret klog. Det var, at de ville have ganske få med til at investere. Og der sagde han: jeg kan kun rykke samlet, hvis vi alle har samme interesser <i>De ville hellere have haft det på en mere begrænset ledelse?</i> Ja, ti. ... Jeg har det indtryk, at måden, og det har jeg stor respekt for Steen Weirsoe på, at han fik bredt ejerskabet ud. Og at vi kommunikerede til vores medarbejdere hele tiden, hvad er deres aktier værd. Og gør du det, så skaber det det her (gestikulerer af størrelse) i værdi for aktierne. Dvs. vores folk kunne direkte relatere deres dagligdag til værdi for virksomheden. Vi arbejdede med nogle simple formler. Hvad driver virksomhedens værdi, f. eks. med nogle multipler på earnings og minus noget gæld. Og den formel havde vi alle sammen i lommen. Og Weirsoe var næsten den klareste. Vi sad og lavede det sammen fra de mere komplicerede modeller ganske simpelt: indtjeningen gange en multipel minus gæld. Og hver eneste gang, han snakkede med folk: du er jo aktionær, det her skaber værdi. Kan vi reducere gælden, kan vi øge multiplen ved at vise, der er vækst, eller kan vi øge indtjeningen? Og det var hele tiden. <i>Kunne man se en synlig stigning i butiksejernes motivation eller effektivitet</i>		Hånden på kogepladen: <i>Men det var penge, I selv skulle skaffe?</i> Nej, der er en forskel, og sådan er det jo altid, fordi ansættelseskontrakterne blev lavet om. Og så er det jo lidt afhængig af, hvor man er i organisationen, der har man visse ting i sin kontrakt, som kommer til ophør, og så vil der typisk være en form for kompensation. Det var der absolut ikke til alle, men det var der måske til nogle. Og så kan man investere de penge. Og så havde vi, og det tror jeg gjaldt de fleste, vi havde jo nogle eksisterende optionsprogrammer. Vi skal huske på, at vi i perioden op til fordoblede vores aktiekurs. Og de kommer jo til udbetaling. Så de fleste kunne investere det provenu, de fik på deres gamle optionsprogrammer. <i>Så kursgevinsten ved at indløse aktierne...</i> Det at der blev betalt en ordentlig merkurs på nogleogfyrre procent oven i en aktiekurs, som var steget gevaldigt i forvejen gjorde jo, at der var penge på de gamle programmer. Men det er ikke det, der driver processen som sådan. Bundet til virksomheden: Når du er inde i en kapitalfond, begynder der bare at være lidt penge, så kan du ikke skifte job. Der er en good leaver og en bad leaver. Så du er bundet.

		<i>efter incitamentsprogrammet?</i> Det har jeg ikke noget videnskabeligt grundlag for. Men vi gjorde det, at vi lavede en aktionærklub, hvor vi tog dem ind og holdt møder i hvert land en gang om året for at fortælle, hvad de havde skabt af værdi. Det kunne man jo også godt gøre som børsnoteret. Men man gjorde det på en anden måde. Men jeg tror ikke... om der er en direkte korrelation? Nu gik det jo godt, og markedet var med os. Det kunne jo godt være, der var kommet en stor negativ reaktion, hvis markedet gik ned.	
MRB			Ved ikke <i>Men kan du sige, at der var nogle handlinger, som Weirsoe måske ikke ville have foretaget, hvis der ikke havde været det her incitamentsprogram?</i> Det kan jeg simpelt hen ikke svare på. Ingen fornemmelse.

C.2.2. Gælds-effekt

Hvilken indflydelse har den høje gæld på virksomhedens investeringsbeslutninger?

Person	Reduceret arbejdskapital	Færre investeringer
KF	<i>Den der konstante nye arbejdskapitalsituation, var det et resultat af hele den der sourcing-problematik?</i> Selskabet havde jo startet i, jeg tror det var i tredje og fjerde kvartal 2002 må det have været, der har de startet en fokus på arbejdskapital. Der lå de med 16% af omsætningen i arbejdskapital. Og det havde de så fået ned til omkring 14%. Og 2%, det er ca. 400 mio. Og vi var bange for, at de ville svinge tilbage til 16%. At det var noget sæsonmæssigt. <i>Hvor meget nåede de effektivt ned på?</i> Tre måneder efter at vi havde solgt, var de nede på nul. <i>Leverandørerne finansierede hele...?</i> Ja, da vi arbejdede mere og mere med arbejdskapitalen, så fik vi bragt den ned mod nul. Men vi var bange for...da vi købte den, der var de ikke rigtigt begyndt, de havde lavet et par håndgreb...at de 4-500 mio...de ville svinge tilbage, og derfor valgte vi at tage mezzaninkapitalen. Vi turde simpelt hen ikke andet.	<i>Det var kun i det første år, det havde en effekt?</i> Det var i det første år, det havde en effekt. Vi skulle være sikre på, at vi kunne få denne her opkøbsmotor på plads. <i>I det første år, der havde I vel reelt tjent investeringen hjem, ikke?</i> Jo, men i det første år, der havde vi ligesom forbud mod akquisitioner, fordi vi skulle have 100% fokus på indkøb.
CEO	En af de ting, vi gjorde meget ud af, var hele vor working capital. Hvis vi kunne bringe vores working capital, som var anormal høj, ned til at være anormal lav, så ville shareholder value komme til at stige voldsomt. <i>Hvad var driveren bag at nedbringe working capital? Var det først og fremmest på de finansielle poster eller på lageret?</i> Det var først og fremmest på vores leverandørgæld. Det var Ole Mikael, der overtog det der og gik på med krum hals. <i>I fik længere leverandørkreditter?</i> Ja, simpelt hen. Working capital faldt fra 14-15% af salget til stort set ingenting. <i>Dvs. I havde finansieret hele varelageret af leverandørerne?</i> Ja, og debitorerne, det er jo en stor del i en forretning som denne her. <i>I gav så også afkald på nogle rabatter, går jeg ud fra?</i> Ja, netop, det var det jeg ville ind på. Det har en negativ indflydelse på EBITDA... ... men det styrkede cash flowet. <i>Så man kan sige, at hele sourcing-problematikken, det er en følge af</i>	

	<i>gældssituationen?</i> Ja.	
SOU	<i>På hvilken måde har det høje gældsniveau påvirket virksomhedens beslutninger? Det er jo så også de-risking?</i> Ja, det har accelereret vores udvikling af sourcing for eksempel. <i>Det var det, du blev ansvarlig for?</i> Ja. <i>Hvad indebar det af initiativer på sourcing-området?</i> Det indebar, at vi, både på grund af de-riskingen og for at skabe værdi simpelthen, at vi byggede en sourcing-funktion op på tværs af lande. Det havde vi aldrig haft før. <i>Så det er hele indkøbsfunktionen, som er blevet centraliseret?</i> Ja. Der var vi i gang, men det blev accelereret, det blev mere ambitiøst på grund af kapitalfonden, fordi de havde erfaring med det. Det er lidt nemmere at sætte noget i gang, når det er prøvet før. <i>Der kan man så sige, at de havde en konkret industriel erfaring på sourcing-området, som I kunne bruge?</i> Ikke fra vores industri, men fra andre industrier, som vi har kopieret. <i>Og den erfaring var relevant for Jer?</i> Ja. Men den kunne man også have fået fra et andet bestyrelsesmedlem. Men det var forstærkende. Og de troede næsten mere på det, end vi gjorde.	<i>Var der nogle af ledelsens udviklingsinitiativer, som blev afvist af kapitalfonden?</i> Ja. <i>Og som ikke blev gennemført?</i> Ja. <i>Kan du sige noget om det? Hvor meget kan du sige om det?</i> Jamen, det hænger lidt sammen med de her perioder og forståelsen af virksomheden. Der har været akquisitioner, og der har været nogle få som, den dag i dag, vi kan næsten ikke holde ud at køre forbi, som vi vidste var meget value enhancing. Men som skulle gå hurtigt, og i en de-risking situation var det svært at øge gælden. Og overbevise om, at der var afkast... <i>Det var noget, I skulle købe som I ikke fik lov at købe?</i> Ja. <i>Var det en aktivitet eller var det et selskab?</i> Der var nogle butikker, som vi typisk køber. <i>Det var en kæde?</i> Ja. <i>... som de afviste, fordi I skulle de-riske?</i> Ja, det var vel ikke det, der var grunden, men det var det vel reelt, så afkastkravet er enormt højt.

C.2.3. Kontrol (1)

Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden?

Person	Strategiformulering	Direktionens råderum	Monitorering	Korte beslutningsveje
KF	<i>Hvilken rolle spillede direktionen i udarbejdelsen af den nye strategi?</i> Jamen, vi skulle have dem til at eje det projekt. Og det lykkedes. <i>Men det var dem, der formulerede strategien?</i> Ja, ja. Vi sagde, det er det her, vi vil se nu. <i>Det vil sige, at I definerede målene?</i> Vi definerede målene. I dialog med dem redefinerer man eller zoomer målene mere og mere ind, og så er det dem, der udarbejder initiativerne og aktiviteterne, der skal sikre, at man kan levere målene.	<i>Var der nogle af ledelsens udviklingsinitiativer, som blev afvist af Jer, eller opkøb?</i> I de første 12 måneder, der ville vi ikke høre om akquisitioner. Der skulle de fokusere på... <i>I de-risking perioden?</i> Ja, men det var ikke så meget de-risking. Det var fordi vi ville have fokus på indkøbsprojektet. Og vi skulle have fokus på systemer og processer og køre på plads. Du skal også tænke på, vi køber på et tidspunkt, hvor der ikke er nogen, der ved, hvor vi er i konjunkturerne. Om vi er på vej længere ned eller om vi er på vej tilbage. Så vi sagde, vi gider ikke at høre om akquisitioner. Direktioner elsker at tale om akquisitioner. Og det kan tage en masse opmærksomhed.	Der kom en rapport til bestyrelsen hvert kvartal med oplysninger om, hvordan alle butikkerne havde udviklet sig, og hvem lå foran og bagefter. <i>Og hvem skulle så forklare afvigelse?</i> Det er Jørgen, der forklarer. <i>Det var Jørgen, der forklarede det, okay. Kan man fra en position som CFO have et overblik over, jeg ved ikke hvor mange butikker, 250 butikker?</i> Det kan man godt. Fordi så havde vi en fokus på underperformance stores. <i>Hvad krævede I? Huis en store var underperforming, hvad gjorde I så ved det, eller hvad forlangte I?</i> Så bad vi om...når du får det på bordet, så må direktionen fortælle, hvad de har tænkt sig at gøre ved det. <i>Men hvad er det så for nogle ting, man fokuserer på?</i> Vi arbejdede jo meget med nogle måltal, eksempelvis lønprocenten, lønnen i forhold til bruttoavance, og så må vi korrigere.	
BES	Jeg havde indtryk af, at CVC havde en meget god forståelse med Steen		Man lod sig ikke bare tilfredsstille med, at der var et nøgletal, der aggregeret	

	Weirsøe om, hvad der skulle være strategien. Det var derfor, de gik ind og bød. ... <i>Jeg tænker også mere på, hvilken rolle havde CVC i forhold til direktionen?</i> Da de var inde i budprocessen, og da de købte DT, de havde jo en modelopfattelse, qua også deres rådgivere, på hvordan bør key-nøgletal se ud i sådan en forretning. Og de lavede nogle meget simple styringsværktøjer. Et der gik primært på at måle effektiviteten, og et andet gik på cash flow. Der var ikke noget hokus-pokus i det. Men de var så realistiske, for de havde været inde og analysere både det danske, det nordiske, det europæiske marked for sådanne forretninger og ligesom fundet ud af, hvad er best practice. Og hvordan kan vi komme derhen. Så det er ikke bare, at man laver nogle mål, fordi det er rart af have en målsætning, som er lidt svær at opnå. Men det var helt klart nogle mål, som man var enige om var realistiske. <i>Men stadigvæk, det var Weirsøes strategi, man valgte at følge i sidste ende, ikke?</i> Ja, det må man nok sige		ikke helt stemte med det, det skulle. Man blev ved med at grave. <i>Man gik ned i de enkelte forretningsområder?</i> Ja, men blev ved med at grave, indtil man forstod det. ... <i>Men der gik de så helt ned på de enkelte tømrerhandlere?</i> Ja, de blev ved, indtil de fandt, hvor var afgivelsen. Fordi hvis det var en generel afvigelse, så kiggede man på direktionen og sagde: nu må I gøre noget ved det. Men hvis det var dele, så ville man altså blive ved med at grave. I en ikke-kapitalfondsejet virksomhed vil man nok sige til direktionen: det må I analysere til næste gang, og så må I komme op med noget. Men der var altså ikke noget, der hed næste gang. ... <i>Hvor mange butikker var der alt i alt? Hvor lavt niveau kørte man ned på i rapporteringen?</i> Det var nede i butikkerne. Og hvor mange var der? Der var jo i hundredvis. ... Og også, når Rolly (van Rappard) kom ind, og hvis ikke Jørgen Clausen kunne svare ham, så blev der snakket om det. Man accepterede ikke halve svar. Man ville helt ned. Men ville ned og se tallene. Og hvis der var nogle butikker, så ville man så se en ledelsesprofil. <i>På den butiks...?</i> Ja. Hvad var f. eks. medarbejder-sammensætningen, hvad var medarbejder-omsætningen, hvad var lederens erfaring og sådan nogle ting.	
CEO	<i>Det der er interessant ved denne her historie er, at de havde nogle ideer med at købe virksomheden, og i virkeligheden ender de med at overtage Jeres strategi, ikke?</i> Ja, ja. ... <i>Var de strategiformulerende, eller tog de til efterretning?</i> Oplægget kom fra direktionen, både før og efter.	<i>Men det var Operation Committee, der var det centrale?</i> Det var det. <i>Hvor tit mødtes i det?</i> Jeg tror, tanken var en gang om måneden. <i>Hvad var hovedfokus der, var det at kontrollere Jer?</i> Fra starten var det vel at være tæt på, hvad der foregik. Men da så tilliden steg.... <i>Det første år, det var vel derisiking fasen?</i>		<i>Hvilke kontaktflader havde direktionen med kapitalfonden ud over gennem bestyrelsen og de der komiteer?</i> Ikke andet end uformelle. De kunne til enhver tid ringe.

		Ja, det er klart. Da vi først havde refinansieret, havde CVC stort set fået alle deres penge hjem. <i>Det havde de vel allerede efter det første år?</i> Ja, sådan cirka, så var det hele hjemme. Så blev det sjovt nok mere afslappet, det hele. ... <i>Hvilke af Jeres udviklingsinitiativer blev afvist og hvorfor? Nu nævnte du et eller andet med, at der var et lille potentielt køb til at starte med?</i> Der var ikke noget stort, men der var en mindre kæde. Vi havde ikke nået at finde hinanden. Det var ærgerligt, men sådan er det. ... Jeg kan huske, at jeg sagde til seniorpartneren: jeg synes ikke, du ser særlig tilfreds ud, men du gør en god forretning her. Så sagde jeg til ham: giv os nogle klare mål, giv os maksimal frihed til at nå dem, og lad så vær med at bringe nogle konsulenter ind, så skal vi nok få det her til at køre. Så gik der 14 dage, og så stod der nogle konsulenter, sådan er det jo. Men det var ikke meget. Det var jo stadig det der med, at da de fik dørene lukket op, så lige ... hvad er det egentlig, vi har købt. ... <i>Så rollen flytter fra en mere coachende strategi til en mere beslutningstagende og deltagende- i-driften-strategi?</i> Ja, jeg tror den vigtigste faktor for, hvad svar du får det er, var du heldig at være i en opgangssituation eller i en nedgangssituation? Jeg tror, at hvis du underperformer i forhold til investeringscasen, så har du et helt andet liv på jorden, end hvis du overperformer. Og vi var heldige at være i den sidste situation. <i>Hvordan ville du forvente, at en kapitalfond ville reagere, hvis I havde en nedgangssituation?</i> Ligesom andre gør. Der gås virkelig tæt på. De feste andre har måske trojkaer eller den administrerende direktør er kapitalfondsmanden. Og de følger meget tæt op på butikkerne. ...		
--	--	--	--	--

		<i>Så rollen flytter fra en mere coachende strategi til en mere beslutningstagende og deltagende- i-driften-strategi?</i> Ja, jeg tror den vigtigste faktor for, hvad svar du får det er, var du heldig at være i en opgangssituation eller i en nedgangssituation? Jeg tror, at hvis du underperformer i forhold til investeringscasen, så har du et helt andet liv på jorden, end hvis du overperformer. Og vi var heldige at være i den sidste situation.		
CFO		Hvis de har tillid til ledelsen, så vil de det første år, også for at mærke efter på ledelsen og forstå virksomheden, sikre sig, at man er enige om, hvad der skal leveres på. Så vil de bruge rigtig mange kræfter på at være tæt på. Typisk vil de så, Hvis de er tilfredse, så vil de trække sig lidt tilbage, for så vil de koncentrere sig om de næste deals, de så har købt i mellemtiden. Og hvis de ikke er tilfredse, så vil de typisk prøve at skifte ledelsen. Men de vil helst ikke blive siddende alt for tæt på operationelt, fordi det er ikke deres ønske, og de skal jo videre med andre ting. ... Der var nogle køb, som vi ikke kom i nærheden af, fordi det vi fik lov at byde, det var alt, alt for lavt. Så det var lidt ærgerligt. <i>...Der var en vis nervøsitet i den første periode, hvor lang tid holdt den?</i> Den holdt det første års tid. <i>Det første år, så der havde du et mere anstrengt forhold til kapitalfonden, fordi de måske var lidt nervøse over, at det ikke gik i den retning, de havde håbet på?</i> Ja, og vi kunne ikke købe op, og vi måtte ikke betale penge tilbage på vores faciliteter, så de var meget sikkerhedsorienterede. ... <i>Traf kapitalfonden beslutninger, der i mindre grad var i virksomhedens langsigtede interesse?</i> Nej, det eneste, vi var lidt kede af, det var jo, at vi ikke helt fik de opkøbsmuligheder i starten.	<i>David Milne, han sad i CVC i London?</i> Ja. <i>Som CFO?</i> Ja, director for et eller andet. <i>Og hvad kommunikerede du så med ham?</i> Ja, det var jo den rapportering, de gerne ville have på vores cash flow og på vores likviditet, vores bankfaciliteter. ... Nej, han (Milne) stillede kravene, og han bestemte, hvordan det skulle være. Og vi skulle så leve op til dem. <i>Men det var kun rapporteringskravene, han...</i> Det var rapporteringskravene, det vil sige over for bankerne og det der. ... <i>Var det i hele perioden, eller var det mest i de-risking perioden?</i> Det var mest i starten. De skulle lige se...vi fik to måneder, hvor vi per måned tjente 20 mio. mindre end vores budget, og vup, som kom de jo altså farende, og så kørte det hele. ... <i>Hvordan fulgte kapitalfonden op på ledelsens performance?</i> <i>Var der ugentlig rapportering?</i> Nej, der var månedsrapportering. <i>Hvad var det for nogle faktorer, man fokuserede på?</i> Det var det, vi havde i forvejen, kan man sige. Altså omsætning, normal P/L og balance, og så var det i høj grad cash flow. Og også en hel del mere forecasting.	Vi ventede ikke på et bestyrelsesmøde, hvis der var behov for at tage en beslutning. Så kunne det komme per telefon eller andet, og vi holdt heller ikke et operating committee for et bestyrelsesmøde, fordi der ikke måtte snakkes om det ene eller det andet. Så blev det bare et bestyrelsesmøde, hvor de var med. ... <i>Bestyrelsesmoderne var af mere formel karakter, mens der var en direkte kommandovej fra koncernledelsen og ned til Jer?</i> Ja, det var der. De kørte deres egne management meeting structures

			<i>Hvor langt ned gik man der, hvor langt brød man det ned?</i> På finanssiden gik man ret langt ned. Og det var her, at David Milne var inde og lære os, hvad de havde brug for, og hvordan man styrede tingene. Vi udbyggede det på financial cash reporting.	
SOU	Steen Weirsøe kom til i 2000. Vi lavede en strategiplan. Det var den, vi solgte os på til CVC. Det var også den, CVC solgte os på igen. Så man kan sige, den strategiplan vi lavede dengang, som Weirsøe stod bag, jeg skrev den så ned, den holdt egentlig gennem tre ejerskaber og blev ikke ændret ret meget.	Men han (Weirsøe) havde jo hele teamet bag sig og stillede faktisk nogle krav til, hvordan skal det her ejerskab forløbe. Det kan han fortælle lidt mere om. Men det var bl.a. ingen konsulenter, klare mål og frihed til at operere inden for de mål.		De var rigtig hurtige til at træffe beslutninger, men de skulle først lære virksomheden at kende.

C.2.3. Kontrol (2) Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden?				
Person	Klare mål	Effektiv rapportering	Profit protection plan	Talknusere
KF	<i>Var der nogle af ledelsens udviklingsinitiativer, som blev afvist af Jer, eller opkøb?</i> I de første 12 måneder, der ville vi ikke høre om akquisitioner. Der skulle de fokusere på... <i>I de risikings perioden?</i> Ja, men det var ikke så meget de-risiking. Det var fordi vi ville have fokus på indkøbsprojektet. Og vi skulle have fokus på systemer og processer og køre på plads. Du skal også tænke på, vi køber på et tidspunkt, hvor der ikke er nogen, der ved, hvor vi er i konjunkturerne. Om vi er på vej længere ned eller om vi er på vej tilbage. Så vi sagde, vi gider ikke at høre om akquisitioner. Direktioner elsker at tale om akquisitioner. Og det kan tage en masse opmærksomhed. ... <i>Hvordan fulgte I op på ledelsens performance?</i> For Weirsøe, der handlede det meget om indkøb. Og for Jørgen, der handlede det meget om at sikre kvaliteten i rapporteringen og punktligheden i rapporteringen. Der lavede vi en præsentation om, hvad er CVC, hvad er investeringen, og hvad er mulighederne for den. Der	<i>Var det Milne, der gjorde det?</i> ...og Peter og jeg selv. Vi præsenterede nogle eksempler på, hvordan vi gerne ville have det. Det er sådan her, vi ser rapporteringspakkerne, det er de her ting, vi gerne vil have. Og det skulle vi have på plads først. Man var ikke så gode til det med balancer og cash flow, som vi gerne ville have, man var. Og vi begyndte at introducere en treasury report, og der var nogle værktøjer, vi skulle have på plads. Og vi gik ind og hyrede Anders Skole ind. <i>Var det Jer, der gjorde det?</i> Det var et meget stærkt ønske fra os om at forstærke... ... <i>Nu sidder han jo i Matas, ikke?</i> Jo, han er CFO i Matas. <i>Så man kan sige, at der har du brugt erfaringen?</i> Ja, han gik ind og implementerede den rapport under Jørgen. Og det skulle vi have på plads først. Så der var en række initiativer, der blev bragt op. Vi gik også ind og fokuserede på ejendomme, vi skulle have styr på hele ejendomsporteføljen, så vi kunne bruge den på finansiering og få hele ejendomsdatabasen på	<i>Til at starte med performede Danske Trælast jo ikke i forhold til budgettet, så vidt jeg er orienteret.</i> <i>Var I nervøse på det tidspunkt?</i> Vi er altid nervøse lige i starten, når du overtager noget. <i>Jørgen Clausen blev bedt om at lave en profit protection plan?</i> Jamen, det laver vi altid. <i>Det gør I altid? Jeg har mere indtryk af, at det var fordi, der kom nogle måneder, hvor det ikke så...</i> Vi har altid profit protection plan. Det er altid godt at have, at vide hvad det er... <i>Er medarbejderne involveret i sådan noget overhovedet, eller det var de vel ikke i dette her tilfælde?</i> Det er kun direktionen eller landecheferne, ikke længere ned.	

	havde vi blandt andet præsenteret nogle value-levers. Og der viste vi en value-lever, der sagde, at for hver ekstra dags kredit, I får, så deler i en million kroner. Det havde vi regnet ud. En dags kredit gav dem cirka en million kroner. Og så var der en af dem, der rakte hånden op og sagde: hvorfor er der ikke nogen, der har sagt det til mig før, det har jeg jo aldrig fokuseret på. ... Du kan gøre 2-3 ting rigtig godt, og så kører du det ind i kassen, og så har du nye 2-3 ting at køre, frem for du har en agenda på 20 forskellige ting, du skal gøre samtidigt.	plads. Det krævede også lidt kræfter og tid. Og det var også Anders Skoles opgave.		
CEO	<i>Hvilken betydning har det haft at have én eller få ejere i forhold til den her lidt mere atomiserede struktur, I havde.</i> Ja, man kunne i højere grad være sikker på, at det her var så målene, vi gik efter. Som børsnoteret kan man jo godt nogle gang blive lidt forvirret. Først skal man have en høj margin, så er det solgt. <i>Konstante mål, mener du?</i> Ja, nogle gange, når man er børsnoteret, så er det lidt ligesom kinesisk base ball, hvor man flytter baserne. <i>Så ser man, hvad der sker, og hvordan markedet reagerer?</i> Så er der pludselig en anden aktionær, der pupper op... Her var vi enige fra starten, hvad de var.			
CFO	<i>Vi var ved de der mål. Der nævnte du, at du havde fælles mål med Steen.</i> Ja, og så havde vi det princip, at vi rullede de der bonusordninger ned i organisationen på den måde, at f. eks. chefen for Stark, han ville have det samme mål, som vi havde på group, som Steen og jeg havde som targets, og det ville måske være, nu kan jeg ikke helt huske det, 25% og så ville 75% af hans ting, det ville være de tilsvarende mål, bare med Starks tal. Så han skulle gå efter de samme mål på Stark-niveau, der havde han størst indflydelse, men han skulle også have en tanke på vores group. Og her kommer så...det at være aktionær er en bonusordning. Det man kan skabe på tværs af landegrænser, det var jo virkeligt kraftigt, og det skulle de så også have et		De skulle lige se...vi fik to måneder, hvor vi per måned tjente 20 mio. mindre end vores budget, og vup, som kom de jo altså farende, og så kørte det hele. <i>Var det så Milne, der kom farende?</i> Nej, det var dem alle sammen. Det var Peter Törnquist og Søren. <i>Så ville de have forklaring, på hvilket detaljeringsniveau?</i> På alt hvad vi gjorde. Vi skulle have profit protection plan. Vi skulle skære ned. Vi skulle det ene og det andet. <i>Men gik de virkelig ned i hver enkelt butik?</i> Nej, nej. <i>På hvilket niveau?</i> Det var startende på det niveau, at der var noget profit protection plan, så man kunne vise til	

incitament til at være med til at støtte. <i>Det vil sige, at på den ene side havde de et mål for deres egen del af virksomheden, og på den anden side havde de så et gruppemål?</i> Ja. <i>Og det var så på EBITDA, og jeg kan forstå på det, der var også et gælds-mål og et working capital-mål?</i> Ja. <i>Jeg kan forstå, at hele det der indkøbsprojekt, det vægtede også?</i> Ja, det gjorde det. <i>Hvordan kunne man måle det?</i> Det målte vi jo med de forbedrede indkøbsbetingelser som det ene, og så målte vi også på den forbedrede finansiering som det andet. Det regnede vi så om med en kapitaliseringsfaktor, så man kunne give indkøberne fri mulighed for at forbedre indkøbsrabatter, men betalingsbetingelser, hvis man vægtede dem med 12% om året f.eks., så kunne man regne det om til en EBIT-effekt. <i>Var alle butikshefer med, uanset omsætning, i det her program?</i> I bonusprogrammet? Nej, de havde andre bonusordninger. <i>Nå, de var ikke med på det her program?</i> Nej, de havde mere salgsorienterede bonusser. <i>Det vil sige, at det her bonusprogram, vi snakker om nu, hvor mange var omfattet af det?</i> Det var koncerndelingen. <i>Altså ti mennesker?</i> Ja. <i>Det vil sige, at hvis vi går ned i selve forretningsområderne, så var det på chefniveau i Silvan og på chefniveau i Stark og på chefniveau i Beijer og så videre?</i> Ja. <i>Hvordan var målene så længere nede, på butikshefniveau?</i> Ledelsen i Beijer vil jo have nogle svenske bonusordninger, som passede op imod chefens. <i>Det var ikke noget, I blandede Jer i så?</i> Nej, det var ikke noget...det har Steen jo diskuteret med dem og så videre. Men længere nede i		bankerne, at man havde styr på det. <i>Hvad indebærer sådan en profit protection plan?</i> Ja, det er jo, at man kan fortælle, hvordan man skærer ned på omkostningerne og medarbejderne, og hvilke programmer man har for at gøre det, hvis det bliver værre. Hvor meget det vil give, hvornår man kan gøre det, og hvor hurtigt en effekt det vil have. <i>Men udformede i så det, eller var det kun på idestadiet?</i> Det var mere en analyse og blev ikke gennemført som sådan, da markedet vendte tilbage. Men det er sådan, at du kan vise bestyrelse og banker osv. hvad du har mulighed for at gøre. Og det er jo fair nok. For de kommer ind, og så har de købt en virksomhed på en plan, og så holder vi ikke planen.	
---	--	---	--

	organisationen, en Silvan-chef, han ville typisk have nogle salgsmål, og han kunne have nogle kundetilfredshedsmål og nogle medarbejdertilfredshedsmål. <i>Det var ikke bundlinjemål, det var toplinjemål alt sammen?</i> Både top og bundlinjemål og mål for omkostningseffektivitet (20a) og kapitaleffektivitet (20b), men det kunne også være, at man havde en svindprocent, hvis der et år var særligt fokus på svind. Så det er mere operative mål.			
SOU	<i>Hvilken betydning havde det at have en eller få ejere, altså i dette tilfælde gik I fra at have været ejet af en masse til at være ejet af én?</i> Det gør i hvert fald, at man ikke behøver at have dualitet i, hvad det er, man skal levere på. Skal man have høj dividende? Er det vækst? Der er jo tit forskellige interesser blandt aktionærerne. Det var meget, meget klart, hvad der var gældende, og de mål blev vi jo bundet op på og målt direkte. ... <i>Hvilke Key Performance Indicators formulerede kapitalfonden i forhold til ledelsen? Var det sådan, at det var formuleret i nogle punkter?</i> Ja. Og det afspejler sig i årets bonusplan. Der er forskellige parametre. Nu skal jeg huske tilbage, for nu er det snart så længe siden, men det er jo de klassiske, som drev det, de ville. Så det her med reduktion af gælden, og det vil sige reduktion af working capital, var jo et væsentligt element. Og der var vi nok i mindre grad, som børsnoteret, drevet af at kigge på balancen. Traditionelt er danske virksomheder meget fokuseret på resultatopgørelsen.			
MRB				<i>Kunne du mærke, at der skete noget, ikke bare på bestyrelsesniveau, men også på den måde den daglige ledelse håndterede firmaet på?</i> Jeg møder jo ikke den daglige ledelse, jeg er jo så langt væk fra den. Men det jeg fornemmede på det tidspunkt, det var, at der pludseligt blev snakket mere om måleparametre på penge. Altså hele tiden,

				de her plan 45, plan 20B, der var tre eller fire planer. Jo, men det var jo noget, der var indført inden kapitalfonden, ikke? Ja, men de begyndte at kigge rigtig meget på det og gå mere op i det og snakke afkast.
--	--	--	--	--

C.3. Informationsasymmetri

C.3.1. Opportunitetsidentifikation				
Har kapitalfonden særlige forudsætninger for at spotte, analysere og prissætte en målvirksomhed?				
Person	Skjulte værdier		Andet	
KF	<i>Det vil jeg godt vende tilbage til, for en af Jeres ideer, da I kom ind, det var jo at lave et sale-lease-back på ejendommene og overveje at sælge Silvan, ikke?</i> Nej, vi har ikke overvejet at sælge Silvan. <i>Det var jo i hvert fald en af de cases, som du bragte på bordet. At man skulle analysere, om det gav nok synergi at beholde den.</i> Det har jeg ingen erindring om. Vi fik en henvendelse fra en køber, men vi har ikke selv taget noget initiativ til at skulle sælge Silvan. ... <i>Det er vel meget legitimt? Som regel tjener du ikke penge ved at stykke op. Det var altså ikke rigtig en diskussion. Vi havde en henvendelse fra en køber på et tidspunkt, der var interesseret i at købe Silvan. Og der er det naturligt at sige, lad os lige tænke over det. Men det gik ret hurtigt i sig selv.</i> ... Sale-lease-back var et emne, som vi syntes var en god ide. Fordi du ville i princippet kunne have solgt det på en yield på 5% og kunne have fået en 20 gange multipel på den husleje, du så ellers havde. <i>Men hvad gjorde så, at I alligevel ikke gjorde det?</i> Vi nåede det ikke. Og det vi gjorde i stedet for, det var at vi præsenterede casen, da vi solgte den med det, vi kaldte syntetisk sale-lease back. Og det gjorde vi næsten med fuld værdi for det sale-lease-back salg, vi aldrig gennemførte. Fordi vi gik ud og præsenterede det og sagde, I kunne lave en Op-Co/Prop-Co struktur med sale-lease-back. Der kan I få den og den finansiering, og derfor skal I værdiansætte den på en anden måde. Så vi nåede aldrig dertil, og så var Steen og Jørgen også meget imod det. Det er ingen hemmelighed. De var imod at lave en sale-lease-back. Det mente de ville begrænse den operationelle fleksibilitet. Og den købte vi aldrig rigtig ind til. ... <i>Hvad var det I følte ex ante, at I kunne gøre ved denne her virksomhed?</i> Vi følte, at vi kunne arbejde med indkøb. <i>Det var ikke ejendomsporteføljen som sådan...</i> Det var ikke noget. Du ville ikke tjene penge på det, men det de-riskede totalt investeringen. For hvis du ser på købesummen i forhold til nettoaktiver, den reelle goodwill, vi betalte, hvis du tog markedsværdien på ejendommene og lagde working capital ovenpå, så var det en relativ lille risiko, vi tog. For en cyklisk virksomhed, som du normalt vil sige har høj risiko, der var der reelt meget lav risiko. Altså downside risikoen var lav. Der var rigtig mange reale aktiver i, så downside risikoen var meget begrænset. Så hvis vi kunne få arbejdet med arbejdskapitalen, vi kunne få arbejdet med vores cost struktur, og vi så kunne få en lille smule fart på økonomien, så kunne vi se det kunne blive en fornuftige investeringscase.		Egne analytiske færdigheder: Vi har historisk lavet mange investeringer i byggematerialesektoren. Både producerende virksomheder og grossister, ligesom Danske Træløst. Vi har ejet noget, der hedder Cementbouw nede i Holland, som havde været en god investering for os, som vi var ved at sælge. Der var mange, der troede, vi ville kombinere det med Cementbouw i Holland, som var nummer to grossist i Holland. Men den var vi i proces med at sælge. Men det var en sektor, vi var komfortable med. ... <i>Hvor meget var I selv involveret i selve analyseprocessen inden købet?</i> Det var vi. <i>Hvor meget var Jer, og hvor meget var eksterne konsulenter? Jeg ved godt, at det er svært at sætte procenter på.</i> Lad mig sige det på den måde, den rapport, vi brugte...det konsulenthus, der lavede den rapport, den var så håbløs, at vi måtte skrive den om for dem, inden den skulle præsenteres for bankerne.	
BES	<i>Men det interessante er, synes jeg, at CVC's koncept, da de gik ind i denne her forretning, det var jo, at de ville sælge Silvan, og de ville lave et sale-lease-back på hele</i>			

	<i>ejendoms-porteføljen. Det skete så ikke alligevel. Hvad er din forklaring på det?</i> Jamen, det er jo, at kapitalfonde har det med at ville gøre tingene meget enkle. Og de var jo klar over, og det havde de jo ret i, at det der med at tro at man kunne lave synergi mellem Silvan og tømmerhandlerne, og også på indkøbssiden, altså det er ikke så iøjnefaldende let, som det ser ud til. Og derfor var de instinktivt klar over, at det kunne altså ikke nytte noget, at de prøvede at integrere de to forretninger og sige, at der var noget, der var fælles. Og der skulle jo ligge nogle lagre, også i Silvan-konceptet, og kunne man ikke gøre et eller andet fælles med tømmerhandel-delen. Det havde været en katastrofe. Og det så de sådan set på forkant. Og derfor var deres tanke bare at sige, så kan vi ikke køre to forretninger, hvor synergien ikke er voldsom stor. Så kan vi gøre det mere simpelt og sælge den ene fra.	
CEO	Jeg har aldrig set deres akkvisitions paper, men man skal være lidt dum for ikke at fornemme, at akkvisitions-casen bestod i 1) sælg Silvan 2) sale-lease-back på alle ejendomme, så er pengene hjemme. <i>Det vil sige, den værdi de så i virksomheden var ejendomsporteføljen og frasalg?</i> Ja. Ejendomsporteføljen havde en værdi på 3-4 mia. kr., og Silvan var vel 1,5 mia. kr. værd, så havde du i hvert fald de 5 mia. hjemme. <i>Det I endte om med var bare at bruge bygningerne som sikkerhed for realkreditlån frem for at lave det der sale-lease-back?</i> Jeg mener, det er en fejl, kapitalfonde gør. Det hører med til den lille bog for kapitalfonde: sale-lease-back på ejendomme, det er rigtig smart. Jeg har set eksempler på det, det er fuldstændigt håbløst. ... <i>Hvad var grunden til, at I kunne få dem (CVC) overbevist om ikke at frasælge Silvan?</i> Det var, fordi vi sagde, at vi skulle se på, hvad vi har af synergier. For hvis vi har bedre synergier end andre, og vi har samme kapitalomkostninger, så skal I tænke Jer godt om. Som jeg husker leverede 95% af vore leverandører både til Stark og til Silvan eller til Silvan og Beijer. Det var indkøbssiden, der var så store synergier på. ... <i>Hvis vi nu kigger på, hvorfor selskabet var så interessant for kapitalfonden, så har du allerede nævnt de to ting, at man havde et frasalgspotentiale, som man så ikke udnyttede, og så havde man ejendommene, hvor man så valgte en anden løsning.</i> Og så at etablere Stark-kæden, altså etablere mere et kæde-koncept i Stark, dengang hed det bare DT Detail. Altså laver tømmerhandlerne om til en kæde. Ja, jeg ved ikke om de havde set det, men de var i hvert fald vældig huk. Så snart vi sagde, at vi havde de tanker, var der 100% opbakning.	Stigende multipler: <i>Hvis man skulle pege på noget, var det så mindre fokus på ekspansion?</i> Nej, for vi var jo enige om, at det var en god ting, hvis vi kunne påvise, at der var ekspansionsmuligheder. Hvis du kan øge multiplen med én gang, så får du altså lige pludseligt én gang EBITDA. Men vi havde ikke regnet med at exitte så tidligt. <i>Nu kiggede jeg på en analyse af værdidriverne. En af det er selvfølgelig, at margin bliver forbedret, men den væsentligste er jo multiplen, der bliver en helt anden, ikke?</i> Fuldstændig. Altså, man snakker om vintage. Hvis man skal lave statistik, så er det nok den væsentligste driver. Det er jo ikke anderledes, end hvis du investerer i en aktieportefølje, så skal jeg fortælle dig, om det har været en god eller dårlig investering.
SOU	Jeg tror, at i vores tilfælde, at vi er ret aktivtunge. Vi har en meget stor ejendomsportefølje, og jeg tror, at de kunne se, at den kunne bruges i finansieringsøjemed. ... <i>Hvilke indtjeningsmuligheder, som ikke var inddiskonteret i købsprisen, var kapitalfonden bekendt med inden købet?</i> Både den, og så måske på sourcing-området.	Egne analytiske færdigheder; De var meget involveret i dialogen og udvælgelsen af de eksterne rådgivere i forbindelse med salget. <i>I udvælgelsen af dem, men det de var eksperter i, var mere at udvælge rådgivere end selv at lave analysen?</i> Nej, men de havde en klar holdning til tingene. Der var mange flags på de rapporter.

C.3.2. Loyalitet over for nuværende aktionærer

I hvilket omfang handler virksomhedsledelsen loyalt over for de gale aktionærer i forbindelse med kapitalfondens køb af virksomheder?

Person	Loyalitet over for aktionærer	Transparent proces	Kunne ikke favorisere bestemte købere	Attraktivt KF-ejerskab
KF	Steen var sælger hele vejen frem til der blev skrevet under. <i>Du ved, det er jo</i>	Steen havde ligesom fået en bunden opgave fra bestyrelsen og ejerne om at	Fra vi lavede den oprindelige transaktion, for vi kommer ind udefra, så	

	denne her loyalitetsproblematik... Han skiftede ikke, faktisk, som man måske ser mere i dag. Han var den gamle skole, han skiftede ikke før, da blækket var på papiret.	sælge selskabet til den bedst mulige pris. Der havde de hyret Enskilda til at køre en salgsproces, og det var det, de så gjorde. Det kørte de så fuldstændigt professionelt, og der var lykkede budrunder.	træffer vi jo alle beslutninger suverænt. Og så konsulterer vi management, når vi ligesom har sagt, de og de ting kan lade sig gøre, sådan her ser det ud. Der er de ikke med, der sad de også og forhandlede med flere forskellige købere, så dem kunne man ikke have med.	
CEO	<i>Men hvad var din interesse dengang. Var det...</i> Det var at få så meget ud af det som muligt for vore aktionærer. <i>Så det var du meget fokuseret på?</i> Ja, ja, vi sørgede også så vidt muligt for, at vi blev sjaltet ud, for det var fra bestyrelsens synspunkt selvfølgelig vigtigt, at vi leverede varen.			<i>Men det at de (CVC) havde et incitamentsprogram, det var ikke det, der gjorde forskellen i din vurdering?</i> Nej, det underbyggede bare det, at jeg synes, der var så mange ting, vi kunne opnå. Jeg synes jo, at det var for tidligt for Codan at sælge, det har jeg også sagt til Jens Erik Christensen ved adskillige lejligheder. De skulle have ventet, til vi var kommet længere, så kunne de have tjent mange penge.
CFO	<i>Er man interesseret i at tale kursen op eller at tale den ned?</i> Jamen, kursen bliver jo hverken talt op eller ned. På det tidspunkt, hvor det bliver offentliggjort, at der er en proces i gang, så sker der noget med kursen, og så offentliggør vi jo ikke mere omkring proces eller andet. Men så begynder folk at spekulere i, hvad bliver den nu solgt til. Men så informerer vi om vore resultater og andet. ... <i>Folte du det ikke som et dilemma? Skal jeg være loyal over for Codan, eller skal jeg være loyal over for CVC?</i> De budgetter, vi havde med bestyrelsen og de ting, der var lagt frem. De forecast, det er jo den business plan, der ligger. ... Der er ingen loyalitetskonflikter, fordi det er ikke os, der forhandler prisen. <i>Var det Werdelin, der gjorde det?</i> Ja, altså bestyrelsen skal tage stilling til, om de vil anbefale budet. <i>Men havde I slet ingen indflydelse på prisdannelsen, indirekte?</i> <i>Med de informationer I gav og den måde, I gav informationerne på?</i> Nej, det vil jeg sige. Og de var meget opmærksomme på, at vi ikke var sammen.			<i>Fandt du og Steen Weirsøe det attraktivt at blive overtaget af en kapitalfond, i forhold til den gamle struktur?</i> Altså, efterfølgende er det jo et klart ja. Og i situationen havde vi jo ikke rigtigt noget valg. <i>Gik I efter en industriel løsning som en mulighed?</i> Ja, ja. <i>Hvis du ser på det fra det tidspunkt, var det en løsning, som ville have været mere appetitlig for Jer?</i> Vi var nok mest interesseret i en industriel, fordi vi kunne da også være lidt bekymrede for, hvordan sådan en kapitalfond greb tingene an. Og så vidste vi jo, at så skulle vi sælges en gang til. Men det er jo ikke os, der bestemmer, det er bestyrelsen og ejerne i sidste ende. Og så har du nogle rådgivere med, der også sørger for, at det er den højeste pointstilling.

	Der var altid en investmentbanker med eller en fra bestyrelsen. Så de fik ikke adgang til direktionen. På et tidspunkt, så havde de så et møde, hvor de sagde, vi har tænkt os at lægge et incitamentsprogram frem. Vil I være med i det? <i>Det var inden købet så?</i> Det var inden købet, ja. <i>Men det har vel også påvirket Jeres holdning til kapitalfonden, at I fik den udsigt til at...</i> Det var ikke noget, vi forhandlede. Det eneste, vi forhandlede, det var, hvor mange vi syntes skulle være med. Vi syntes, at der skulle være mange med.			
SOU	Det der var vigtigt for os ved alle disse ejerskifter var jo, at vi hele tiden tjente den aktionær, vi havde, men at vi ikke solgte os selv på noget, der var urealistisk. Vi overleverede i hele CVC-tiden, og vi overleverede de første to år, inden krisen kom. ... Vi havde faktisk meget store diskussioner om det her med, hvem tjener man hvornår. Fordi der sker det, at fra at du har tjent en, så skal du lige pludseligt tjene en anden. Og der er Steen heldigvis høj, høj, høj etisk. Det vil sige, vi tænkte faktisk ikke på, hvem der købte os. Det var meget sent, hvor det begyndte at gå op for os, at jamen hov, hvad har det af implikationer for mig.	<i>Man kan sige, at I har jo to interesser. Hvis I varetager de gamle aktionærers interesser, er det jo i at presse prisen op. Men som nye medarbejdere på et højere leveragegrundlag har I jo i virkeligheden en interesse i, at prisen ikke blev for høj?</i> Det er derfor, at man virkeligt skal tænke sig godt om. Men det kunne lige så godt være blevet en industriel køber. Og vi havde jo allerede optioner og andet, som så steg i værdi.	Det der jo skete i vores tilfælde var, at vi havde en aktionær, som ønskede at exitte. Og vi købte os rådgivning og satte os ned og så på, hvordan løser vi det? Det stod ret hurtigt klart, at vi kunne ikke favorisere én aktionær på bekostning af andre. Og derfor var vi nødt til at finde en model, hvor alle aktionærer fik samme tilbud. Og vi var overbeviste om, at der var mere værdi i virksomheden. Så vi valgte faktisk som ledelse at blande os i processen i stedet for at se, hvad der sker. Så gik vi ind og lavede en proces. Og den holdt vi hemmelig.	

C.4. Værditransferering

C.4.1. Værditransferering fra andre stakeholders

I hvilket omfang flytter kapitalfonden værdier fra andre stakeholders til aktionærerne?

Person	Kreditorer	Lønvillekår	Medarbejder-indflydelse	Skat
KF	<i>De gamle långivere, de blev ikke stillet anderledes i forbindelse med Jeres overtagelse, vel?</i> Nej, de blev fuldstændig refinansieret.			<i>Var det udelukkende af skattemæssige grunde, at man havde lavet den struktur, eller var der andre grunde til det?</i> Det er fordi, det er nemmere at returnere kapital, hvis du har det som ansvarlig lånekapital. Det er tungere, hvis du skal udlodde egenkapital, så er du afhængig af, hvad du har af reserver.. <i>Men det var jo også en skattefordel?</i> Der var en skattefordel

				også, men den forsvandt jo ret hurtigt i takt med, at pengene kom retur.
BES			<i>Men bare det, at de skulle tale engelsk, det var vel en udfordring?</i> Ja, men det prøvede man sådan lidt at...Søren er jo dansk, og Peter er jo svensk, og han havde arbejdet så meget i Danmark. Og det var ikke altid, at en af de andre partnere fra London var med, Rolly var jo med, men det var ikke altid, han var med til møderne. Og så snakkede vi dansk. Så der var egentlig ikke noget issue.	<i>Førte kapitalfondens nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser? Det gjorde den vel i høj grad?</i> Ja, man blev jo også ramt, på et eller andet tidspunkt, af den der lov om tynd kapitalisering. <i>Jo, men de rigtig stramme regler med de 80% EBIT, det var jo først i 9, de blev indført, så i hele perioden havde man jo et skatteskjold, ikke?</i> Jo, bestemt.
CEO	<i>Var der nogle af de hidtidige långivere, der blev stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse?</i> Ikke andet, end at de var så uheldige at blive betalt ud. <i>Der var ikke nogen, der blev skubbet et andet sted hen i rækkefølgen.</i> Nej, vi bevarede et godt forhold til Danske Bank.	<i>Men den almindelige medarbejdere havde jo ikke det, vel?</i> Nej, ikke den almindelige medarbejder. Der var slet ingen ændringer. <i>Hvor mange havde optionsprogrammer?</i> Det har vel være ti. <i>Men medarbejdernes løn- og arbejdsvilkår, de blev ikke berørt?</i> Overhovedet ikke.	<i>Hvad med medarbejdernes indflydelse, den er vel blevet påvirket?</i> Den formelle ja, fordi i realiteten var der en bestyrelse, hvor der men kun er én aktionær – det er jo et underligt gespenst. Og så det at man vælger medarbejdere kun fra Danmark til at repræsentere alle medarbejdere i Finland og Sverige og Norge. Men jeg synes egentlig, vi gjorde meget ud af, og det kan du spørge Katja (Borregaard) om, både under det ene og det andet ejerskab at forklare tingene udførligt for medarbejderrepræsentanterne. Selv om vi godt kunne have været sluppet uden om det, synes jeg vi brugte mange kræfter på at sikre kontakten.	<i>Det er klart, at en del af værdierne er skabt ved, at man betaler mindre i skat, ikke?</i> Jo, men vi betalte vel egentlig ganske normal skat nede i driftsselskabet. <i>Nede i driften, men deroppe (i investeringsselskabet) blev det jo så trukket fra, ikke? Det er jo meget normalt.</i> Jo, det må det vel være. Det var i hvert fald ikke det, der drev forretningen.
CFO		<i>Medarbejdernes løn- og arbejdsvilkår, de blev vel ikke ændret i perioden?</i> Nej. Vi fik en bonusordning, men det havde vi også i forvejen.	De er ikke med i operating committee. Og de er jo heller ikke med på de møder, hvor vi orienterer bankerne. Men de var med på bestyrelsesmøder. <i>Det vil sige, at de bliver sat noget uden for indflydelse, det kan man vel godt sige, sådan retrospektivt?</i> Jamen, hvor meget indflydelse har de... <i>Ja, de har ikke særligt meget i forvejen. De ser jo så ikke beslutningsprocessen i hvert fald. Det gjorde de vel tidligere. Det kan godt være, at de ikke havde nogen indflydelse, men de var dog en del af...</i> Ja, de var med på de fire, det var samme antal bestyrelsesmøder om året. Så der bliver lagt en tættere dialog ind. <i>Men de var jo ikke aktive deltagere i bestyrelsen, så vidt jeg forstår.</i> Nej, det var ikke de stærkeste medarbejdere, og det var der	<i>Hvor meget var den reelle equity-del, hvis man nu regner det ansvarlige lån fra?</i> Det var på 10 mio., det var egenkapitalen. <i>Ja, for hele virksomheden, ikke?</i> Jo. <i>Hvor meget var den ansvarlige?</i> Den var 1.990 mio. Så der var 2 mia. i samlet ansvarlig kapital. <i>Var det af rent skattemæssige grunde?</i> Det var...ja, skattemæssigt og også for at kunne lave en incitamentsstruktur. ... <i>Hvis vi kigger på skattestrukturen, fører den så ikke til væsentlige skattebesparelser?</i> Jamen, det har den jo gjort i og med, der var et betydeligt renteelement i finansieringen. <i>Størstedelen af</i>

			heller ikke behov for. Fordi det er der mest behov for, når det er en virksomhed i krise, og vi var ikke i krise. <i>Jeg kan forstå, at de var heller ikke så gode til engelsk?</i> Nej, så det var mest Steen, og han holdt nogle formøder med dem og holdt dem godt informeret.	<i>egenkapitalen var baseret på renter, ikke, fordi det var ansvarlig lånekapital?</i> Ja, lige præcis. <i>Og det kunne I godt udnytte, det fradrag?</i> Jamen, det kunne vi jo godt, fordi vi tjente penge. Og vi tjener penge efter renter, så vi kom til at betale mindre i skat.
SOU	<i>Blev hidtidige långivere stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse?</i> Nej.	<i>Hvordan ændredes medarbejderne løn- og arbejdsvilkår sig i forhold til tiden før overtagelsen?</i> <i>Skete der nogle ændringer der?</i> Ikke overordnet set. Det var kun de ledelseslag, der måtte investere.	<i>Hvad med medarbejdernes indflydelse? De sad vel stadigvæk i bestyrelsen, ikke?</i> Ved du, hvad der skete? Det er sådan en lille ting. Men i en børsnoteret virksomhed, der får man jo løn for at sidde i bestyrelsen. Så de medarbejdere, der sad i bestyrelsen, hentede jo, jeg kan ikke huske, 150.000 kr. om året for 8 møder. Det var ret lukrativt. Så kommer der en kapitalfond ind, så er der ikke noget bestyrelseshonorar. Så det har jo en væsentlig impact på appetitten, fordi man har stadig samme ansvar. ... <i>Så det vil sige, at medarbejderne sidder i et organ, som måske ikke har den samme kompetence, som den havde tidligere?</i> De var med på de store ting, men lige pludseligt skulle de snakke engelsk. Før var det på dansk. Der sad nogle medarbejdere, som ikke kunne engelsk. Og lige pludseligt fik de ingen løn. Og lige pludseligt vidste bestyrelsesformanden meget mere, end de gjorde.	<i>Førte kapitalfondens nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser?</i> Det har den gjort, ja. <i>Det såkaldte tax shield har sikkert også været en væsentlig driver, ikke?</i> Jamen altså, de tænker jo skat, og det gør vi jo ellers ikke så meget som børsnoteret. Der kigger man på P/E, men de fleste moderne nøgletal, de går jo for skat.
MRB		<i>Var der overhovedet noget i medarbejderne løn- og arbejdsvilkår, der ændrede sig i forhold til før?</i> Ikke noget, jeg har fornemmet, nej.	<i>Hvad var det for en type informationer, du fik?</i> Jamen, det var jo der her med, at nu sidder der de her mennesker. Vi taler engelsk. Altså, det er svært at sidde som medarbejderrepræsentant og prøve på at få indsigt i noget, som man ikke arbejder med. <i>Følte du, at du fik indsigt i det?</i> Jamen, ja og nej. Jeg synes jo, at jeg fik alt det at vide, som de fortalte mig, og halvdelen forstod jeg måske ikke. Men hvis jeg spurgte, så prøvede de på at forklare det. Den af de her CVC'ere var jo svensker, så han prøvede på at hjælpe med at oversætte lidt ind imellem. Jeg kan ikke huske, hvad han hed. <i>Ændrede medarbejdernes indflydelse sig efter, CVC overtog?</i> Ingen fornemmelse. <i>Havde medarbejdernes nogen indflydelse.</i> Ingen fornemmelse.	

			<i>Men havde de nogen indflydelse, da du var der?</i> Jeg vil sige, når vi var til de her møder, så var de da lydhøre, når man spurgte, men det var jo svært at stille spørgsmål, som var oppe i det niveau. ... Jeg har da prøvet at sidde ved siden af Steen Weirsøe og hive ham i ærmet og bede ham om at prøve at oversætte nogle af de der fagudtryk for lige at hjælpe mig lidt. Og så har der som regel været en sekretær med inde fra DT Group, som har sagt: så må I spørge mig bagefter, så skal jeg prøve at oversætte for Jer. Men nogle gange taber man bare tråden. ... <i>Siger du, at det forhold, at I skulle tale engelsk har sat medarbejderne i en dum situation?</i> Ja, lidt. Bent havde rigtig svært ved engelsk i det hele taget. Jeg kan nogenlunde engelsk, men at skulle forholde sig til nogle ting, som også ville være svært at forholde sig til på dansk...	
--	--	--	---	--

C.5. Netværk

C.5.1. Netværk				
Hvilken rolle spiller netværket for kapitalfondenes arbejde?				
Person	Køb og salg af virksomheder	Akkvisitionsfinansiering	Udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere	Brug af konsulenter
KF	<i>Hvordan fandt I køberen til virksomheden? Hvem var det, der kørte processen?</i> Det var Wolseley, dem havde vi haft kontakt med. Vi kørte processen. <i>I kørte selv processen?</i> Vi går altid ud og taler selv med...vi havde haft dialog med Wolseley i tre år, siden vi købte den. Ugen efter, vi købte den, så havde vi det første møde med Wolseley. Og så mødes man typisk med dem hvert år og orienterer dem om, hvad der foregår.		<i>(E-mail)</i> Peter Törnquist kender Ole Steen Andersen fra hans tid som investment banking rådgiver for Danfoss, hvor Ole var CFO. Peter Har kendt Cappelen i mange år fra hans tid hos Lehman Brothers og Bain & Co.	Og vi insisterede på at få 3-4 konsulenthuse ind for at spille ind med deres erfaringer. Vi havde Baine, A. T. Kearney og McKinsey. <i>Men konsulenterne, var de så løbende med i hele processen?</i> Nej, så var det faktisk Baine, der var inde og lave en kick-start på projektet, en måned eller to. Og så sagde Steen, det her kan vi godt selv, der skal vi ikke sidde og lytte på dem. De var ligesom inde og lave de første 100 meters løb, hvad er det, der skal på plads, og hvordan er det, de skal tænke, få lidt struktur på det. Og havde ekstra hænder og ressourcer. Det var en meget, meget kort...jeg tror det var fire uger, og så sparkede de dem ud. <i>Og så overtog Ole Mikael det?</i>

				Sammen med Ole Mikael, de arbejdede med Ole Mikael. Og så kørte det, slag i slag. Og så var det dem, der drev det frem. ... <i>Hvor mange konsulenter havde I inde?</i> Vi havde Bech-Bruun, vi havde Deloitte, vi havde et konsulentfirma, som gjorde det dårligt... <i>Hvem var det?</i> Det var Bruce Allen. <i>Det var de tre, I havde på?</i> Nej, vi havde langt flere. Så lavede vi en outside-in, det var første gang, en gennemgang af hele ejendomsporteføljen. <i>Det var et svensk firma, I havde på der?</i> Nej, vi havde to danske...hovedparten lå i Danmark, så vi havde to danske ejendomsmæglere, som var rundt og besøge alle ejendommene, tage billeder af dem og vurdere ud fra offentlige informationer cirka hvad markedsværdien var. Vi havde dem ude i Sverige, Norge, Finland med det samme. Så vi havde analyseret 80% af ejendommene og så ekstrapolerede vi fra den værdi, hvad 100% bør være. <i>Der havde I så lokale ejendomsmæglere på?</i> Ja. Vi havde to danske, og de havde så en samarbejdspartner i Sverige og Finland. Vi fik jo sådan en liste over alle ejendommene, og så fik vi dem værdiansat til deres markedsværdi. Det gjorde, at vi vidste, at der var en stor skjult værdi i ejendomsporteføljen. ... <i>Når I vælger rådgivere, hvad er så vigtigst for Jer, tillid eller specialviden?</i> Det er tillidsforholdet og så erfaringen med den specifikke partner, som vi bruger. Vi havde også forsikringsmæglere inde og kigge på deres forsikrings- og pensionsforhold. Det var AON. <i>Hollænderne?</i> Nej, AON, det er er Europas største forsikringsmægler.
BES			<i>Da du blev spurgt, om du ville træde ind i bestyrelsen, hvad var det så for en profil, man søgte efter.</i>	Og der var selvfølgelig også nogle af de der tømmerhandlere, man gerne ville købe op, hvor

			På det tidspunkt var jeg... <i>Der var du stadig i Danfoss?</i> Ja, men jeg var ved at blive associated i CVC. Så det var sådan set i den sammenhæng. Og jeg kendte jo Peter Törnquist fra et tæt samarbejde omkring Danfoss. Vi havde jo arbejdet sammen med Danske Markets på at forberede en børsnotering af Danfoss. Så jeg var en prioritet. Vi fik ændret vedtægterne, så vi kunne gå på børsen. Vi havde jo lavet den geniale ting, at hvis vi var gået på børsen, så skulle man inden for ti år konvertere A-aktier til B-aktier, for... <i>EQT var jo også ude efter Danfoss dengang?</i> Klart, klart. Men det var ikke hele Danfoss. Det var kun Household Compressors, hvor vi forhandlede med Bjørn Høi Jensen om at købe Whirlpools compressorforretning.	jeg kunne repræsentere en indgang qua mit netværk. <i>Det vil sige, de brugte meget dit netværk.</i> Ja. <i>Men er det dit indtryk, at kapitalfonde generelt er meget bedre til networking end andre ejere er.</i> Nej, det vil jeg ikke sige, f. eks. både Axcel og Polaris er gode til det. <i>Nå ja, men jeg tænker på, om kapitalfonde er bedre til det, end andre er?</i> Okay, jeg tror de er mere aktive. Der er den der urgency. Du har et ejerskab, som i princippet skal vare fem år. Det kan vare tre år, det kan vare syv år. Men det er den der urgency om, at alle de der gode ideer, du har, de skal implementeres nu.
CEO				<i>Hvilke typer eksterne rådgivere brugte I i forbindelse med købet og salget af virksomheden?</i> Det var banker, advokat og revisorer. Da CVC tog over, havde de lavet en McKinsey-rapport, så vidt jeg husker.
CFO		Nordea, de var ikke så glade for dem. Men kapitalfondene, de går jo så videre, og de har et meget stort netværk på finansieringssiden. Det er jo en helt verden for sig, fordi du har privat ejede virksomheder, som har en relation til bankerne.		
SOU		<i>Men opfattede bankerne Jer som en større risiko på grund af den nye kapitalstruktur?</i> Jamen altså, de blev jo betalt for det. Det er jo det gode ved den samhörighed, der er mellem kapitalfond og bank.	Vi tog en meget dygtig finansdirektør ind. Men det var i samråd. Men bortset fra det, blev der ikke skubbet nogen ind. ... <i>Hvad var det for en position?</i> Jamen, det var Anders Skole-Sørensen, der i dag er CFO i Matas, som CVC også ejer. Så man kan sige, at de har taget ham med derover.	
BANK		<i>Er det meget persondrevet, det der?</i> Ja, det er det. <i>Er det primært Søren Vestergaard?</i> Ja, Vestergaard og Törnquist og Erik Balleby da han var ved CVC, selvfølgelig, han var en gammel Nordea-mand. ... Da Danske Trælast transaktionen opstår, som er så væsentlig en kunde, så må man sige, så valgte vi		

		lige fornuften frem for følelserne at råde her. Og så går vi med på en participation. <i>Så i dette tilfælde betyder det altså noget, hvad der er for en virksomhed, de køber?</i> Ja, det gør det. <i>For ellers, i de fleste tilfælde, er det kapitalfonden?</i> Men der står du lidt mellem...at vi var ved at normalisere forholdet til fonden igen, måske var det for tidligt, burde han havde været i "fryseren" lidt længere? Ja, måske, det vil jeg ikke udelukke. Men her er der altså et target, som vi ikke kan sige nej til, fordi der er de der sideforretninger.		
--	--	---	--	--

C.6. Involvering

C.6.1. Governance

Hvorledes er rollerne fordelt mellem ejere, bestyrelse og daglig ledelse i en kapitalfondsejet virksomhed?

Person	Bestyrelsens rolle	Support til ledelsen	Andet
KF	Fra det øjeblik, vi overtager, så sætter vi jo fire mand i bestyrelsen. Og der tages alle beslutninger i bestyrelsen af de fire. <i>Der sidder du og Törnquist, og så sidder Ole Steen Andersen, som jeg i øvrigt også har talt med, og så sidder der endnu en, Fredrik Cappelen, ikke?</i> Han er en ekstern, ligesom Ole Steen Andersen. Han er tidligere direktør for NobiC Så sidder der Rolly van Rappard, en af vores founders. Så sidder der David Milne også. <i>Jamen sidder han formelt i bestyrelsen? Det tror jeg ikke, han gør. Han er jo bare inde, fordi han sidder på hele banksiden, ikke?</i> Jeg tror faktisk han var med, og så efter transaktionen, så røg han ud. ... <i>Og så har du Ole Steen Andersen og Fredrik Cappelen. Hvad er deres bidrag? De blev hentet ind, fordi de selvfølgelig har en form for industriel kompetence, ikke? Men har de nogen aktiv rolle i selskabet?</i> Vi sætter det, der hedder en operating committee op. <i>Lige præcis, og der er de jo ikke med.</i> Nej. Den operating committee, den består af Steen og Jørgen og Peter Törnquist og mig selv. Og det er der, vi forbereder alle beslutninger, der kommer til bestyrelsen. Og så har vi Ole og Fredrik i bestyrelsen for at være sikre på, at hvis der kommer problemstillinger mellem direktion og ejer, at vi så også har nogle neutrale parter.	Danske Træløst var jo meget decentralt, så de havde jo en meget, meget lille central funktion. Da han kom ind, var der måske 10 eller 12 mand på hovedkontoret. Og Ole Mikael sad på Investor Relation og agerede i princippet som en slags interim CFO. Det var en stor virksomhed samtidigt med, at de skulle lave opkøb i Finland, hvor de købte Starkki. Så der var simpelt hen ikke ledelsesressourcer til at gøre mere. ... Da vi kommer ind, så sidder vi og siger, vi er nødt til at styrke hovedkontorsfunktionen. Det er alt for meget, der foregår decentralt. Og det er derfor, vi går ind og bygger nogle flere ressourcer op på hovedkontoret. Og det er måske det modsatte af, hvad du vil tro, at kapitalfonde gør. Men vi går ind og siger, vi er nødt til at styrke hovedkontoret for at få gennemslagskraft ud igennem organisationen. Og det er der, vi så går ind og siger: vi er nødt til at have en stærkere finansfunktion. Vi er nødt til at få en treasuryfunktion på plads. Vi er nødt til at have bedre styr på ejendommene. Man vidste godt, at man ejede alle ejendommene, men der var ikke et centralt sted, hvor man kunne gå hen og se, her er det hele.	Operating Committee: Vi sætter det, der hedder en operating committee op. <i>Lige præcis, og der er de jo ikke med.</i> Nej. Den operating committee, den består af Steen og Jørgen og Peter Törnquist og mig selv. Og det er der, vi forbereder alle beslutninger, der kommer til bestyrelsen. ... Refinansieringsdiskussionerne og akkvisitionsdiskussionerne foregår i den operating committee. Alt omkring forberedelsen af indkøbsprojektet, det kørte også i den operating committee, og så blev det taget op til bestyrelsen.

	<i>En slags advisere kan man sige?</i> Ja. <i>De er ikke en aktiv del af management af selskabet?</i> Jeg tror, at lige præcist på Danske Træløst var de mindre aktive, end vi har set i andre sager. ... <i>Bestyrelsen var mere et efterretningsorgan, kan man sige?</i> Det var dér, vi tog de formelle beslutninger, men de var altså forberedte. ... Den rolle, der var tiltænkt dem (Andersen og Cappelen), den kom ikke rigtig til udtryk. Hvis vi havde valgt at gå børsnoteringsvejen, så havde vi haft to dygtige medlemmer i bestyrelsen, som kendte selskabet. Så der var en værdi i at have dem inde, hvis vi skulle tilbage og reintrodere. Og hvis vi var kommet ud i nogle konflikter med ledelsen, så havde de også haft en rolle. Men den måde, det kørte på omkring strategi og forretningsudvikling, så var de mere inde og være generel council på det.		
BES	Bestyrelsen i sådan en sammenhæng fungerer jo...de øvrige bestyrelsesmedlemmer, sådan en som mig, var jo mere den der forhåbentlig indsigtfulde, intelligente, der kunne stille nogle spørgsmål. <i>Men ellers er I mere et efterretningsorgan?</i> Ja. Men mere efterretning på de større ting. Men også nogle strategiseancer, hvor man kører ind. Men når først det er kørt, så er det CVC. ... <i>De havde jo oprettet en operating committee og en auditing committee, ikke?</i> Ja. <i>Var det der beslutningerne reelt blev truffet, og i bestyrelsen de blev taget til efterretning.</i> Altså bestyrelsen var mere til efterretning, med mindre du virkeligt havde nogle gode points. De øvrige bestyrelsesmedlemmer, sådan en som mig, var jo mere den der forhåbentlig indsigtfulde, intelligente, der kunne stille nogle spørgsmål.	<i>Hvordan er de, når de står over for det uventede?</i> De er gode. <i>Lad os tale generelt...</i> Hvis der sker et eller andet, så siger de, okay, det er sket, og diskuterer ikke så meget, hvorfor det er sket, med mindre det er for at finde ud af, hvad gør vi bedst muligt. Og de er hurtige og effektive. De bakker op om deres ledelse.	
CEO	<i>Den største ledelsesmæssige forandring efter at CVC overtog, hvad var det?</i> Det var vel bestyrelsens funktion. Det er klart, den bliver lidt anderledes, fordi du sidder med ejerrepræsentanterne. Vi kom jo fra, skal vi kalde det, en anonym struktur, hvor vi godt nok havde Codan som storaktionær, men de var jo ikke direkte indblandet. ... <i>Man da kapitalfonden overtager, hvordan ændrer det bestyrelsens/de forskellige komiteers rolle? Bliver de</i>		Nogle af de ting vi gjorde, er jo ligesom at springe nogle led over. Det behøver vi ikke at gøre så meget ud af at forklare. Vi behøvede heller ikke at formulere voldsomt, hvad det var, vi gjorde. F. eks. igen denne her med at ændre leverandører, som jo var en enorm value booster, det kunne vi jo godt gøre uden at fortælle noget om det. Havde vi nu været på børsen, skulle vi sende en meddelelse ud, og enhver analytiker kunne se, at hvad er det, der sker med deres arbejdskapital. Ja, så havde vi været nødt til at stå op på en ølkasse og

	<i>mere deltagende i driften?</i> Jeg synes det egentligt ikke, men det er klart, at der var krav til flere rapporter på nogle ting, som vi tidligere ikke havde rapporteret på. Det var naturligvis især omkring finansieringssituationen.		forklare, hvad det var. Og det havde taget lidt af overraskelsesmomentet væk. Vi benyttede os jo af, at vi handlede med sælgere, og sælgere ved intet om leverandørtider, og om du betaler 60 dage før eller efter, de skal bare have orden hjem.
CFO	Den gamle bestyrelse var meget traditionel. <i>Nåede du at opleve Sehested?</i> Nej, jeg blev jo ansat under Steen, så han har jeg ikke oplevet i Træløst-sammenhæng, andet end på generalforsamlingen. <i>Hvor han havde sine punkter?</i> Ja. Men det var jo formanden, Hans Werdelin. Han var jo en dygtig forretningsmand af den gamle skole, og så sad der jo fra Magasin Ib Jessen, og så sad Albert Boonekamp, tidligere fra DLG. Han var så gået på pension. Ib Jessen var også gået på pension, han sad nede i Spanien. Og så Werdelin. Og så sad Karoly Nemeth, som er en fremragende advokat, og det var bestyrelsen. Og så sad der nogle medarbejderrepræsentanter. Så det var ikke sådan en super...der er sket meget på bestyrelsesniveau senere, den måde man har arbejdet på, med governance, involvering og komiteer og andet. ... <i>Hvordan var deres tilgang i forhold til de tidligere bestyrelsesmedlemmer?</i> Altså, de nåede ikke at komme med ret meget, synes jeg. Jeg tror, at Steen havde mest glæde af Fredrik Cappelen, han arbejder han også stadigvæk sammen med i dag. ... <i>I havde jo også en operating committee, og den var de ikke med i?</i> Der var de ikke med. Så alt hvad der skete af betydning, det var operating committee. Og bestyrelsen var lidt mere formel. ... <i>Hvordan var beslutningskompetencen fordelt mellem ejere, bestyrelse og ledelse før og efter overtagelsen?</i> Før overtagelsen var det sådan traditionelt, meget stor magt til direktionen, og så...man får vedtaget en strategiplan og man får opkøb og sådan noget godkendt i bestyrelsen officielt. ... Det var ikke sådan helt skilt ad. Vi ventede ikke på et bestyrelsesmøde, hvis der var behov for at tage en beslutning. Så kunne det komme per telefon eller andet, og vi holdt heller ikke et operating committee før et bestyrelsesmøde, fordi der ikke måtte snakkes om det ene eller det andet. Så blev det bare et bestyrelsesmøde, hvor de var med. ... <i>Men det er jo trods alt ejeren, der sidder der, så når det er ejeren, der</i>	<i>Var det derfor, at Anders Skole blev ansat?</i> Arh, han blev...ja, det var en af tingene, men han blev primært ansat også for at være med til at håndtere bankerne, fordi sådan en bankaftale, det er to mapper på engelsk, og det er ikke normalt engelsk, det er bankjuridisk engelsk. <i>Men var det ikke også ham, der skulle bygge rapporterne op?</i> Jo, det var det også. Og så fik vi hjælp fra Erik Balleby, som var ansat af CVC. Han var hos os i et halvt års tid og var med til at bygge sådan nogle rapporter op også. Erik Balleby, han var ikke i bestyrelsen på noget tidspunkt, vel? <i>Nej, det mener jeg ikke han var, og han var heller ikke i operating committee.</i> ... <i>Hvis du kigger på CVC, hvad vil du så sige var deres stil, var den coachende eller monitorerende? I bestyrelsen?</i> Ja, den var vel mere coachende end monitorerende. Altså mere, altid begge dele.	

	<i>sidder der, og I sidder der som eksekutører, så er der vel ikke meget tilbage til bestyrelsen?</i> Nej, det kan du godt sige. Og det helt store spørgsmål, rigtig meget, var jo finansieringen, og der blev det hele...der var David Milne, som var deres Chief Financial Officer. Han var jo meget inde over.		
SOU	Bestyrelsen mister lidt sin funktion, fordi det er jo meget én til én, og de kan være meget hurtige til at træffe beslutninger, meget hurtige. Så jeg vil sige, det er en anden beslutningsmodel. <i>Hvor mange bestyrelsesmedlemmer var udefra, dvs. ikke tilknyttet kapitalfonden?</i> Der fik vi to ind, bl.a. Ole Steen Andersen, men han var jo ikke inde ret længe, fordi inden han nåede at komme ind, så var vi jo næsten allerede solgt. Tingene sker uden for bestyrelseslokalet, og de går væsentligt mere i detaljen driftsmæssigt, end en bestyrelse for et børsnoteret selskab gør, logisk nok.		

C.6.2. Kapitalfondens attitude

Hvilke signaler udstråler kapitalfonden i forhold til ledelse og medarbejdere?

Person	Tillid	Samarbejde	Medarbejdertryghed	Synlighed
KF	<i>Det tager jo lidt tid at opbygge et tillidsforhold til en direktion, det er vel ikke noget, man gør på tre dage?</i> Nej, nej. Det tager lidt tid. De skal lytte lidt til os og forstå, hvad vi er for nogle typer, og hvor vi gerne vil hen ad. ... <i>Hvor lang tid gik der, inden I havde tillid til, at direktionen havde styr på det? Hvad snakker vi om, et år eller hvad?</i> Vi havde egentlig tillid nok til, at direktionen havde styr på det. Men vi så, der var et behov for at få styrket nogle ting. Hvis vi ikke havde tillid til, at direktionen havde styr på det, så havde de jo ikke været der. <i>Det er jeg sådan set med på. Jeg mener heller ikke, at I havde mistillid til dem, men I skulle jo lære dem at kende.</i> Der går typisk et halvt år.			<i>Lavede du også præsentationer for hele nettet af butikschefer?</i> Nej, til at starte med lavede vi en præsentation, hvor vi præsenterede, hvad CVC er. <i>Var alle butikschefer til stede?</i> Nej, nej, kun top 20 var til stede, landchefer og stabschefer. Der lavede vi en præsentation om, hvad er CVC, hvad er investeringen, og hvad er mulighederne for den. Der havde vi blandt andet præsenteret nogle value-levers. Og der viste vi en value-lever, der sagde, at for hver ekstra dags kredit, I får, så deler i en million kroner. Det havde vi regnet ud. En dags kredit gav dem cirka en million kroner. Og så var der en af dem, der rakte hånden op og sagde: <i>hvorfor er der ikke nogen, der har sagt det til mig før, det har jeg jo aldrig fokuseret på.</i> .
BES		På det tidspunkt, hvor jeg kom i bestyrelsen, oplevede jeg faktisk en én til én alignment mellem CVC og de to direktionsmedlemmer. ... Der var nogle ting, som kørte i en anden periode, og hvor i hvert fald CVC var sådan lidt på kant med Jørgen Clausen. <i>Hvad var det for nogen ting?</i>	<i>Kan du sige noget om, hvad betød det nye ejerskab for medarbejdernes performance, eller var du ikke så tæt på?</i> Nej, så tæt var jeg ikke. Men vi havde tre medarbejdervalgte i bestyrelsen. De var ekstremt positive. De var	

		Der var noget omkring finansieringen. Der var en konflikt der. Og jeg vil sige, at mit gæt ville have været, at hvis der ikke var kommet en exit, så var den brudt ud i lys lue inden for et halvt til et år. <i>Men var det noget om leverage eller...?</i> Det var også noget om den måde, man styrede hele den finansielle rapportering på. Og hvor meget man var inde over de enkelte dele af virksomheden i relation til Jørgen Clausen.	meget positive på CVC og det ejerskab. <i>Men var de rigtigt involveret i diskussionerne.</i> Nej, men de sidder nok på en eller anden måde og afspejler en holdning ude i virksomheden, som de gav udtryk for.	
CEO	<i>Hvad var hovedfokus der, var det at kontrollere Jer?</i> Fra starten var det vel at være tæt på, hvad der foregik. Men da så tilliden steg.... <i>Det første år, det var vel de-risking fasen?</i> Ja, det er klart. Da vi først havde refinansieret, havde CVC stort set fået alle deres penge hjem. <i>Det havde de vel allerede efter det første år?</i> Ja, sådan cirka, så var det hele hjemme. Så blev det sjovt nok mere afslappet, det hele. ... Hvor Werdelin ville sige, det her skal op i bestyrelsen, ville man nu nok sige, at den her sag skal du huske at orientere om i bestyrelsen. <i>Dvs., at bestyrelsen blev mere et efterretningsorgan?</i> Ja, det synes jeg, for man oprettede også noget, man kaldte en Operating Committee.	Vi havde nogle seriøse diskussioner, men vi lyttede også til hinanden. Når vi så havde sagt det, der skulle siges, så korte vi fremad. <i>Var det mere et spørgsmål om kemi, end det var...?</i> Det var vel sådan en vis stædighed. Vi skulle ikke gøre noget, vi ikke syntes var kloget alle sammen. <i>Men nu var du også i den situation, at I blev købt på et tidspunkt, hvor det begyndte at gå fremad, ikke?</i> Jo, jo. <i>Og det hjalp jo meget på situationen?</i> Ja. ... <i>Så derfor spørger jeg dig: var der situationer, hvor tålmodigheden var kortere, end den ville have været hos Werdelin?</i> Selvfolgelig har der været forskellige vurderinger. Nogle gange var der mere åbenhjertige diskussioner end andre. Men vi kom aldrig frem til en beslutning, som jeg ikke stod bag.		<i>Har du indtryk af, om kapitalfondsejerskabet påvirkede medarbejdernes arbejdsmotivation og loyalitet i forhold til selskabet?</i> Jeg tror, at hvis du spurgte 90% af medarbejderne, så ville de ikke ane, hvem ejeren var. Tag flyveren op til Tampere og sig, du vil gerne finde en med 15 års anciennitet, og det er der mange, der har deroppe, og spørg om du ikke lige kan forklare, hvordan ejerskabet er. Så vil de nok sige: vi var ejet af nogle finner, og så blev vi overtaget af nogle danskere. <i>Og der stopper den? Så stopper den.</i>
CFO	Og de er bare til stede hele tiden, især i starten. Det første år får man jo ikke fred. De er jo inde at eftersøge alle muligheder for at optimere virksomheden. <i>Nu siger du det første år. Men det var jo kun, fordi det gik så godt. Hvis det ikke var gået så godt, så havde de sikkert også været der det andet og det tredje år?</i> Det havde de nok også. Men så havde de nok måske skiftet... nu kan grunden til, at det ikke går så godt være, at markedet er rigtigt dårligt, ledelsen kan stadig væk god...hvis de har tillid til ledelsen, så vil de det første år, også for at mærke efter på ledelsen og forstå virksomheden, sikre sig, at	Og så var han også med inde over, når vi skulle købe op og sætte nogle krav for, hvor meget kunne vi betale. Og det var prohibitivt lavt, hvad vi kunne give i faktor, så vi fik ikke rigtigt lov til at købe noget det første års tid. Men vi fik skubbet ham lidt ud af operating committee. Han var lidt med i starten, og til sidst kunne vi jo ikke holde ham ud. Også fordi det var ham det pønkede for, at vi skulle lave sale-lease-back. Så vi sagde til ham til sidst, at det måtte være uden ham, fordi det gik i skudder-mudder hver gang, vi skulle holde møde med ham. Så da vi fik ham lidt parkeret, så gik det meget mere operativt. Altså, han repræsenterede den traditionelle kapitalfonds-approach, kan	<i>Har du indtryk af, om kapitalfondsejerskabet påvirkede medarbejdermotivationen og deres loyalitet i forhold til selskabet, eller var det uforandret?</i> Vi havde supermotiverede medarbejdere, så der var ikke nogen negative ting der. Det kan da godt være, at der er nogle enkelte, fordi generelt var kapitalfonde jo ikke så velansket. Men de er ikke optaget af, hvem der er ejere. Først er det et stort spøgelse, og så går forretningen, nå ja, det er så fint. <i>I og med, at I ikke kom i nogen krisesituationer, var der jo heller ikke nogen stressituationer i forhold til medarbejderne, der kunne</i>	

	man er enige om, hvad der skal leveres på. Så vil de bruge rigtig mange kræfter på at være tæt på. Typisk vil de så, hvis de er tilfredse, så vil de trække sig lidt tilbage, for så vil de koncentrere sig om de næste deals, de så har købt i mellemtiden. Og hvis de ikke er tilfredse, så vil de typisk prøve at skifte ledelsen. Men de vil helst ikke blive siddende alt for tæt på det operationelle, fordi det er ikke deres ønske, og de skal jo videre med andre ting.	<i>man sige?</i> Ja, og han kom jo også med...hold da op, da vi skulle refinansiere, han kom med et nyt konsortium. <i>Altså et alternativ til Nordea og Danske?</i> Ja, det er klart. Han syntes, vi skulle have et nyt konsortium, og vi kunne banke multiplen endnu højere op, men med et enormt fee.	<i>opstå. Det kunne være, at hvis I skulle materialisere Jeres profit protection plan, så kan det godt være, at Jeres situation havde været lidt anderledes?</i> Ja, så havde det været den krog, man havde hængt det på.	
SOU	<i>Det var en kæde?</i> <i>Ja.... som de afviste, fordi I skulle de-riske?</i> Ja, det var vel ikke det, der var grunden, men det var det vel reelt, så afkastkravet er enormt højt. Men også fordi de ikke kendte os. En ledelse skal jo have credibility. ...Alle ryger ud, og nye kommer ind. Og så sidder du for første gang med nogle mennesker, som du aldrig har set før. Og de skal lige finde ud af, at når du mener, at den her investering er god, hvad er der i det og bore ned i tal. Det er ulempen ved et ejerskifte. ... Jamen, jeg kan jo sige, at f. eks. det at have en byggemarkedskæde som Silvan, en DIY-kæde, og så tømmerhandler, hvorfor har man det? Skulle man holde på begge heste? Det var en ret stor strategisk diskussion. <i>Så det man diskuterede var, om man skulle specialisere sig lidt mere som grossist, og der blev beslutningen, at...</i> Ja. <i>Man var der fordi, man ikke syntes, der var en synergi i det?</i> Næh, det var fordi de ikke kendte os. Når først de gik ned og analyserede, hvordan vi havde bundet tingene sammen, så var det evident. <i>Er der en synergi?</i> Stor. ... De var rigtig hurtige til at træffe beslutninger, men de skulle først lære virksomheden at kende. ... Når man får nye ejere, skal			

	de lige have tillid og lære én at kende.			
MRB			<i>Hvad var medarbejdernes interesser i hele sagen? Medarbejdernes interesser var, skal der nedskæringer til, skal vi ud i fyringsrunder, eller går det godt for virksomheden. Var der nogle fyringsrunder?</i> Jeg mener, at der var noget med, at de lukkede nogle afdelinger, hvor det ikke gik så godt, og hvor vi prøvede på at få folk omplaceret. Det var jo der, hvor jeg kunne prøve at sige: behandler I dem så godt, eller bær dem videre. ... <i>Du havde ikke indtryk af, at de var specielt hårdere, end man ellers ville have været?</i> Nej egentlig ikke. Så det var meget i forståelse? Ja	<i>Hvordan reagerede medarbejderne på at blive overtaget af en kapitalfond? Overhovedet ikke. Det var man ret indifferent overfor?</i> Fuldstændigt. Ingen fornemmelse af det? <i>Der var ikke nogen, der havde håbet på at være blevet overtaget af en industrivirksomhed i stedet for?</i> Nej, men nu kender jeg det mest fra Silvan, som jo er en af divisionerne, og det har de ingen fornemmelse af overhovedet. Hvis du går ud og spørger folkene i Silvan, så tror jeg faktisk ikke, de ved, hvad direktøren i DT Group hedder. De kan godt svare på Silvan, men ikke længere, det er for langt væk. Det er vores virkelighed.

C.6.3. Aktiv involvering

På hvilke områder involverer kapitalfondene sig direkte uden om direktionen?

Person	Finansiering	Køb og salg af virksomheder	Egne initiativer	Andet
KF	Vi går ind og omfinansierer og laver i princippet en ...Danske Træløst sad jo med nogle relativt store ejendomsbesiddelser. Det første vi gjorde, det var at vi fik genforhandlet mezzaninen, og efter tre måneder tilbagebetalte vi en tredjedel af mezzaninen. Og efter syv måneder var den væk, ikke? Ja, og så betalte vi det helt ud. Det var noget dyrt noget. Det var, fordi vi ikke kunne få en bedre finansiering på plads up front. Der var vi afhængige af mezzaninkapitalen. Når vi så havde været inde og arbejde med selskabet, så kunne vi dokumentere og præsentere det anderledes. Vi gik så ind og lavede en total refinansiering, og der lavede vi bl.a. også en realkreditfinansiering. Men det er klart, den kunne I selvfølgelig først lave, da I havde selskabet. Ja, den kan være svært at lave, så skal du have en bridge, så har du en bridge-risiko, og det vil vi heller ikke. Så vi lagde vi det over til en realkreditfinansiering, hvor vi betalte...vi		<i>I hvilket omfang var Jeres initiativ allerede overvejet af den gamle bestyrelse og direktion?</i> Der er det min opfattelse, at det var slet ikke på agendaen. Jeg tænker på, at mange af de initiativer, I tog, de var vel allerede drøftet? Det var ikke vores oplevelse. Eksempelvis, da vi var til managementpræsentationen. Der var ikke en eneste slide omkring indkøb. Men jeg forstod på dig, at de allerede havde startet det der... Ja, men det var ikke et decideret program. De havde bare begyndt at forhandle nogle nye betalingsbetingelser med nogle større leverandører. Men de havde ikke begyndt at lave et samordnet indkøb. Altså et centraliseret indkøb? Centraliseret indkøb. ... Vi lavede det, der hedder en lead buyer indkøbsorganisation. Det var noget, vi introducerede, hvor princippet er, at inden for de forskellige produktområder så udnævner du en lead buyer. Hvis du er lead buyer på værktøj, du kunne have en	Videregive erfaring: Vi introducerede et brev, jeg har brugt i to andre situationer, til leverandørerne, som jeg gav til dem og sagde: det her har vi gjort andre steder. Kig på det og se, hvordan det kan laves på dansk efter Jeres forhold. De gik så ud og lavede det brev og sendte det ud til leverandørerne. Det var ligesom startskuddet til at få genforhandlet. Men i hvilket omfang inddrog i erfaringer fra Jeres andre ejerskaber? Vi havde også inviteret direktøren for et af vores andre selskaber til Danmark og have en dialog med direktionen. Og han havde tidligere været direktør i Homepage. Men det kom der ikke så meget ud af, det var mere som inspiration. Det ville jeg ikke lægge for meget i. Men det brev, vi kom med, jeg gav dem en kopi af et tilsvarende leverandørbrev, vi havde brugt på Halfords, og et vi havde brugt på Debenhams for at sige, det

	reducerede vores omkostninger, jeg tror det var med 65 basispunkter. ... <i>Var bestående relationer eller minimering af finansieringsomkostninger vigtigst ved valg af banker? Jeg mener også at have hørt, at David Milne spillede en afgørende rolle i forbindelse med den anden transaktion, hvor han jo var inde på at lave et andet lånekonsortium?</i> Jo, men han er god til sådan noget. <i>Jeg er jo inde på, hvad der er Jeres rolle i den forbindelse.</i> Vi kørte den lånedokumentation. Vi har et centralt team, det har vi haft i 15 år. Han sad i det centrale team dengang og kører de her bankforhandlinger. Så det er os, der kommer os siger: det her, der er vores term sheet, det her er banklånedokumentet, bum, bum. <i>Men kunne han komme op med noget, der var bedre end det, som man...jeg ved ikke, hvem det var, der førte forhandlinger med Danske og Nordea?</i> Det var os. <i>Det var Jer, der gjorde det? Hvordan har rollefordelingen været mellem Jer og Jørgen Clausen og Skole, og hvem der ellers har været involveret i forhandlingerne?</i> Der tror jeg ligesom, at vi har ført taktstokken. <i>Men der var vel en overvejelse inde om, i stedet for at lave et lokalt konsortium...det var en lille clubdeal, men det var en overvejelse...</i> Jamen, den clubdeal, den var så meget mere attraktiv end noget som helst andet. <i>Det var bedre konditioner med Danske og Nordea? Bedre betingelser, hele vejen rundt...</i>		lead buyer på... <i>Det kunne være en finsk eller...</i> Ja, så er der en, der er lead buyer. Og så har han i sit team en, der sidder i hvert af de lande. <i>Så det var i virkeligheden en decentral måde at gøre det på?</i> En central person, som siger, at du skal stå på mål for det og det og det. Og så arbejder han decentralt med nogle i landeorganisationerne. Tidligere lå hver enhed og købte ind fra Rockwool. Og de mente jo alle sammen, at de havde de bedste betingelser fra Rockwool. Og der gik vi så ind og lavede indkøb på isoleringsmateriale. Og gik ud i udbud og udbød til tre og sorterede ned til eksempelvis to eller flyttede volumenerne rundt. <i>Det vil sige, der var så én, der var ansvarlig for relationerne til Rockwool?</i> ... og Isover og Paroc, som er de tre store inden for isolering. Der kørte vi dem så hårdt i udbud mod hinanden. Der ville eksempelvis Rockwool ikke være med fra starten. Og det gjorde, at pludselig så Isover, at deres volumener steg med 100% og Rockwools faldt med 30-40% Og så året efter kommer Rockwool tilbage og siger, hvad i alverden er det, der foregår? For vi havde taget volumen, der kunne fylde en hel fabrik. Isoleringsbranchen er jo et capacity-spil, så der gælder det om at få kapacitet, det sidste er nærmest 100% bruttoavance. <i>Men hele det der set up, var det Jeres initiativ?</i> Det var vores initiativ, at det her, det skal vi simpelt hen køre. Og vi sagde til Steen: du skal tage din bedste mand og sætte på projektet. Og der satte han så Ole Mikael, han blev indarbejdet som indkøber. Det er jo dem (ledelsen), der kører det, men det er os, der sparrer in til det. Og vi insisterede på at få 3-4 konsulenthuse ind for at spille ind med deres erfaringer. Vi havde Baine, A. T. Kearney og McKinsey. <i>Men konsulenterne, var de så løbende med i hele processen?</i> Nej, så var det faktisk Baine, der var inde og lave en kick-	er de her ting, sådan her er tonen lagt, det er det her, vi beder om, og det vi skal sende ud til alle Jeres leverandører. Finde den rigtige CEO: <i>Hvor vigtigt er det at finde den daglige ledelse i forhold til at definere en fremadrettet strategi? Jeg ved godt, at det er svært at sætte procentsatser på. Men hvilken betydning mener du, de to ting har i forhold til hinanden?</i> Jeg har ligesom den investeringsfilosofi, at når man er i et lille land som Danmark, så vil jeg helst investere i selskaber, hvor den eksisterende ledelse kan fortsætte. For det første er talentpuljen relativt begrænset. Hvis du er nede i Tyskland, kan det være, at der er ti andre, der kan det samme. Det er der altså ikke i et lille land som Danmark. Så skal du tage en med et andet sprog, og det har også nogle draw backs. Så derfor har jeg fokuseret meget på...og hvis du ser på de transaktioner, jeg har været involveret i, så har jeg meget sjældent skiftet direktionen ud. Så jeg tror meget på, at når jeg laver den investering, så har jeg også den rigtige ledelse. Og så er det mere at få forankret den fremadrettede strategi. Det er jo noget, vi gør ved at arbejde sammen med ledelsen og få dem til at tage ejerskab.
--	---	--	---	---

			start på projektet, en måned eller to. Og så sagde Steen, det her kan vi godt selv, der skal vi ikke sidde og lytte på dem. ... Da vi kommer ind, så sidder vi og siger, vi er nødt til at styrke hovedkontorsfunktionen. Det er alt for meget, der foregår decentralt. Og det er derfor, vi går ind og bygger nogle flere ressourcer op på hovedkontoret. Og det er måske det modsatte af, hvad du vil tro, at kapitalfonde gør. Men vi går ind og siger, vi er nødt til at styrke hovedkontoret for at få gennemslagskraft ud igennem organisationen. Og det er der, vi så går ind og siger: vi er nødt til at have en stærkere finansfunktion. Vi er nødt til at få en treasuryfunktion på plads. Vi er nødt til at have bedre styr på ejendommene. Man vidste godt, at man ejede alle ejendommene, men der var ikke et centralt sted, hvor man kunne gå hen og se, her er det hele. ... <i>Så hvis du skal udpegede Jeres væsentligste initiativ i perioden, så var det sourcing?</i> Det var sourcing, og så få alignment på mål og incitamentsprogrammer, hele den måde, vi tænker bonus og performance helt ned i virksomheden.	
BES			... Men der var ikke noget, hvor du kan sige, at CVC kom med nogle strategiske udspil? Nej, det vil jeg ikke sige.	
CEO	<i>Hvis vi nu kigger på, hvilke typer beslutninger de selv traf direkte, hvor I var lidt mindre involveret, hvad var det?</i> Det var jo nok på kapitalsiden. Men stadigvæk vil jeg påstå, at i hver fald i forbindelse med refinansieringen, at så lyttede de jo meget til den alternative danske finansiering. ... <i>Hvor langt gik de ned i hierarkiet?</i> De var med inde, da vi lavede rekapitaliseringen. Det kunne jo ikke nytte noget, at vi sad og forhandlede noget, som blev underkendt. Så det er nok Anders Skole og Jørgen Clausen, der lavede		De havde nogle metoder fra Debenham. Det var inspirerende, det var godt. Der kom en herover og fortalte, hvordan de kørte forretningen. <i>Hvad lærte I?</i> Det var nok mest marginhåndtering, hvordan de har håndteret deres leverandører. På det tidspunkt var vi i en fase, hvor vi ville gøre Stark-kæden til den private forbrugers kæde, ud over at være dominerende på det professionelle marked. ... Jeg kan egentlig ikke komme på nogle væsentlige ting, som var født alene af dem. Vi havde nogle gode lange diskussioner... <i>Nu tænkte jeg på den der</i>	Finde den rigtige CEO: Det vigtigste for bestyrelsen er at finde den rigtige daglige ledelse og at sikre, at de strategiplaner, der bliver udarbejdet, at man kommenterer på dem og...

	hovedarbejdet, men Søren (Vestergaard-Poulsen) var meget tæt på i det der. Jeg kan ikke huske, hvor mange af moderne, han var med på.		sourcing-strategi, var det deres, eller var det også en, I...? Nej, det var en, vi så småt var i gang med. Det var derfor, vi satte Ole Mikael over. Og allerede da de kom, var han vel flyttet over.	
CFO	Vi genererede så meget cash, at det første rap over fingrene jeg fik sammen med min gode finanschef, det var da vi tilbagebetalte 150 mio., og det havde vi så ikke fået 100% afstemt med ejerne. ... <i>Men hvem var det, der havde kontakten til bankerne, var det Jer, eller var det kapitalfonden?</i> I virkeligheden havde de jo tæt kontakt omkring etableringen. Det var dem, der kom med den og kom med konsortiet. Og så var der jo bankmoder...investorerne og konsortiet havde en repræsentant i bestyrelsen, en observator, og så havde vi jo møder med bankerne. Og der var de jo med. Det var os, der fortalte om virksomheden. ... <i>Var det dig eller var det kapitalfonden?</i> I den første runde kom de jo med hele finansieringen, så det var dem. Og så var der ikke forhandlinger, før vi refinansierede. Og det var sådan set vores oplæg. Så det var os, der førte de forhandlinger. De var jo med, det er klart. Men det var ligesom vores struktur, en mere nordisk struktur. Så det var os, der gennemførte den. <i>Det var så der, hvor I erstattede det med realkreditlån, det må også have været en dyr affære. Men det var vel nødvendigt at lave akkvisitionsfinansieringen separat i første omgang?</i> Jo, altså, de kommer jo ind, og de skal jo have finansieringen, og der har du ikke mulighed for at tale med dem, altså planlægge det hele og stemme det af, og så kommer de ind og lægger et bud. Det skal jo være finansieret. Så køber de aktierne og så videre. Så der er jo ikke nogen forhandlinger omkring, hvad synes vi, og hvad synes de?		<i>Men de havde vel også oprindeligt forestillet sig en eller anden sale-lease-back konstruktion af ejendomsporteføljen?</i> Det havde de, det var med i planen. <i>Hvorfor gik de væk fra det?</i> Vi synes ikke, det var hensigtsmæssigt, finansieringsmæssigt og driftsmæssigt. Og så var der også nogle skattemæssige ting. Så det regnede vi på rigtig mange gange. Og det var vores synspunkt, der vandt gehør. Det var en kombination af den måde, du kunne lave realkredit på, og den måde...hvis du forestiller dig en sale-lease-back på en trælast. Trælast ligger typisk i periferien af en provinsby, og den består af rigtig mange mere eller mindre halvgode eller halvdårlige bygninger. Den er rigtig god til at lave trælast i og ikke så meget andet. Den er ikke god til industri, og den er ikke god til kontor, og du må ikke lave retail der. Så det er på sin vis en lidt fiktiv markedspris, vi sætter på sådan en, når du skal lave sale-lease-back. <i>Ville det blive for dyrt?</i> Vi var bekymrede for, at det ville blive for dyrt. Der ville selvfølgelig komme mange penge i kassen, men hvis du nu skulle drive den 20 år frem, så ville du komme til, givetvis, at betale en høj husleje... <i>Ville det være på 20 års basis, hvis man ville lave sådan noget?</i> Nej, men altså... <i>Lad os nu sige 10 år, ville det ikke stække Jeres fleksibilitet med hensyn til at lukke og åbne?</i> Jo, det vil det. ... <i>CVC havde jo også tanker om at sælge Silvan fra, ikke?</i> Jo. <i>Hvad var det, der fik dem væk fra det?</i> Jamen, det var vel igen...det var jo meget early days. De kommer jo ind, og så lægger de jo mange ideer frem, kan vi få nedbragt den oprindelige investering og	

	... Og det helt store spørgsmål, rigtig meget, var jo finansieringen, og der blev det hele...der var David Milne, som var deres Chief Financial Officer. Han var jo meget inde over. Selv om han ikke sad i vores bestyrelse og han ikke var medlem af operating committee, så var det ham, der var inde over, når der skulle laves ny finansiering. <i>Havde du direkte kontakt med ham?</i> Ja, ja. <i>Så der var meget direkte kontakt med kapitalfonden, ud over operating committee?</i> Ja. <i>Hvem var dine kontakter i....?</i> Min eneste, det var også den eneste kontaktperson, der gik ud over operating committee, det var omkring finansiering. <i>David Milne, han sad i CVC i London?</i> Ja. <i>Som CFO?</i> Ja, director for et eller andet. <i>Og hvad kommunikerede du så med ham?</i> Ja, det var jo den rapportering, de gerne ville have på vores cash flow og på vores likviditet, vores bankfaciliteter. ... Så var han også med, da vi skulle forhandle de nye aftaler. Det var han jo også en central person i. <i>Det vil sige, at da de forhandlede de nye aftaler med Nordea og Danske Bank, der var det ham og dig og...</i> ...Søren Vestergaard. ... <i>Men planen var der jo allerede. CVC købte sig jo bare ind på den, ikke?</i> Jo. <i>De troede jo så, de havde den der plan, men den eksekuterede de jo ikke.</i> Nej. Deres plan var vel ikke så voldsom, på den operationelle eller industrielle side var den ikke særlig udtalt. Det var mere sådan finansiell engineering og så en mulighed for at sælge noget fra, Silvan.		tilbagebetalt på vores lån osv. Så føler de, at de har gjort noget godt og nedbragt risikoen. <i>Man grunden til, at de gik væk fra det, var det, at der alligevel var flere synergier mellem trælasten eller var det fordi, de ikke kunne få så meget for Silvan alligevel, hvis de solgte den fra?</i> Nej, jeg tror det var vores argument omkring synergier, den sammenhæng der var. Både de hårde synergier på indkøbssiden og på IT-siden, men også det, at vi havde en retailer inde til at hjælpe Stark og Beijer og de andre, hvordan driver man retail. ... <i>Det som Søren (Vestergaard-Poulsen) nævnte var, at mezzaninen var dyr. Man var henvist til at optage den, fordi man var meget bange for, at der kom nogle udsving i arbejdskapitalen. Er det noget, du kan genkende?</i> Jamen det var jo deres holdning inden købet, så det kan jeg sådan set ikke genkende. Det er jo deres vurderinger. <i>Han nævnte, at I havde fået en forbedring af arbejdskapitalen fra 16 til 14% af omsætningen, og at man var meget nervøs for at få et tilbagesving.</i> Det hænger sammen med, at vi var i gang med den strategi, netop at få internationaliseret, havde jeg nær sagt, vores arbejdskapital, så den kom på samme niveau som internationale peers. Og det kan de da godt have haft en bekymring om, om det kunne holde. Men i virkeligheden var det jo det, der drev det store cash flow efterfølgende. <i>Han nævnte i øvrigt, at på de managementpræsentationer, der var, der blev hele problematikken om indkøb ikke nævnt overhovedet. Er det også noget, du kan genkende?</i> Jamen indkøb...group sourcing, det blev jo lavet efterfølgende. <i>Men han mener sådan set, at det var et initiativ, som CVC kom ind med?</i> Jamen, det kan han da godt have ret i, altså det blev i hvert fald lavet under deres ejerskab. <i>Men jeg har nemlig forstået</i>	
--	---	--	--	--

			på Steen, at det var noget, han allerede havde kigget på inden. Ja, det var det også. Og en af de første ting, han bad mig om, da jeg startede, det var jo at lave en group sourcing function, sådan lidt i stil med det, vi havde lavet i Coop Norden. <i>Lå den under dig på det tidspunkt?</i> Næh, det ville han meget gerne have, at den gjorde, men jeg sagde at sådan en, den er nødt til at referere til den administrerende direktør, fordi den rør ved så vitale interesser for de enkelte landechefer, at der er kun en opmand, der kan klare det her, og det er chefen selv. <i>Men er der så en korrekt vurdering, at det var CVC, der tog initiativet og Jer, der eksekuterede det, eller mener du stadigvæk, at direktionen allerede havde øje for det, inden CVC kom ind?</i> Ja, jeg vil sige den sidste, den sidste version. <i>Hvorfor var det ikke med i management-præsentation til CVC?</i> Jeg kan jo ikke huske den managementpræsentation i detaljer. I bund og grund er den jo begrænset af, hvad markedet ved. Så man kan jo ikke fortælle en helt masse om fremtidige initiativer, og hvad der er potentialer i det, som markedet ikke ved. <i>Hvem introducerede lead buyer strukturen? Var det noget de kom med, eller var det noget, I allerede havde i tankerne?</i> Det var mig, der gjorde det. Var det noget, du havde fra Coop? Ja, det var det. Men vi lavede en anden struktur, men den tog udgangspunkt i det, vi havde lavet i Coop. Så det var mig, der designede det, og i øvrigt fandt vi så den helt rigtige person til at drive det. Det er ham, der er direktør for DT Group i dag. <i>Altså Ole Mikael?</i> Ja. <i>Men det vil sige, du designede selve lead buyer strukturen?</i> Ja. <i>Søren nævnte, at Baine var inde som konsulent, og A. T. Kearney og McKinsey også. Men så vidt jeg kan forstå på det, arbejdede de bare med</i>	
--	--	--	---	--

			det fire uger, og der kom vist ikke noget særligt ud af det. Er det korrekt? Hvad er din vurdering af den proces, som Baine var med til at sparke i gang? Det har intet med det nordiske lead buyer system at gøre. Men på selve indkøbssiden var de inde og lave en rapport, så vidt jeg kunne forstå. Det var de givetvis. Det kan jeg slet ikke huske. Det kan godt være, at de har været inde, og så har de kigget på nogle potentialer eller sådan et eller andet. I havde også møde med direktøren for Homebase på et eller andet tidspunkt. Bragte det heller ikke noget? Nej. Kan du huske det? Var du med til det møde? Det tror jeg faktisk ikke, jeg var med til. Jeg var med til ham fra Debenhams. Det har vi allerede snakket om. Ja, man får altid noget inspiration ud af de der ting. Hvad de har haft af projekter og hvad de har lagt vægt på. Så det er jo klart, det gjorde de jo, de bragte nogle af de her folk ind, og så holdt vi møder med dem, og fik noget inspiration. Og så tog de hjem igen.	
SOU	Og så har de jo specialister. Skat betyder meget og finansiell tankegang, og det er jo så typisk englændere, de sætter ind. ... Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af kapitalfonden? Omkring finansstrukturen, banker. Så der var I ikke inde over? Jo, det var vi, men vi var jo enige med dem. Det var dem, der havde ekspertisen.	Hvad var den mest intensive periode, altså hvor kapitalfonden var mest involveret? Helt ærligt, det var de nok mest i exit.	Hvad synes du så var kapitalfondens væsentligste initiativer i ejerperioden? Der er ingen tvivl om, at det var balancefokus. De var ingen initiativer på det industrielle område, som vi ikke allerede havde...? Nej.	Videregive erfaring: Men det de kommer med er nogle redskaber på tværs af virksomheder. De havde nogle engelske virksomheder, hvor de havde gjort visse ting, som vi kopierede. Men så køber de jo industriel viden ind. Vi havde Fredrik Cappelen inde, som kom fra Nobia og Ole Steen Andersen, som kom fra Danfoss. Så jeg vil sige, de bringer ekspertisen ind, men selve metodikken, den bruger de. Men vi talte meget strategi, ekspansion, hvad skal vi investere i. Men måske mest ud fra en finansiell synsvinkel, hvad det giver i afkast. Det de bragte ind, det var Debenham? For eksempel. Var der nogle erfaringer, de havde derfra, som I folte var relevante? Ja, det var der. Er det primært indkøbspriser eller... Det var både sådan lidt

				overordnet filosofi om, hvor langt man kan gå, og så var det helt konkret redskaber. Hvordan gør man det. <i>Har du nogle eksempler?</i> Det kunne være, hvordan informerer man en leverandør om, at dette her er en god ide? Meget konkret.
BANK	<i>Hvem forhandlede I så med i denne her proces? Var det kapitalfonden direkte?</i> Det var en konstellation af CVC og så Dansk Træløst. <i>Jørgen Clausen?</i> Ja, Jørgen Clausen og så efterfølgende, et par år efter, kommer Anders Skole jo ind. Men Jørgen Clausen til at starte med. <i>Anders Skole kommer ind som finansdirektør senere hen?</i> Ja, han kom lidt senere, han kom da de lavede exiten, faktisk. <i>Men hvordan er processen? Er det primært kapitalfonden, man forhandler finansieringen med eller er det primært de eksekutive medarbejdere i virksomheden? Hvem sidder i driver seatet?</i> På de mindre selskaber, er det ofte kapitalfonden, man drøfter det med, fordi de mindre selskaber ikke nødvendigvis har den bemanding i deres treasury-funktioner. <i>Og i DT's tilfælde?</i> I DT var kendskabet til de her ejendomme så væsentligt, der lavede du det som en slags konstellation, hvor du både snakkede med CVC, og Jørgen Clausen var inde over den der også. ... <i>Hvis vi tager DT først, Jeres forhandlinger er altså både med kapitalfonden og med CFO'en og finansdirektøren. Hvad bidrager de så med, hver især? Hvilke kompetencer har de hver især.</i> Selskabet bidrager med, at de kender virksomheden bedre, kender eksempelvis de ejendomme, der var.			

C.6.4. Betydning af kapitalfondens urgency

Hvilken betydning har kapitalfondens aktive involvering for opnåelsen af de strategiske mål?

Person	Modet til at træffe beslutninger	Veldokumenteret status	Tilstedeværelse	Andet
BES	Og de sad jo stadigvæk, de gamle ledelser, de gamle tømmerhandlere. Nogle af dem sad jo så med et nyt ejerskab og korte deres forretninger videre. Og det var jo nærmest blevet sådant et mantra, at det turde man ikke røre ved. <i>Og det mente bestyrelsen også? Altså, de var imod Stark-konceptet, så at sige?</i> Helt klart. Og det er klart, at det skulle man så lige tage lidt tilløb til. Men man kunne jo se, at det fungerede jo ikke, fordi en af de ting, der kom op, da vi i min tid tog beslutning om at samle det under én ledelse, én direktør, og så kalde det hele Stark, og så i øvrigt give samme kreditbetingelser. ... <i>Var der stor modstand blandt tømmerhandlerne?</i> Ja, det var der nok. De ville jo alle sammen hellere bevare det gamle navn. <i>Ja, og indflydelse og position?</i> Ja, indflydelse og selvstændighed og sådan noget. De var jo stadigvæk noget i det lokale samfund. Den dag, de blev filialbestyrere i Stark, så var det anderledes.	Knap havde de købt den, før de ville ud af den. Men der lærte jeg sådan set...de sagde, jamen på en vis måde har du ret. Men vores holdning er altså, når vi har lavet det, vi kunnet gøre det hurtigere i Dansk Trælasthandel, end vi egentlig havde troet, så er tiden for exit kommet.		Rigtig ejer: <i>Ville direktionen kunne have gennemført sine planer uden kapitalfondens "urgency"?</i> Nej, no way.
CFO			Og det andet, urgency, det er nok det, der bidrager allermest. Og de er bare til stede hele tiden, især i starten. Det første år får man jo ikke fred. ... <i>Mener du, at I kunne have gennemført Jeres planer uden kapitalfondens urgency?</i> Altså, jeg er meget overbevist om, at urgency har været et meget stærkt instrument, og når man så kobler det med incitamentsprogrammerne og aktieprogrammerne, så virkede det...det var utroligt meget nemmere at kommunikere. Jeg kunne jo sammenligne det med Coop, hvor man simpelt hen sad på alle de nationale interesser, og det var svært at få noget gennemført på tværs af landegrænser. Der skulle virkeligt kæmpes for det. Der var det stadig	

			svært her, men det var en hjælp, at man havde de aktieprogrammer, og man havde den urgency ovenfra. <i>Men vil du sige, hele den der urgency, er det noget man altid bør have i en virksomhed, eller mener du at kapitalfondene, den struktur er bedre, når det handler om forandringsprocesser, for eksempel?</i> Det er jo ikke alle virksomheder...der kan jo komme lidt laziness og laid back ind i enhver ledelse. Hvis ledelsen har siddet der i ti år og føler, den har styr på markedet og de største aktionærer, så ved man godt, man skal levere resultater, men man har måske lidt mere langsigtede og mellemsigtede briller på, også end de meget kortsigtede. <i>Hvor meget vil du mene, at det (konjunkturerne) har bidraget til succesen? Hvor stor en procentdel vil du mene, at det kan forklare?</i> Det vil jeg sige, at det er da i hvert fald halvdelen. Og den anden halvdel er indkøb og cash flow, fokus og effektiviseringer. Men det er altid nemmere at effektivisere, når det går fremad.	
SOU		Først de-risiking, der var stort fokus på at få høvlet af gælden. Så det kommende år: stort fokus på strategi, hvordan vil vi omdanne denne her. Og så blev fokus jo exit. Så fokus skiftede faktisk, og det vil jeg sige, det er måske nok anderledes. Hvor man typisk som børsnoteret, der har man sådan lidt konstant fokus. De skiftede.	<i>Men de forandringer, I foretog, dem mener du ikke I kunne have foretaget uden en kapitalfond i ryggen?</i> Jo, det mener jeg godt, vi kunne. <i>Det ville bare have taget længere tid?</i> Ja, det havde det nok.	Hurtig omsætning: Det jeg måske lige kan sige, det er, at når først de er overbeviste, så vil de havde det rullet ud hurtigst muligt. Det er atypisk i forhold til, når man sælges til en børsnoteret. Der vil man normalt arbejde lidt langsommere. Så det tager tid at overbevise dem, men når først de er overbeviste, så kan det ikke gå hurtigt nok.
MRB				Pres på medarbejderne: Vi havde åbnet Silvan Sverige på et tidspunkt. <i>I åbnede tre butikker i Sverige, ikke?</i> Ja, hvoraf den ene så blev lukket igen, fordi den ikke gav så meget. Så det var meget benhårdt, det her med at kigge på afkast. <i>Har du indtryk af, at det var hårdere end før?</i> Ja, det var mit indtryk, men spørg mig ikke, hvor jeg har det fra. Men samtidigt tror jeg også, det var sund fornuft, altså måden vi fik det forklaret på.

C.7. Specialisering

C.7.1. Kapitalfondenes industrielle kompetencer			
Hvorledes bidrager kapitalfondene med industriel kompetence?			
Person	Kapitalfondens egne industrielle kompetencer	Bestyrelsens industrielle kompetence	Overraskelser
KF	<i>Har I brugt noget af det, I har lært i DT i Ahlsell?</i> Ja, selvfølgelig, det er jo en væsentlig del af casen, vi bruger. <i>Hvad?</i> Indkøb, indkøbsbetingelser, vi går ud og genforhandler... ... Fra DT kan man lære meget omkring...altså de har stadig 10% af omsætningen i working capital, DT har nul, så der var man kommet længere. Hele det spil med at optimere og smide leverandører ud og konsolidere volumener på leverandører, det var DT blevet rigtig gode til, det er så det, vi gør nu. Mere sourcing i Asien, det kan vi arbejde meget mere aktivt med, fordi vi har centralvarelagere, det var sværere i DT. Så der er forskellige ting, du kan gøre med de forskellige virksomheder. Og det er det, vi arbejder med. ... <i>Hvorledes tilførte I virksomheden industriel kompetence?</i> Rolly (van Rappard), han sad i bestyrelsen for Cementbouw og havde også siddet i bestyrelsen for Wavin, som var en leverandør. Og har siddet i en række byggematerialer. Så han kom jo ind og havde både sin generelle bestyrelseserfaring, men også specifikt byggemateriale.		<i>Hvilke branchemæssige forhold overraskede Jer mest efter overtagelsen af virksomheden?</i> Det var, at de havde lavet så relativt lidt inden for indkøb. De var jo ingen vegne. Der var jo ingenting. Der var ingen indkøbsafdeling, det var fantastisk at opleve.
BES	<i>Hvorledes tilførte CVC virksomheden industriel kompetence?</i> Det synes jeg ikke, man kan sige, de gjorde. Det synes jeg ikke.	<i>Hvem var der af industrielle specialister ud over dig i bestyrelsen?</i> Der var ikke andre. <i>Du var den eneste?</i> Ja. <i>Så var der Søren Vestergaard-Poulsen, Törnquist og Rappard. Det var bestyrelsen?</i> Ja, og så mig. <i>Det vil sige, at du skulle bære hele den industrielle kompetence.</i> Ja, det kan man godt sige. <i>Du var den første industrialist, der blev involveret i selskabet.</i> Ja, og den sidste, fordi så blev vi solgt kort efter. <i>Har CVC nogle andre koncepter, end du kender fra andre kapitalfonde?</i> <i>Har de nogle specielle måder, de gør tingene på, som er lidt anderledes?</i> Nej, men de har jo lidt den der baggrund...Søren Vestergaard-Poulsen er jo tidligere McKinsey, og Peter (Törnquist) var jo den, der ligesom byggede Baines op i Europa, udover hans finansielle baggrund. Så de kørte meget som konsulenter. Der var aldrig nogen, der har været rigtig ude og været industriledere. ... <i>Dine kompetencer, de var jo først og</i>	<i>Hvilke branchemæssige forhold, tror du, overraskede CVC mest efter overtagelsen af virksomheden?</i> De startede jo med at ville sælge Silvan. Men da de så fandt ud af, at der var, selv om de var meget forskellige, så var der selvfølgelig også nogle synergier på specielt indkøbssiden. Og der var også nogle synergier ved, at man lavede det der Stark-koncept, så man kun havde Stark og Silvan, og fik en fælles rabatstruktur for sine professionelle kunder. Da det gik op for dem, at sådan kunne det komme til at fungere...Men da de så ind i DT til at begynde med, så de jo alle de der tømmerhandlere, men Silvan var jo det, der var konceptet. Så jeg tror, der var nogle ting, de lidt revurderede.

		fremmest på det industrielle område. Hvordan blev de sat i spil? Nu var jeg mere på, hvordan dansk industri fungerer, og hvordan tingene er i Danmark. Fordi jeg har jo ligesom primært arbejdet ud af Danmark. Og det har de andre jo ikke på samme måde. Det var ligesom den der mere lokale baggrund.	
CEO	Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence? Gjorde den det overhovedet? De gjorde de i hvert fald i form af den snak med Debenham. Det var måske mere generelt ledelsesmæssigt? Faktisk, det havde været godt, hvis det havde været lidt længere, for der var nogle ting, hvor vi kunne have lært endnu mere. Tror du, de har brugt noget af det de har lært hos Jer hos Ahlsell? Ja, det er mit indtryk. Jeg har ikke hørt noget fra Ahlsell, men det er jeg sikker på. Men Ahlsell er som udgangspunkt bare en bedre drevet virksomhed end den, jeg overtog. ... Matchede kapitalfondens industrielle kompetence den daglige ledelses? Nej, sådan kunne det jo ikke være, så tæt kan de ikke nå at komme på. Man må jo også sige, at var det gået skidt, så er jeg sikker på, at de have lært det væsentligt bedre. Sådan er det jo.		Hvad for branchemæssige forhold overraskede kapitalfonden mest? Det er jo nok de ting, jeg har sagt om, hvor synergiene var med Silvan. Og så hele sale-lease-back tanken, at de lod være med at gøre det. Er der nogle branchespecifikke ting, som ville have haft nogle negative konsekvenser ved at lave den sale-lease-back, eller er det mere i almindelighed, du synes, det er en dårlig ide? Nej, det er først og fremmest, fordi branchen trods er mere dynamisk, end man lige regner med. Når man kigger ti år tilbage og ser, hvor meget der er sket i den branche, så vil man umiddelbart sige, at der ikke er sket noget. I ville have mere fleksibilitet ved at eje og låne, fordi det ville være vanskeligere at komme ud af et leasing-arrangement, end det ville være at sælge? Ja.
CFO	I havde en eller anden, var det fra Debenham,ovre på et tidspunkt for at belære Jer lidt om... Ja, det kom der ikke så meget ud af. Det er en anden business, så det er jo altså varehus og meget tøj. Så det er en helt anden...Det er forbrugere, det er kvinder og tøj, det er meget trend og mode og sæsoner og priser. Og vores var meget relations-markedsføring i forhold til kunder. Du har en håndværker i tre generationer og har relationer til ham. Der var ikke så meget, man kunne hente derfra? Nej, man kan altid lære noget og få noget inspiration. Men det var ikke det, der gav kicked? Nej, det var det ikke. ... Hvordan tilførte kapitalfonden industriel kompetence til DT. Gjorde de det? Det gjorde de da. Ikke specifikt branchekendskab, men alligevel deres egen kompetente indsigt i forskellige brancher og virksomheder, og hvad man har gjort. Hvor synes du, de var stærkest på det industrielle område? Hvad bidrog de mest med af industriel kompetence? Var det på indkøbssiden? Den industrielle kompetence er vel at se de steder, f. eks. på indkøb, hvor man kunne sætte ind og burde sætte ind. ... Vil du mene, at deres industrielle	Men senere kom så Ole Steen Andersen ind. Han var vel den eneste industrialist i bestyrelsen? Der kom også Fredrik Cappelen ind. Han var på det tidspunkt fra Nobia. Så det var de to eksterne. Hvordan var deres tilgang i forhold til de tidligere bestyrelsesmedlemmer? Altså, de nåede ikke at komme med ret meget, synes jeg. Jeg tror, at Steen havde mest glæde af Fredrik Cappelen, ham arbejder han også stadigvæk sammen med i dag. Og det kan være lidt på det personlige, men han kom jo også lidt i samme branche. Og han havde været ude for en tilsvarende private equity ting. Så han var nok den, der forstod os bedst. Ole Steen Andersen var jo sådan mere industrimand, og ikke så meget retail. Var han mere talmand, eller var han mere industrimand? Nej, jeg vil ikke sige, han var en talmand. Han var lidt mere formalist. Nu kendte jeg ham fra NKT-tiden, hvor jeg var i LK og han var koncerndirektør. Han har altid været meget innovativ og teknologisk orienteret. Han var ikke en typisk talmand, han var strateg og... Men nåede de overhovedet at bidrage med noget i den tid, de var i selskabet? Nej, det var perifert, for det der faktisk foregik...der var bestyrelsesmøder... ...	Hvilke branchemæssige forhold overraskede CVC mest, efter at de havde overtaget Jer? Jeg tror måske, de blev overrasket over det købmandskab, der skal til ude i en trælast, hvor der handles og laves rabatter og laves projekter mellem sælgerne på køberne. Standardiserede de alle rabatsystemerne for meget? Du siger, der skal udvises købmandskab. Det betyder jo typisk, at det er en beslutning, der skal træffes decentralt, ikke? Jo, det må siges. Synes du det blev for rigtigt, for centraliseret? Nej, det gjorde det ikke, der blev ikke lavet om på noget. Men nu spurgte du, om der var noget, der overraskede dem.

	<i>kompetence matchede den daglige ledelses, altså din og Steens?</i> Ja, det synes jeg, man kan sige, på det niveau de nu var. Altså, nu er det heller ikke verdens vanskeligste virksomhed at forstå, en trælast og en gør-det-selv. Det er jo ikke forskningsafhængigt eller ny teknologi. ... <i>Hvor meget involverede CVC sig i branchespecifikke spørgsmål?</i> Årh, det var ikke så meget.	<i>Jeg tænker mere på, om du kan huske, at der var nogle, hvor specielt Ole Steen Andersen eller Fredrik Cappelen kom med nogle input, som var væsentlige for strategien eller for det operationelle?</i> Det er ikke noget, jeg kan huske, men de var da nogle værdifulde sparringspartnere at have i de diskussioner på bestyrelsesniveau, hvor især Cappelen også kunne bidrage med erfaringer fra private equity verdenen. <i>Fra Nobia, ikke?</i> Ja.	
SOU	Men det de kommer med er nogle redskaber på tværs af virksomheder. De havde nogle engelske virksomheder, hvor de havde gjort visse ting, som vi kopierede. Men så køber de jo industriel viden ind. Vi havde Fredrik Cappelen inde, som kom fra Nobia og Ole Steen Andersen, som kom fra Danfoss. Så jeg vil sige, de bringer ekspertisen ind, men selve metodikken, den bruger de. Men vi talte meget strategi, ekspansion, hvad skal vi investere i. Men måske mest ud fra en finansiell synsvinkel, hvad det giver i afkast. ... <i>Havde det nu været en mindre dansk kapitalfond, som ikke havde haft alle de tilfælde på forhånd, så ville I måske have stået i en anden situation?</i> Ja, og så havde de, det var et vigtigt valg, tror jeg, at de valgte en dansker og en svensker fra deres side som lead, som forstod kulturen. Jeg tænker på Peter Törnqvist, Søren Vestergaard og Erik Balleby. ... <i>Matchede kapitalfondens industrielle kompetence den daglige ledelses?</i> Altså, de havde ikke de industrielle kompetencer. De var rent finansielle. <i>Men de havde også nogle systemer, sagde du?</i> Ja, det sjove er jo, at de har købt Ahlsell efterfølgende, VVS-grossisten, efter os. Den ejer de i dag. Den har de nok fået appetit på. <i>Der kan de jo så bruge de kompetencer, de har lært.</i> Ja. ... <i>Matchede kapitalfondens industrielle kompetence den daglige ledelses?</i> Altså, de havde ikke de industrielle kompetencer. De var rent finansielle. <i>Men de havde også nogle systemer, sagde du?</i> Ja, det sjove er jo, at de har købt Ahlsell efterfølgende, VVS-grossisten, efter os. Den ejer de i dag. Den har de nok fået appetit på. <i>Der kan de jo så bruge de kompetencer, de har lært.</i> Ja.		

C.7.2. Betydningen af kapitalfondenes industrielle kompetencer Hvilken betydning har det for virksomheden, at kapitalfonden besidder specifik industriel kompetence?	
Person	Kapitalfondens egne industrielle kompetence
KF	<i>Mener du, at det bør forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Det afhænger af, hvad for en sektor du investerer i. Hvis du er i FIG (Financial Institutions), TMT, så skal kapitalfonden besidde brancheekspertise. Hvis du køber en bank, et forsikringselskab, et leasingselskab, så skal du have dybere sektorekspertise. Men hvis du er inden for... <i>Altså i denne her branche, der forventer man del vel ikke?</i> Der forventer man det ikke, nej. <i>Og det samme gælder vel hele retail og...</i> Nej, det behøver man ikke, men jeg tror, det er da en fordel at man ved, hvad man skal kigge efter. Så man ikke sidder og siger: nå, omsætningen stiger 30%, det var da fantastisk. Hvis du så have fået at vide, at like-for-like var minus én, det er kun fordi du åbner nye butikker. <i>Jo, men det er jo ikke brancheekspertise. Brancheekspertise, det går vel sådan mere på...</i> Du vil blive overrasket. Bare hvor du monitorerer forskellige typer brancher, der er meget viden i det. <i>Men tror du, at tendensen går imod, at kapitalfonde bliver mere og mere branchefokuserede, eller...det gør de vel ikke?</i> Visse sektorer vil være mere branchefokuserede. <i>Altså også i CVC?</i> Vi har jo introduceret to sektorer, vi kommer med en tredje, vi har en TMT og vi har en FIG-gruppe, som arbejder med de lokale, nationale teams. Og når vi så skal kigge på en bank... <i>Retail er ikke en fokusgruppe?</i> Nej, det er en generalist. Så hvis vi skal købe en kabelvirksomhed eller en TV-station, så er det klart en fordel, at du har nogle, der har kigget på det før. Hvis du skal kigge på en kreditbog i en bank, så er det klart...der sidder nogen med noget sektorviden. Hvis du er i en generel sektor, så kan du godt kigge på en detailhandel, men der skal du kunne trække på nogen, der har noget viden. Jeg blev inviteret af vores franske team eller vores italienske team, når de kigger på detailhandel. Så kommer jeg ned og ser på tingene eller læser tingene igennem og sparer med dem omkring det. <i>Men nu har i også et langt større marked.</i> <i>Jeg tænker på de kapitalfonde, vi har her i Danmark, Axcel og Polaris, de kan jo af gode grunde ikke specialisere sig, fordi deres marked er så relativt lille.</i> Det er måske også derfor, at det er nemme konkurrenter for os at slå med. Men de arbejder jo så også i et andet segment. De ville ikke have en chance, hvis de kom op i de store transaktioner. Vi trak på Rolly, dengang vi købte Trælasten, og nu når vi går ind og køber Ahlsell, jamen så Peter og jeg, vi kender byggemarkedet i Norden ind og ud via vores aktiviteter. Vi er meget mere komfortable med at lave sådan en investering. <i>Kapitalfonde er jo i dag generelt noget helt andet, end det var for 10-20 år siden, fordi man jo har et helt andet erfaringsgrundlag?</i> Fuldstændigt. Hvis du ellers har en kapitalfond, hvor du har de samme folk med den store erfaring. Du kan godt have en kapitalfond, som har været der i 20 år, men der er ikke nogen gengangere fra for 20 år siden. Så den viden, der blev opbygget...og viden i investeringskomiteen, den er uvurderlig. Det erfaringsgrundlag, der skal vurdere, hvad du skal og ikke skal, eller du lige kan sige: Søren, jeg ved godt, du er på sommerferie i Frankrig, men du skal til Paris i morgen til en massepræsentation, vi kigger på en detailhandelsvirksomhed, og vi ikke helt komfort med, at vores franske lokale teams helt forstår det. Kan du ikke lige gå ind og kigge på det? Og man så sidder med på en massepræsentation og har en diskussion med dealteamet bagefter og siger: tænk på det og det og det, og lige går ud og ser butikken og taler med direktøren. Ud over at det giver en credibility, så giver det også en helt anden indsigt i investeringscasen, end du vil have, hvis du bare sad uden den erfaring. Når vi kan bruge den fra Rolly på Trælasten, når vi selv kan gøre det på Ahlsell, så har du en helt anden komfort til at vinde transaktionen. Hvis du kan byde op, hvis du ligesom kan sige: okay: det der sker nu, det er de og de ting, det har vi set før, det gør at vi lige tør byde de 3-4% mere. Eller vi kan overbevise bankerne om, at vi er...bankerne er meget mere rolige, når vi kommer og skal snakke Ahlsell og have en finansiering på plads, end hvis det er nogen, der ikke har gjort det før. Hvis vi kan få nogle bedre priser på tingene.
BES	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Der er jo en tendens til, at kapitalfonde arbejder helst inden for visse brancher. Der er nogle brancher, de ikke vil røre ved. <i>Men sådan rigtig brancheeksperter...?</i> Nej. <i>Problemet er vel også, at de begrænser deres investeringsunivers helt uhyggeligt, hvis de...?</i> Ja, de har den holdning, at de kompetencer er nødvendige. Hvis de ikke har dem selv, så køber de dem. De holder sig gennemgående helt fra pharmaceutical, også fordi det er meget store transaktioner... ... <i>Vidste kapitalfondene nok om branchen, eller ville en industriel investor have været en mere egnet ejer?</i> Nej, jeg synes det der branchekendskab, som de måske ikke havde direkte, i hvert fald ikke for det nordiske marked, det tilegner de sig meget hurtigt. Og nu har de fået lidt lyst til det ved at købe Ahlsell i Sverige. <i>Men jeg går også ud fra, at netop ved Ahlsell vil de bruge mange af de erfaringer, de har samlet ind?</i> Same thing. Bortset fra, at Ahlsell er meget mere velkørende, end DT var til at begynde med. <i>De er vel også mere inde i VVS-branchen?</i> Ja. <i>Har du indtryk af, at man brugte erfaringer fra andre ejerskaber i DT. Jeg tænker på Debenham omkring sourcing?</i> Ikke sådan meget specifikt, det var ikke mit indtryk. <i>Samler kapitalfonde ikke en masse best practice erfaringer ind?</i> Nogle gør, de gør det meget situationsbestemt. KKR har jo deres egen konsulentafdeling, men de er faktisk nogle af de eneste, der ligesom siger, at den erfaring vi får vil vi prøve at embedde i vores egen konsulent... <i>De foretrækker at købe ind?</i> Ja.

CEO	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Jeg tror, det er en god ting, hvis de har ekspertise. Men du ser jo også, at de forskellige kapitalfonde har forskellige set ups. CVC har deres måde, hvor de trækker to eksterne bestyrelsesmedlemmer ind, den ene var tidligere Danfoss-direktør, den anden var på det tidspunkt chef for Nobia. Og så har du EQT, som kører en anden model med industrial advisors. Når de ser på noget, så har de folk tilknyttet. ... <i>Ville der være en ide i, hvis kapitalfonde specialiserede sig inden for specifikke områder? Ville det give et væsentligt bidrag, eller ville du føle, at du så havde en ejer, der var for tæt på, altså ville give dig mindre frihedsgrader?</i> Ja, hvis de begynder at blive for specialiserede, begynder det at blive problematisk. <i>Måske som en skyggedirektion?</i> Ja, så kommer man til det der, skal vi tage synergierne, hvis vi begynder at have for mange tæt på. Ahlsell var jo oplagt, skulle vi fusionere med dem eller lade dem være hver for sig? Og der var vi enige om, at det var det sidste.
CFO	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør den forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Det første, de skal have eller de skal skaffe sig ekspertisen. Men altså, det er jo ikke en dyb ekspertise, det er sådan en generel. <i>De skal forstå markedet, det er det du mener? Og så ellers sørge for at sætte de rigtige folk ind i bestyrelsen?</i> Ja. Du har jo også kapitalfonde...på TDC har du nogle, der har arbejdet med telekommunikation det meste af deres liv. Og så har du nogle, der har arbejdet med retail. Det havde Søren Vestergaard. De havde mere retail-erfaring end decideret trælast. <i>Det han nævner er, at han så primært casen i at kunne centralisere indkøbsfunktionerne. Og det var det han havde erfaring med.</i> Ja.
SOU	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Det, de kunne, det var, at de kunne tænke finansiering og gearing og skat. <i>Så du siger nej til det?</i> Ja, fordi ellers svarer det jo til det, vi har i dag, en multinational. Og så skal det drives på en anden måde.

C.8. DT's økonomiske nøgletal (mio. DKK)

DT's regnskabstal umiddelbart før og under CVC's ejerskabsperiode					
	2001	2002	2003/04	2004/05	2005/06
Resultat					
Omsætning	14.639	14.878	15.107	15.973	17.642
Bruttoindtjening	3.546	3.662	3.745	4.081	4.548
EBITDA	851	945	899	1.118	1.243
EBIT	567	660	461	890	1.031
Resultat af ordinær drift	413	545	322	649	887
Årsresultat	279	376	213	457	626
Balance					
Egenkapital			-71	96	613
Ansvarlig lånekapital					
Rentebærende nettogæld			5.902	5.240	4.270
Balancesum			8.115	8.204	8.443

C.9. Medlemmer af DT's bestyrelse og direktion

Bestyrelse			
Fra	Til	Person	Funktion
1982	11.06.2003	Hans Werdelin	CEO, Spohus Behrendsen
1984	11.06.2003	Vagn Genter	CEO, Brdr. Hartman
	11.06.2003	Karoly Nemeth	Advokat
	04.07.1996	Henning Anker Petersen	
14.07.1987	14.06.1994	Hans Christian Bang	Bankdirektør
21.12.1989	23.05.2005	Flemming Gammelgaard, medarbejdervalgt	
21.12.1989	14.05.1990	Kjeld Jensen	
21.12.1989	23.05.2005	Erik Lunden, medarbejdervalgt	
21.12.1989	31.07.1990	Svend Thorn Jakobsen	
21.12.1989	31.07.1990	Bent Claus Jensen	
14.05.1990	22.09.1993	John Mikkelsen, medarbejdervalgt	
08.07.1991	30.06.1995	Valdemar greve af Rosenborg	
22.09.1993	13.05.1997	Leila Sasser, medarbejdervalgt	
14.06.1994	11.06.2003	Ib Jessen	CEO, Magasin
30.06.1995	01.12.1999	Steen Weirsoe	Koncerndirektør, Danisco
04.07.1996	11.06.2003	Albert Beckenkamp	CEO, KFK
13.05.1997	31.10.2006	Peter Nørgaard Andersen, medarbejdervalgt	
08.08.2000	11.06.2003	Tomas Persson (SE)	CEO, Brio
15.05.2002	11.06.2003	Per Søndergaard Pedersen	CEO, TK Development
17.03.2003	01.03.2006	Erik Balleby Jensen	Managing Director, CVC
17.03.2003	25.09.2006	Peter Georg Edward Törnquist	Partner, CVC
17.03.2003	25.09.2006	Søren Vestergaard-Poulsen	Partner, CVC
20.05.2003	28.06.2004	David Gordon Milne	Managing Director, CVC
20.05.2003	31.07.2012	Steen Weirsoe	CEO
20.05.2003	25.09.2006	Louis Rudolph Jules van Rappard	Partner, CVC
28.06.2004	25.09.2006	Ole Steen Andersen	CFO, Danfoss
28.06.2004	25.09.2006	Ulf Fredrik Cappelen	CEO, Nobia
23.05.2005		Katja Borregaard, medarbejdervalgt	
23.05.2005		Bent Mortensen, medarbejdervalgt	
25.09.2006		Robert Hugh Marchbank (GB)	
25.09.2006		Mohammad Asim	
25.09.2006		Mark Jonathan White (GB)	
Bestyrelsesformænd			
1982	11.06.2003	Hans Werdelin	Formand
11.06.2003	17.07.2003	Søren Vestergaard-Poulsen	Formand (herefter næstformand)
28.06.2004	25.09.2006	Peter Georg Edward Törnquist	Formand
25.09.2006		Robert Hugh Marchbank (GB)	Formand
Direktion			
Fra	Til	Person	Funktion
	04.04.2000	Finn Sehested	Administrerende direktør (CEO)
17.04.1990	27.08.2002	Preben Thomasen	Koncernøkonomidirektør (CFO)
	22.10.2001	Peer Voigt	Direktør
01.12.1999	04.04.2000	Steen Weirsoe	Direktør
04.04.2000	01.08.2012	Steen Weirsoe	Administrerende direktør (CEO)
04.11.2002	01.07.2011	Jørgen Clausen	Koncernøkonomidirektør (CFO)
18.08.2005	12.03.2012	Ole Mikael Jensen	Administrerende direktør (CEO)

	Bestyrelsesmedlem i den børsnoterede periode
	Bestyrelsesmedlem under CVC's ejerskab
	Bestyrelsesmedlemmer i driftsselskabet
	Bestyrelsesmedlem under Wolseley's ejerskab

D. Bilag: Logstor

Koderesultater

D.1. Kapitalstruktur

D.1.1. Kapitalstrukturens værdi			
Hvilken merværdi skaber kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur?			
Person	Nødvendig for overlevelse	Beskyttelse mod kreditorer	Øget sårbarhed
KF1	Vi havde 14 dage til at undersøge, om det her var noget, vi ville investere i. Og hvis vi havde vendt tommelfingeren ned, så kan man kun gisne, hvad der så var sket. Men ét sandsynligt scenario ville være, at virksomheden ville knække midt over.	<i>LR af 1998, hvor svaret over for de fire kommuner, der ikke går med i forliget bliver placeret. Er det en struktur, I er inde over, eller er den lavet inden, I kommer ind.</i> Den laves i forbindelse med, at vi køber forretningen. Fordi vi siger, vi synes sådan set, at virksomheden er sund nok. Men det er klart, vi vil ikke komme med nye penge ind i selskabet for at de skal gå til at rydde op på gamle skader... <i>Det er simpelt hen Jeres betingelse, at det selskab bliver lavet?</i> Ja, man simpelt hen køber aktiviteterne ud af forretningen, og så må man så tage slagsmålet med kommunerne omkring historikken i det gamle set up.	
KF2	Men i virkeligheden var det ikke en ret leveraged struktur, vi fik virksomheden med, for det var sådan set en rekonstruktion, i virkeligheden. Og det vil sige, at vi kørte videre med den driftsfinansiering, der havde været, men som var uholdbar i og med at egenkapitalen var væk.		
CEO2			Den nye investering, som kom via Montagu, gjorde jo finansielt virksomhedens position svagere i og med, at kapitalgrundlaget blev betydeligt mere gearret, og på den facon også gjorde selskabet mere sårbart over for det, der måtte ske i markedet. Så gearingen gik fra at være fornuftig til meget højt gearret.

D.1.2. Ejerkredibilitet		
Styrker kapitalfondens ejerskab i sig selv mulighederne for at skaffe ekstern finansiering?		
Person	Ejerskabets betydning	Bankkontakter
KF1	<i>Var målvirksomheden eller kapitalfonden mest afgørende for bankens lånekonditioner? Det har du vel også direkte svaret på. Det var vel først og fremmest, fordi I stegpede ind, at I fik de lånekonditioner?</i> Den havde jo de lånekonditioner i forvejen. <i>Nå, ja, det hele blev jo ført videre på de gamle...</i> Det blev ført videre, ja. <i>Men det er jo ikke sikkert, at en privat person...?</i> Nej, det havde de med garanti ikke kunne. <i>Så det har vel været på grund af Jer?</i> Enig. <i>Grunden til, at de opretholdt lånekonditionerne, det var vel for at få den proppet ned i halsen på Jer?</i> Jo, sådan kan man vel godt se det.	
KF2	<i>I skød kapital ind to gange, 20 og 30 mio. kr. Men var det så forventningen fra bankernes side, at I gjorde det?</i> Det er jo svært at sige. Det er jo ikke dokumenterbart, at	<i>Det var vel også et initiativ, der kom fra bankerne?</i> Det var det. Primært Danske Bank og FIH og så med Spar Nord.

	det var forventningen. Men der var nok en eller anden udtalt forventning om det. Var vi blevet spurgt på det tidspunkt, så havde vi sagt nej, sådan er kapitalfondsdoktrinen. Men senere, i nogle forhandlinger, hvor vi trods alt indskød, men hvor bankerne også indskød ansvarlig lånekapital.	<i>Så FIH var med indover, fordi de var kreditor?</i> Ja.
BES	<i>Hvorledes kom tilliden til kapitalfonden til udtryk i de tilbudte finansieringskonditioner? Jeg tænker på Axcel/Polaris. Fik de særlige konditioner, fordi dem var dem?</i> Det tror jeg ikke på. Altså, vi er helt tilbage i den tid, hvor Axcel og Polaris var ejere. Er det den periode eller efter perioden? <i>Nej, det er den første periode.</i> Det mener jeg absolut ikke, de gjorde. <i>Hvis vi tager den anden periode, hvor Montagu kommer ind?</i> De fik ikke særligt gode betingelser. Låneaftalen var kompliceret og den strammede. Jo længere vi kom hen i afdragsperioden, jo strammere blev betingelserne. <i>Altså covenants?</i> Covenants, ja, som det så viste sig, at vi ikke kunne leve op til efter 3-4 år. ... <i>Hele beslutningen om kapitalstrukturen, har det haft nogen indflydelse på bankernes opfattelse af Jer?</i> <i>Kreditrisiko?</i> Det er jo Montagu, man kigger på. Når man har en stor kapitalfond med et rimeligt renommé... På det tidspunkt var bankerne parate til at gange EBITDA med 5 eller 6 eller 7. Hvad man ikke er i dag.	
CEO1		Situationen var jo, at Løgstør Rør var i minus mht. egenkapital, fordi der var jo sket den der forfærdelige ting med kartellet. Derfor var det en lykkelig ting, at Axcel og Polaris, med de bankforbindelser de har i baglandet, kunne stille om med en ny ledelse.
CEO2	Der var et race mellem to store kapitalfonde, den ene var Montagu, den anden var Advent, som jo købte KMD. Og jeg vil sige, konditionerne, de kom med, var equal. Altså, det var: skal vi tage den ene, eller skal vi tage den anden. Så der var ikke nogen forskel på finansieringselementet i det. <i>Du kan heller ikke sige, at fordi det var en kapitalfond, fik de nogle gunstige konditioner?</i> <i>Nej, det kan jeg ikke sige.</i>	
BANK	<i>Så der hjælper selv de bedste incitamentsprogrammet ikke?</i> Nej, og det er jo derfor, at management i kreditmæssig sammenhæng betyder så meget. Ejerskab, hvem er ejeren. Det var faktisk Montagus første investering i Norden, og efterfølgende lavede de så heldigvis et par stykker til. De har lavet en god en oppe i Norge (Hansen Protection), som de har lavet en god exit på. Og så har de lige solgt Unifeeder, eller er i gang med at sælge Unifeeder, også med en god exit. Så de lavede tre investeringer relativt kort tid efter. Det var en af de fonde, vi sådan set gav adgang, en af de nye, for ligesom at sige, okay, Matt Lyons, stor respekt for ham. Peter Dahlberg, en svensker, fonden er stor. Okay, det er okay. Efter en periode lukker du ham ind. Så sker der nogle ændringer af fonden. Matts smutter, desværre, han var rigtig god.	

D.1.3. Hurtig adgang til egenkapital

Reducerer kapitalfondens hurtige adgang til egenkapital risikoen for stres-situationer i porteføljevirkksomheden?

Person	Kapitalstærk ejer	Frasalgspres
KF1	<i>Var det bankernes forventning, at I ville indskyde yderligere egenkapital i virksomheden?</i> Ja, jeg kan jo kun gisne, men det er min klare opfattelse, at man kom til os, fordi man troede på, at vi i virkeligheden kunne få virksomheden på ret kol igen. Men også, at hvis der var brug for penge undervejs, at vi så stillede op og	Det er Altor. Og de har jo fået øje på virksomheden, efter vi har lagt den sammen med Alstom og synes, det ser interessant ud. Og vil egentlig gerne overtage den og gøre arbejdet færdigt. De tilbyder os faktisk noget, der er så interessant, at vi siger: Nu skal vi ud. <i>Den er jo i jeres 1'er fund, så det er vel også meget</i>

	kom med de penge. Det var helt åbenlyst.	<i>passende?</i> Absolut, Vi havde rent faktisk ejet den i fem år, med store problemer. Så købte vi Alstom, og så havde vi været på markedet i ét år. Vi havde rent faktisk truffet en beslutning om, at vi kom nok til at eje denne her 3-4 år mere. <i>Men I havde haft den i syv år, så det var meget passende sådan lige...</i> Jo, jo, bestemt. Og når der så er en køber, så...Ja, og han tilbød noget, der var meget interessant. <i>Gjorde I den overvejelse at holde den og gennemføre den strategi, som Montagu så gik ind på?</i> Nej, det der blev tilbudt os fra Altors side var så interessant, at så igangsatte vi et salg med det formål...
KF2	Historien var jo sådan set, at der var ved at være et rekonstruktionskonsortium på banen med Glerup og andre, men som Danske Bank og FIH ikke syntes var stærkt nok. ... Så derfor kan du sige, at tilliden til kapitalfondene betød noget, fordi bankerne skulle simpelthen havde nogle, der kom med noget egenkapital.	<i>Ligger den i Axcel's et eller to fund?</i> Den lå i etteren, hvis jeg husker rigtigt. <i>Jeg tænkte på, om der var noget om, at den skulle sælges for at...</i> Det var der ikke. <i>Der var ikke noget pres?</i> Nej. Reelt var det situationsudnyttelse. Der kom de gode tilbud, og som jo blev forbedret ganske væsentligt under den der lidt primitive salgsproces, vi havde.
BES		<i>Nu var det Montagu, der omsatte den strategi, men hvorfor kunne Axcel og Polaris ikke køre den strategi igennem?</i> De havde jo nået det syvende år. Det syvende år er jo kritisk for en kapitalfond. De skulle ud af...De skulle ud og realisere pengene, og de havde aldrig drømt om, at de kunne få så mange penge for virksomheden.
CEO1	<i>Der var jo en anden privat investor på banen på det tidspunkt. Ja, det var Ole Glerup, ikke?</i> Jo, jeg tvivler på, at han havde holdt til det stres, der var på gang imellem. <i>Ja, godt nok havde han penge, men det er jo ikke sikkert, han ville have investeret alle sine sparepenge i en kriseramt virksomhed.</i> Nej. Det havde han slet ikke kunnet forudse på det tidspunkt, hvad det var, vi skulle igennem. Og der havde han smidt håndklædet i ringen eller fået nogle andre ind, det er jeg ret sikker på. Jeg er helt klart af den holdning, at det bedste, der kunne ske for Løgstør Rør var, at der kom en fond som Axcel og Polaris. Ellers skulle der en meget større kapital i ryggen på dem, der kom.	Fonden blev jo efterhånden tomt, fordi man var ude at købe nye virksomheder. Og så på et tidspunkt, der skulle man lukke. Og så var der ikke ret meget kapital, og der var vi stadig en af de virksomheder, der hang i nettet... <i>Tænker du på Axcel eller Polaris nu?</i> Det er Axcel's beregning. Jeg ved ikke, hvordan det var i ... Axcel's del var i hvert fald, det fortalte formanden mig på et tidspunkt, at der havde han altså problemer med at få samlet kapital op til det, der skulle ske. <i>Fordi det var lukket, så at sige? Ja. Men var det i forbindelse med akkvisitionen af I. C. Møller?</i> Ja, det var det.
CEO2		<i>Hvordan var Axcel/Polaris-bestyrelsen?</i> Den var ikke operativ. De var i en situation, hvor de følte, at de skulle gøre alt for at komme af med virksomheden så hurtigt som muligt. Og der ender det med en situation, hvor vi skulle bruge 100 mio. ekstra kapital for at gennemføre denne her ekspansive strategi. Og der kom Montagu, og der er vi så fremme ved 2011, hvor de siger: vi er så sent ude i vores investeringsperiode, at vi vil gerne låne Jer de 100 mio., eller vi vil ikke skyde 100 mio. ind i kapital, men vi vil gerne låne selskabet 100 mio. til en forrentning på 20%. Og der sagde formandskabet jo, bl.a. Ole Andersen og jeg, det her kan ikke være rigtigt, at vi skal til at finansiere forretningen på et lån til vores ejere på 20 procents forrentning. Og det skabte jo en del furor i bestyrelseslokalet og blandt os i ledelsen.

D.2. Ejernes agentomkostninger

D.2.1. Incitaments-effekt					
Hvilken indflydelse har incitamenter på virksomhedens beslutningsprocesser og effektivitet?					
	Motiverer topledelsen	Generelt positivt	Begrænset adfærdspåvirkning	Andre motivationsfaktorer	Gæld vigtigere for adfærd
KF2			<i>Hvilke handlinger kan du pege på, hvor du siger: de handlinger havde man formentlig ikke foretaget, hvis ikke man havde haft et incitamentsprogram? Det er jo svært at sige, hvad der er årsag og virkning. Jeg kan sådan set ikke huske eller pege på konkrete ting af mindre rækkevidde.</i>		
BES			<i>Om ikke andet havde Ole Bøgelund så haft en motivation. Men du mener ikke, det var afgørende? Nej, det tror jeg ikke. ... Og derfor er det vigtigt for mig at vide, om du mener, at incitamentsprogram mer overhovedet påvirkede nogle af de ting, Tolstrup gjorde, eller om han var bundet af situationen? Nej, der var en vurdering af, at vi skulle have skabt en værdi. Der var jo planer fra det tidspunkt, Montagu gik ind. Og den plan lå til grund for hele långivningen og the covenants.</i>		<i>Så det var mere styret af covenant? Det var mere styret...det kom til et punkt, vi er styret fuldstændigt af covenant. Så du kan sige at incitamentsprogrammet havde stort set ikke nogen virkning på beslutningen længere? Nej, det havde det ikke. ... På hvilken måde har det høje gælds niveau påvirket virksomhedens beslutninger? Det har påvirket det langt mere, end incitamentsprogrammet har? Absolutely.</i>
CEO1	<i>Nu indførte kapitalfondene først et incitamentsprogram, da Tolstrup kom til, men føler du, at det ville have ændret nogle af de beslutninger, du traf eller din adfærd, hvis man allerede havde indført et incitamentsprogram dengang Axcel og Polaris overtog firmaet? Altså det havde helt klart påvirket. ... Men hvordan ville det have påvirket din adfærd, hvis der havde været et?</i>				

	Så vil jeg næsten sige, at jeg havde været endnu mere aggressiv.				
CEO2		<i>Du mener altså, at et incitamentsprogram kun har positive effekter?</i> Ja, det synes jeg. Det ligger selvfølgelig i baghovedet, at man har mere ejerskab, og det har man jo også, direkte og indirekte. Du er involveret i alle dele og kanter af virksomheden. Det er klart, det bliver man jo .	<i>Hvilke handlinger ville CEO'en formentlig ikke have foretaget uden kapitalfondens incitamentprogram?</i> Der ville ikke have været forskel i vores strategi i forhold til en privatejet virksomhed, en børsnoteret virksomhed og en kapitalfond. ...Så vel har du hånden på kogepladsen, så det kan godt være, du tænker dig om, måske ekstra to gange. <i>Kan du komme i tanker om nogle eksempler?</i> Præcist, det er det, jeg ikke kan.	Nej, du går ikke og tænker i exit hele tiden. Den er selvfølgelig hele tiden i baghovedet på en eller anden måde, men man synes jo også, det er spændende og sjovt at drive en virksomhed og se, hvad man kan føre det til. Det synes jeg er motiverende i sig selv.	
FT	...så han havde et incitamentsprogram sådan, at hvis det gik godt, så tjente han en masse penge. <i>Påvirkede det den måde, han arbejdede på?</i> Ja, det tror jeg nok. <i>Hvordan?</i> Ja, sådan i forbindelse med lønforhandlinger og ting og sager. Han var hverken til at hugge eller stikke i. ... <i>Så du mener i virkeligheden, at Tolstrup, på grund af incitamentsprogrammet, havde en personlige interesse i, at der blev sparet mere.</i> Ja, det har jeg opfattelsen af.				

D.2.2. Gælds-effekt				
Hvilken indflydelse har den høje gæld på virksomhedens investeringsbeslutninger?				
Person	Færre investeringer	Mindre vedligeholdelse	Stresser	Skal nedbringes hurtigst muligt
KF2		<i>Gjorde I mindre ud af det, end I ellers ville have gjort, hvis I ikke havde haft en gæld?</i> Nej, de investeringer blev nok som de skulle være, men der var ikke penge til vedligeholdelsesinvesteringer i rimeligt omfang på fabrikkerne i Danmark. Der var en periode, hvor vi bare måtte holde ud med det, vi havde.		

		<i>Så det påvirkede ikke Jeres fremadrettede investeringer, men det påvirkede vedligeholdelsen?</i> Ja, det vil jeg sige.		
BES			<i>Men hvordan var det så struktureret, hvis I ikke holdt covenant? Hvad udløste det så? Udløste det en helt ny genforhandling eller...?</i> Ja, det udløste jo risiko. Det er det værste, de var helt hysteriske. Det udløste jo risiko for ændrede betingelser, genforhandlinger, højere renter osv. ... 180 mio. havde været mange penge, man kunne overholde afdragene, og så havde man også haft penge til at lave en restrukturerings.	Vi overholdt vores covenant. Vi afdragede, der var jo 1,5 mia. kr. i banklån, og vi fik bragt det ned til 700 mio. kr.
CEO1	<i>Så I var meget styret af, at likviditeten hele tiden skulle være på plads?</i> Ja. <i>Men betød det så, at der var nogle udviklingsinitiativer, som I burde have taget, som I ikke kunne tage?</i> Ja, der har nok været nogle udviklingsprojekter, vi har dæmpet lidt ned, som vi kunne se, at det var der simpelt hen ikke råd til.			
CEO2	<i>Har det høje gælds niveau påvirket virksomhedens beslutninger?</i> Ja, det har påvirket os, specielt det første år, hvor vi, inden vi fik bragt gælden nogenlunde ned, måtte tilpasse investeringstakten til det, vi havde råd til. Vi havde selvfølgelig nogle planer, som vi godt kunne have accelereret og ekspanderet på, men det valgte vi selvfølgelig ikke at gøre.			Det var de selvfølgelig enormt glade for, fordi med så kraftig en gearing ved de jo godt, at det første halve til hele år er afgørende for, om de tror på, at virksomheden kan få reduceret gælden tilstrækkeligt, således at der bliver penge til alle, når alt er overstået. Og der nåede vi jo trods alt at reducere noget af gælden ganske pænt. Afdrag på ekstra 100 mio. på grund af de gode resultater.
FT		<i>Tror du, at den høje gæld, den havde en indflydelse på den måde, virksomheden besluttede på?</i> Ja, det tror jeg da 100%, det er der ingen tvivl om, at det havde. Deres investeringer og ting og sager, simple ting, det blev der jo ikke til. ... <i>Men kan du komme på nogle konkrete ting, hvor man burde have investeret, hvor man ikke gjorde det, fordi man skyldte for mange penge?</i> Jamen, det kan jeg gøre direkte på linjerne. For		

		eksempel dem på linjerne i Løgstør og rundt omkring. Selve produktionsapparatet er jo ved at være slidt. Produktionsapparatet trænger til tilførsel af kapital, det er der slet ingen tvivl om.		
--	--	---	--	--

D.2.3. Kontrol				
Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden?				
Person	Strategiformulering	Direktionens råderum	Monitorering	Talknusere
KF1	Jeg vil sige, at Bøgelund havde en mindre central rolle, Tolstrup havde klart en central rolle. <i>Så i Bøgelunds periode, hvem var det, der formulerede strategien?</i> I Bøgelunds periode, der havde vi nogle fine strategiplaner til at starte med, men de røg jo i grus, fordi vi gik fra at købe noget, vi troede var overskudsgivende til noget, der styrtblødte. Strategien var, at nu skulle vi have skåret forretningen til at tjene nogle penge og skabe rentabilitet. ... Og det er klart, ledelsen havde nok ansvaret, var dem der identificerede, hvor synergierne kunne være, og vi gik så ind og hjalp med at prøve at lave nogle regnestykker. I virkeligheden en støttefunktion for ledelsen til en række områder.	<i>Hvilke af Bøgelunds udviklingsinitiativer blev afvist af Jer, eller var der nogen?</i> Ja, det var der. ... Man havde nogle tanker om, at man kunne udvikle nye forretninger inden for blandt andet procesindustrien, altså mejerier, bryggerier, den kemiske industri. ... Og det havde Ole Bøgelund i virkeligheden nogle høje tanker om, at man kunne udvikle forretninger omkring. ... Det var ikke fordi, vi var uenige med ham, men vi kom jo meget hurtigt i en turn around situation. <i>Der var ikke penge i kassen til at foretage de investeringer?</i> Nja, jeg tror mere det handlede om, at vi havde brug for at fokusere forretningen og at skabe rentabilitet i forretningen. ... Men Ole Bøgelund var en person, som havde brug for megen sparring og støtte til at eksekvere på de her effektiviseringsiltag. Hvor Ole Andersen i virkeligheden var rigtig dygtig til at presse Ole Bøgelund til at finde større besparelser og større effektiviseringer i forretningen. ... Navnlig formanden var meget tæt på, altså Ole Andersen, han udfordrede virkeligt... <i>Han havde nærmest en over-CEO rolle?</i> Ja, det var han faktisk. Det er klart, når vi kommer over i anden fase af vores forløb, og Preben Tolstrup kommer til, så bliver det mere coachende og mere monitorerende.	Vi har udviklet sådan et værktøj. Det er egentlig meget banalt, hvor man i virkeligheden siger: vi har en strategisk plan, den har vi brudt ned i en række nøgleaktiviteter, der skal til for at nå vores strategiske mål. <i>Must winn battles?</i> Ja, det er det i virkeligheden. Og så brudt yderligere ned i nogle underhandlingsplaner, hvor der er sat økonomi på, hvor der er sat ansvar på, hvor der er sat tid på. Hver gang, der er formandskabsmøder, en gang om måneden, så er det et helt centralt element.	
KF2	<i>Hvilken rolle spillede direktionen i udarbejdelsen af den nye strategi? Var det en, I kom med, eller var det en, Bøgelund blev bedt om at lave?</i> Det var os og Axel, der stod for den væsentlige del	<i>Hvilke af ledelsens, Bøgelunds og Tolstrups, udviklingsinitiativer blev afvist af kapitalfonden og hvorfor?</i> Jeg kan faktisk ikke huske eller komme på noget, som vi stoppede, Der har nok været	<i>Hvordan fulgte kapitalfonden op på ledelsens performance?</i> Ret traditionelt, i virkeligheden ikke så sofistikeret, som man gør det nu. Det var måneds- og kvartalsrapporter vi	

	af den.	noget, men...	diskuterede på bestyrelsesmøderne. <i>Der var ingen KPI'er?</i> Nej, det havde vi ikke opfundet i den periode, endnu.	
BES	<i>Hvilken rolle spillede direktionen i udarbejdelsen af den nye strategi?</i> <i>Var det dem, der kom med den, eller var det...</i> Det var direktionen. Og så til diskussion i bestyrelsen.	Direktionen driver jo virksomheden, og det gjorde de også der. Vi fik en månedlig afrapportering, og den blev der selvfølgelig fulgt op på. ... Jeg frygtede, det ville gå galt (med Tolstrup). Det havde jeg helt klart på fornemmelsen. <i>Hvilke krav stillede de (Montagu), som du ikke mener, han ville kunne opfylde?</i> Han er jo typen, han vil helst ikke rapportere alt for meget. <i>Han blev kørt for tæt?</i> Han blev kørt for tæt, og så var de der folk, de viste sig at være ... jeg ved det ikke, jeg vil helst ikke udtale mig om det, men jeg har hørt noget. Altså de beslutninger, de har taget, det er jo fuldstændigt vanvittigt. Han har været oppe at slås med den der nye formand fra day one. Og sikkert ikke uden grund	<i>Hvilke klare mål definerede kapitalfonden for direktionen?</i> Jeg tænker på KPI'er og så videre. Der var jo nøgletal hele tiden. Med Key Performance Indicators. Det havde vi jo i rapporteringen. <i>Hvor mange forskellige havde I?</i> Der var mange, der var alt for mange. <i>Men det var det samme i begge kapitalfondes ejerskab?</i> Nej, det blev udvidet under Montagu. Men om det var til nogen gavn, det ved jeg ikke.	
CEO1	<i>Var det Axcel og Polaris, der kom med de tiltag, der skulle foretages?</i> Nej, nej, det var ledelsen. <i>Det var dig, og hvem mere?</i> I starten var det Frank Viborg, som var økonomidirektør. Men ham ville Axcel ikke så gerne se efter et par års tid. Så kom Frank Bech i stedet, og det var ham og mig, sådan set, det støbte kuglerne. ... <i>Hvem var det, der fastlagde strategien? Var det direktionen, eller var det kapitalfonden?</i> Det var helt klart os, det var direktionen. <i>Kom kapitalfonden med nogle inputs, i så fald hvilke inputs kom de med?</i> Nej, det synes jeg ikke. Jeg synes, at med de tal Frank efterhånden kunne gøre op, så kunne vi meget hurtigt gå ind og analysere.	<i>Men var der så nogle af Jeres udviklingsinitiativer, der blev afvist af kapitalfondene?</i> Det kan jeg ikke huske. Jeg synes ikke, jeg følte, der var nogen overstyring, eller hvordan man nu skal udtrykke det, fra kapitalfondenes side. Der var en slags kontrol på, at vi var vores ansvar bevidst som ledelse.	<i>Hvordan fulgte Axcel og Polaris op på ledelsens performance?</i> Det gjorde de jo via de månedsrapporter, som vi udarbejdede. <i>Hvad var det for nogle tal, de kiggede på primært?</i> Det er jo de der almindelige tal, som er i fokus hele tiden. Vi havde hele tiden nogen programmer i gang, som vi fulgt op på, med nogle af de initiativer, vi måtte tage. Og der havde vi nogle målepunkter, så vi hele tiden viste, hvordan det gik med udviklingen af den. Det viste vi også i månedsrapporten. Og så var der selvfølgelig de generelle økonomiske nøgletal.	<i>Hvor detaljeret monitorerede Axcel og Polaris Jeres performance, hvor meget gik de ned i enkelttal.</i> Den bestyrelse, der sad der, den var meget præget af, at der sad mange økonomer. Nogle gange følte jeg lidt, at det var en akademisk øvelse for dem at sidde og diskutere metoder og tal og sådan nogle ting. ... Der var ikke noget commitment, der var kun regnedrengene, som sad bag skærmen og talte pengene hver måned.
CEO2	Jeg blev bedt af Axcel og Polaris om at lave en ny forretningsplan. ... <i>Hvilken rolle spillede direktionen i udarbejdelsen af den nye strategi?</i> Vi havde lavet den. Det var en del af præsentationen, den købte de ind til.	Jeg ved det jo ikke, men jeg fornemmer i hvert fald, at Ole Bogelund var under et meget stramt regime til omkostningsreduktioner i bund og grund. Så han har sikkert haft rimeligt hårde tøjler. Men da jeg kom på banen, og vi gennemførte opkøbet, og da jeg satte mig	<i>Hvordan fulgte kapitalfonden op på ledelsens performance?</i> Bestyrelsesmøder og månedsrapporter. <i>Var der KPI'er?</i> Ja, hele baduljen. Som du kender det fra alle mulige kapitalfonde. <i>Men det var der ikke så</i>	Der har været meget monitorering på økonomien, men på selve strategien og på driften og markederne, det har vi så kørt på egen hånd.

	... <i>Var kapitalfondens initiativer allerede overvejede af den gamle bestyrelse og direktion?</i> Nej, de kom med intet. De kom med et nyt ejerskab og en ny gearing i virksomheden. De købte vores strategi. ... <i>Hvad var hovedkonflikt punktet?</i> Jamen, det var bare kritik af strategien. Der var ingen, der troede på Kina. <i>Det var udelukkende på grund af Kina?</i> Ja, ja. Hele misæren er udelukkende baseret på Kina. <i>Men det var jo deres forgængeres eget initiativ? Eller kom det mere fra dig?</i> Det synes jeg, vi kom med i fællesskab. Det gamle formandskab, dvs. Peter Dahlberg og formanden, Ole Andersen og mig. Det var det, vi kom frem med. Så det var en stor overraskelse for alle, at der kommer et nyt team på banen og stort set siger: nej, det vil vi ikke.	som direktør efterfølgende, jamen så var der brede og vide beføjelser for mig for at gennemføre denne her strategi, hvor vi skulle hente nogle synergier ind i en fart. Og så var vi heldige med, at markedet også gik i den rigtige retning lige pludseligt, da olieprisen steg i slutningen af 2004. ... <i>Hvilke af ledelsens udviklingsinitiativer blev afvist af kapitalfonden (Montagu) og hvorfor?</i> Der var faktisk ikke noget, der blev afvist, før det tredje team fra Montagu kom på banen i slutningen af 2011. ... <i>Hvad var de største ledelsesmæssige forandringer, efter at kapitalfonden havde videregivet virksomheden?</i> Jamen, der skete ikke nogen større ledelsesmæssige roklader. <i>Heller ikke i den måde, man ledte virksomheden på, den måde, man kommunikerede på?</i> Nej, de overlod alt det driftsmæssige til os. De følte sig komfortable med, at det var vi kapable til at gøre. ... Vi blev simpelt hen efterladt fuldstændigt til os selv, og fik lov til at drive selskabet, som vi ville. ... <i>Så i virkeligheden har direktionen haft relative frie hænder ... i begge tilfælde?</i> Det har de haft.	<i>meget af i Axcel og Polaris? Der kunne jeg forstå på Viggo, at det nærmeste var kvartalsrapporter?</i> Nej, vi havde månedsrapporter også. Det fik jeg indført. <i>Men det var ikke sådan, at du blev målt på fire eller syv ting?</i> Nej, nej. <i>Var det mere det hos Montagu?</i> Ja, ja, hele vejen rundt. <i>Hvad var det så for indikatorer, man lagde vægt på?</i> Det var jo blandt andet cash, EBITDA, arbejdskapital. De tre elementer var meget vigtige. <i>Det var alle finansielle nøglestørrelser?</i> Ja, det var det.	
FT	Udadtil, den opfattelse vi fik af det, det var, at det var direktionen, der kom med et udspil til kapitalfondene, og så havde de møde med dem, og så diskuterede de dit og dat. Det var den opfattelse, vi fik ude på gulvet, eller jeg fik som fællestillidsmand.	<i>Var der mange tilfælde, hvor kapitalfondene stoppede nogle ...?</i> Ja, og det er også blevet brugt over for mig. Det kan vi jo se efterfølgende. Det er jo en fattig en at bruge over for os... <i>Hvor direktionen simpelt hen er kommet til Jer og har sagt, det kan vi ikke?</i> Hvor Preben har sagt, den der går ikke, det er ikke i den retning, som de vil.		

D.3. Informationsasymmetri

D.3.1. Opportunitetsidentifikation			
Har kapitalfonden særlige forudsætninger for at spotte, analysere og prissætte en målvirksomhed?			
Person	Egne analytiske færdigheder	Skjulte værdier	Undervurderede risici
KF1	Vi lavede en due diligence på denne her forretning, men det var en due diligence, der foregik over 14 dage. Så der var ikke tid til at have diverse konsulenter til at hjælpe os med det. Vi hyrede et par industrielle rådgivere... <i>I stod for en stor del af analyse af analysen selv, simpelt hen?</i> Ja, det gjorde vi. Det er klart, på den juridiske og på revisorsiden fik vi ekstern hjælp... <i>På den strategiske...</i> Ja, der var det os, der gjorde det.	<i>Så de indtjeningsmuligheder, som ikke var inddiskonteret i købsprisen, var muligvis en branchekonsolidering?</i> Præcis.	Vi troede rent faktisk ikke det var turn around, da vi gik ind i den her forretning. Men det viste sig meget hurtigt. Hvorfor viste det sig meget hurtigt? Det var fordi vi nok i vores due diligence havde undervurderet markedskræfternes grimme ansigt. Denne virksomhed havde levet i et beskyttet miljø. ... Og fra at have levet i et meget beskyttet miljø under det her kartel, ja så var vi lige pludselig i krig om hver en ordre. Så det vil sige, at der var pres på priserne og pres på mængderne, det var ikke en så heldig cocktail.
KF2	Jeg mener personligt, at kapitalfondene bruger for mange rådgivere, bliver for rådgiverafhængige. Hvis man kan alliere sig med nogle gode potentielle bestyrelsesmedlemmer eller folk, der har forstand på industrien. Hvis man så også selv smøger ærmerne op og bruger sin analysekraft, så er man på en måde bedre kørende.	<i>Hvilke indtjeningsmuligheder, som ikke var inddiskonteret i købsprisen, var kapitalfonden bekendt med inden købet?</i> Egentlig ikke nogen. <i>Dvs. at i gav den pris, man giver for en turn around virksomhed?</i> Ja, det kan man sige. Pris, og pris, vi skulle komme med ny egenkapital til virksomheden, det var noget med 120 mio., hvis jeg husker rigtigt. Det var det, bankerne skulle have, for at kunne fortsætte engagementet.	Vi havde nok ikke nogle præcise overvejelser om, hvor kapitalkrævende det ville være.
BES	<i>Købte de for dyrt, set i bakspejlet?Ja, Montagu?</i> Helt sikkert. Resultatet er jo blevet en katastrofe. <i>Men købte de på Kina-strategien og Mellemøst-strategien?</i> Nej, de købte på tallene, og tallene så jo gode ud. Vi havde jo en EBITDA på 250-260 mio. kr. Men der blev jo altså ganget med multipler, som.... Og der blev skabt en konkurrerende situation, så der var to fonde inde, der kæmpede om virksomheden. Der var jo ingen grænser for, hvad sådan noget kunne koste dengang, vel. Der blev betalt for meget for det. ... <i>Der er vel lavet en strategisk due diligence?</i> Ja, markedet er blevet undersøgt, og man havde også nogle konsulentfirmaer. Jeg ved ikke, om det var Baine, til at se på markedets størrelse, og hvordan det kunne udvikle sig. Der lå så en business plan, men sådanne business planer tager jo aldrig et dyk. <i>Men synes du, at den business plan var realistisk?</i> Det viste sig jo så, at det var den ikke.	<i>For Montagu overtager, var der nogle indtjeningsmuligheder, som ikke var inddiskonteret i købsprisen, eller var det nærmest modsat? Var der nogle indtjeningsmuligheder senere hen, efter at man havde opkøbt virksomheden?</i> Der var der ikke.	

D.4. Værditransferering

D.4.1. Værditransferering fra andre stakeholders				
I hvilket omfang flytter kapitalfondens værdier fra andre stakeholders til aktionærerne?				
Person	Kreditorer	Lønvillekår	Medarbejder-indflydelse	Skat
KF1	Blev hidtidige låntagere stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse? Det var vel nærmere modsat, fordi I reddede dem ud af en situation, ikke? Ja, og så løbende bakkede op.	Var der nogle ændringer i medarbejderne løn- og arbejdsvilkår overhovedet? Nej. Der blev jo etableret det der incitamentsprogram, og det er det. Det var på det tidspunkt, hvor vi købte Alstom, og hvor Tolstrup kom ind. Men det var kun de seks personer, der var berørt af det? Ja.	Mere generelt har vi blandede oplevelser med de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Jeg tror også, at det i vid udstrækning afhænger af, hvad der er for en formand, du har. Nogen gange får du ikke så meget bidrag fra de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Det kræver jo også, at du har en formand, og en bestyrelse i øvrigt, som henvender sig til de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer og søger deres syn på sagen og input.	Så er der spørgsmålet, om kapitalfondens nye kapitalstruktur førte til væsentlige skattebesparelser? Det gjorde den faktisk ikke. Det blev opvejet af, at der var underskud hele vejen igennem? Nej ikke hele vejen igennem, men der var i hvert fald igennem den første periode...i de første fem år...jeg tror vi havde underskud i 99, 00, 1, 2, 3. Det første overskud lavede vi i 4.
KF2	Blev hidtidige låntagere stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse? Måtte bankerne konvertere noget af gælden? Nej, det tror jeg faktisk ikke, de gjorde. De skulle have en tilfredsstillende egenkapital ind, og så fortsatte vi med bankfinansieringen.	Blev medarbejderne løn- og arbejdsvilkår ændret i forhold til tiden før kapitalfondens overtagelse? Nej, det gjorde de ikke.	På hvilke områder ændrede medarbejdernes indflydelse sig efter kapitalfondens overtagelse? Indflydelsen var den samme. Det er som normalt i en dansk virksomhed: medarbejderdeltagelse i bestyrelsen, som vi havde i alle årene. Hvor mange sad der? 2 i hvert fald, hvis ikke 3.	Der var vel heller ikke meget skatteelement i strukturen? Nej.
BES	Hvad med hensyn til låntagerne, blev de stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse? Der kan man sige, at det er de først blevet efterfølgende. De har taget sig betalt.	Blev der overhovedet ændret i medarbejderne løn- og arbejdsvilkår i forbindelse med...? Nej.	Hvordan blev der ændret i medarbejdernes indflydelse efter kapitalfondens overtagelse? Der blev ikke ændret. Da Axcel og Polaris overtog, der var de ikke med helt oppe i toppen, på bestyrelsesniveau? Var medarbejderne repræsenteret i bestyrelsen? Ja, det var de. De var så ikke med i koncernbestyrelsen. Men medarbejderne, der skete en ændring der. Det var kun for det danske selskab. Jeg var selv med i den bestyrelse sammen med Preben Tolstrup. Der var altså tre repræsentanter for medarbejderne.	Førte den nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser? Her tænker jeg på Montagu. Det har ikke været særligt meget i... (Axcel/Polaris' tid). Det blev strammet i lovgivningen. Ja, EBIT 80-reglen. Der var ikke fradrag for renterne. Men det kom jo først bagefter? Det kom først bagefter. Hvis den havde været der på det tidspunkt, så var kapitalstrukturen ikke blevet sådan.
CEO1		Hvordan ændredes medarbejderne løn- og arbejdsvilkår sig i forhold til tiden før Montagu's overtagelse? De var i bund og grund uforandrede.		
CEO2			På hvilke områder ændrede medarbejdernes indflydelse sig efter Montagu's overtagelse? Du	Førte Montagu's nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser? Var det

			sagde, de var ikke i bestyrelsen? Det var de heller ikke under Axcel og Polaris, såvidt jeg kan huske. Havde vi medarbejderrepræsentanter der? Ja, jeg mener der var tre. Det var der nok. Men i den nye struktur havde vi kun medarbejderrepræsentanter med i Logstor A/S, hvorimod når vi havde holdingselskabets bestyrelsesmøder, så var det udelukkende ejerrepræsentanterne og direktionen.	en driving force? Nej, det var det ikke. Jeg tænker på det med ansvarlig indskudskapital og så videre. Der har ikke været noget skattetækning i kapitalfonden. De har selvfølgelig gjort det de kunne for at spare skat i enhver henseende, men enhver anden virksomhed ville have gjort det samme, om den havde været privat eller børsnoteret.
FT		Hvad med medarbejdernes løn- og arbejdsvilkår? Ændrede de sig efter Axcel og Polaris overtog, henholdsvis efter at Montagu overtog? Nej. I fulgte lønudviklingen, mere eller mindre, for industrien? Ja, det gjorde vi. Vi havde den der løntur hvert år, som man bør og skal lave. Og der kunne du ikke mærke forskel...? Det var det ikke nemmere at lukke kassen op, hvis jeg kan bruge de ord der, der var det ikke, tværtimod. ... Havde Logstor et bonusprogram for medarbejderne dengang? Ja, vi havde noget, der hedder, hvad fanden var det det hed, det stoppede i 97-98. Det havde man. Det vil sige, man havde det ikke efter? Nej, det forsvandt fuldstændigt. Så snart de kom ind, der blev det opsagt. Vi havde noget i vores overenskomst, ja det kostede faktisk vores økonomichef, det kostede ham stillingen, da de nye kom ind.	De kolleger, jeg havde i bestyrelsen, jeg havde to kollegaer i bestyrelsen, en inden for kontor, og en ude fra produktionen, ude fra linjerne. Det blev totalt lukket land, da alle de her fondsejede ting kommer. De havde ikke noget at fortælle, de havde ikke noget at melde ud. Der blev det et rollespil at have en medarbejderrepræsentant i bestyrelsen. Så medarbejderne fik reelt ikke så mange informationer. Ikke en skid. Intet.	

D.5. Netværk

D.5.1. Netværk Hvilken rolle spiller netværket for kapitalfondenes arbejde?			
Person	Køb og salg af virksomheder	Udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere	Brug af konsulenter
KF1	Man kom til os fra FIHs side og fra Danske Banks side, og så bad Danske Bank, om vi ikke ville have Polaris med ind i konsortiet. Det synes vi egentlig var en udmærket ide. Der er ingen tvivl om, at de kom til os, fordi de sagde, jamen vi har et problem. Vi skal have nogen til at løse det her problem for os. Der er den her nye kapitalfond, og den helt nye kapitalfond, som kan hjælpe med at løse det her problem, håber vi. Og de har midlerne til også at bakke op, hvis det her nu ikke går efter planen... ... Viggo og jeg, talt med nogle af investeringsbankerne her i byen, som jo også havde set, at vi havde ejet virksomheden ganske længe, og var det ikke tiden nu at komme ud. Så de havde gjort sig til over for os, at når tiden kom, så ville de gerne være dem, der repræsenterede os til at sælge forretningen. ... Price Waterhouse Coopers, Michael Eriksen derudefra, det var Jacob Bastholm fra Handelsbanken, som havde været forbi os og gjort sig til. Den dag vi ville ud, så ville de gerne have opgaven med at hjælpe os med at sælge den. Og da vi nu fik den henvendelse fra Altor, så var det jo meget bekvemt for os, og heldigt, at vi kunne ringe til Michael Eriksen, og at vi kunne ringe til Jacob Bastholm og sige til dem, nu kom der til at ske noget. Du får ikke et mandat fra os, men du kan jo gå ud og prøve at se, om du kan finde en køber. Og det gjorde de så. <i>Og hvem fandt dem så?</i> Dem, der vandt auktionen, var Montagu. <i>Hvem fandt så Montagu og bragte dem ind i...?</i> Det gjorde PWC. Så det var en lidt atypisk og lidt heldig transaktion. For det første får vi henvendelsen, og for det andet har vi lige netop haft nogle dialoger, som gør, at vi kan skabe interessen.	...så var Kjeld Iversen fra Falck, som Ole (Andersen) i øvrigt kendte, også med	<i>Når I vælger rådgivere, hvad lægger I så mest vægt på, tillidsforholdet eller specialviden?</i> Der siger jeg, begge dele er vigtigt. Men hvis man skal prøve at gradboje det, så er tillidsforholdet nok af større vigtighed, når vi vælger revisor og advokat, fordi revisions- og advokatkontorerne er så store, at hvis man har brug for specialviden, så kan man fange det. Og derfor er det meget mere vigtigt, at man har et tillidsforhold til noglepersonen på revisionskontoret eller advokatkontoret. Og så kan man trække på specialisterne bagud til. Hvorimod hvis man kigger på managementkonsulenter, så fokuserer vi meget mere på, hvem har gjort noget tilsvarende. Hvad er det for en rejse, virksomheden skal ud på? Er det en produktionsoptimering, så skal vi have fat i Implement eller Valcon.
KF2	Flere var generelt opmærksomme på virksomheden, uden at den havde været bearbejdet intensivt. Hvis man havde en investment banker baggrund var den på radarskærmen. <i>Har I allerede tidligere i fasen kigget på den?</i> Ja. ... <i>Der er det, at Danske Bank har stiftet Jer...</i> ...de promoverer os lidt, yes. Hvor	<i>Hvordan fandt kapitalfonden nye ledende medarbejdere til virksomheden? Hvordan fandt i Tolstrup f. eks.?</i> Vi kendte ham sporadisk. Han havde jo været direktør i FLS Miljø. Og den havde vi faktisk kigget på som investeringsmulighed, men det var jo en møgvirksomhed, og den var han ikke kommet godt fra. Så han havde ikke grundlæggende en høj stjerne. Men så kom han alligevel med den der	<i>Hvilke typer eksterne rådgivere brugte kapitalfonden i forbindelse med købet og salget af virksomheden? Brugte I de samme rådgivere, som I har brugt til andre deals?</i> Vi brugte ingen. <i>Men det gør I vel så i dag?</i> Ja, i de fleste tilfælde gør vi. Jeg mener personligt, at kapitalfondene bruger for mange rådgivere, bliver for rådgiverafhængige. Hvis man kan

	Axcel tilsvarende var tæt på den anden långiver, FIH. Det var matchingen i konstellationen. ... <i>Hvordan fandt I køberen til virksomheden, altså Montagu?</i> Der var nogle, der meldte sig som interesserede, det var faktisk Altor i første omgang. Da vi kunne se, at der var en gedigen interesse, så lavede vi en slags mini-auktion ved, at vi kontaktede 3-4 andre potentielle og så, hvad vi kunne få ind i bud. ... <i>Det var ikke en officiel proces, hvor I satte en investeringsbank til...</i> Nej, det var det ikke. Salgsteamet bestod af Christian Frigast, Ole Andersen som formand, mig og Kåre Stolt fra Accura.	ide. <i>Der var ham, der kom til Jer?</i> Ja. <i>Det gjorde han, fordi han kendte Jer, fordi I havde været inde at kigge på FLS Miljø?... og fordi han kendte Alstom.</i> <i>Det var fordi han kendte Alstom, at han vidste, I havde denne her case?</i> Ja. <i>Det jeg skal belyse er, om netværket havde en betydning for at det blev ham.</i> Ja, det havde det vel så i et eller andet omfang.	alliere sig med nogle gode potentielle bestyrelsesmedlemmer eller folk, der har forstand på industrien. Hvis man så også selv smoger ærmerne op og bruger sin analysekraft, så er man på en måde bedre kørende. Det er så ikke helt rigtigt, at vi ikke brugte rådgivere. Vi havde juridisk rådgivning. Jeg tror det var Gorrisen og Federspiel. Danske Bank på deres side sad med dem, de plejer at sidde med, nemlig Kromann Reumert. ... <i>Er tillidsforholdet eller specialviden vigtigst ved valg af rådgivere?</i> Når vi taler generelt? Så er det tillidsforholdet og track record.
BES		<i>Hvorfor blev du specifikt kontaktet? Hvilke specielle kompetencer havde du i relation til dette her?</i> Vedkommende (der kontaktede mig) var en tidligere direktør i Grundfos, der var i bestyrelsen, og vi lavede jo en turn around i Sabroe, og fik gennemført et meget stort investeringsprogram, der gjorde, at virksomheden blev konkurrencedygtig igen. Det var et program til over 200 mio. kr. Der blev investeret i fabrikker og nye maskiner og nye processer. Bl.a. gik man fra afprøvning med vand til luftafprøvning. <i>Så det var dine kvalifikationer? Sabroe er din turn around?</i> Ja, plus at jeg havde været direktør i mange år og havde lukket mange fabrikker og havde været involveret i produktion.	Var der nogle konsulenter inde lbende, eller var det kun ved køb og salg? Der var kun én konsulent inde én gang i den periode med et projekt. <i>Hvem var det? Eller hvad var projektet?</i> Det var hele leverandørsiden. Vi skulle rationalisere leverandørerne, altså købe ind anderledes. Sourcing. Limitere osv. <i>Var det på initiativ af Montagu?</i> Nej, det ved jeg ikke. Det var Axel (Eckhardt) ... Vi havde noget debatter i bestyrelsen, hvad kunne vi gøre. Og da kom han ind på det område... <i>Kom der noget ud af det projekt?</i> Ja, vi styrede det jo. Jens Ebbesen styrede projektet, og det var i en periode, hvor vi kunne få priserne ned. Og få rationaliseret. Det var et udmærket projekt.
CEO1	Var det en god beslutning? Ja, på det tidspunkt var det jo, fordi Preben havde jo aner nede i Alstom og havde de rigtige forbindelser i Alstom.		<i>Var der ikke nogle konsulenter inde efter købet, eller var det overladt til Jer?</i> Altså ingen andre end dem, jeg hev ind. Men jeg synes ikke det er noget, der var... <i>I have ikke konsulenter inde til nogle væsentlige omstruktureringssopgaver?</i> Nej, nej, det havde vi ikke. Det gjorde vi selv.
CEO2	<i>Men de fik jo også en venlig henvendelse fra Danske Bank, som jo også havde været med til at starte Polaris op.</i> Lige nøjagtigt. Det er jo det, jeg mener med ført hånd. Det var jo nok nogle mennesker, og det samme var også tilfældet for Axcel, de blev kraftigt anmodet om at hjælpe til af FIH. ... <i>Hvordan fandt Axcel og Polaris køberen, altså Montagu? Det var jo ikke noget systematisk?</i> Nej, det var ikke systematisk. Der kom nogle indikationer fra nogle andre kapitalfonde... <i>Var det ikke Altor?</i> Jeg tror, det var Altor, der initierede processen, ja. Det er rigtigt, de var de første vi havde møde med, faktisk. Og	<i>Hvordan fandt kapitalfonden nye ledende medarbejdere til virksomheden?</i> <i>Det har du jo delvist svaret på, skotten... er han ansat af Montagu?</i> Han er en form for associate til Montagu. Han er åbenbart i en pulje af industriledere, som man trækker på. Han er så roget ud af en administrerende direktør stilling i England, og så trækker man ham ind, og så bruger man ham hist og her, hvor man har brug for noget interim. <i>Bestyrelsesformanden er på tilsvarende vis...</i> Ja, bestyrelsesformanden, det var en, som de havde brugt i andre Montagu-bestyrelser. <i>Men som ikke er ansat af dem?</i> Ja.	<i>Hvilke typer eksterne rådgivere brugte Montagu i forbindelse med købet af virksomheden?</i> Price Waterhouse og Bech Bruun. <i>Bech Bruun er lokal dansk, men har de et specielt samarbejde med Price Waterhouse?</i> Ja, Montagu har et meget tæt samarbejde med Price Waterhouse. <i>Så det er også en del af deres netværk.</i> Ja.

	så fik de blod på tanden og sagde: orv, det er interesse derude... ... Der var et race mellem to store kapitalfonde, den ene var Montagu, den anden var Advent, som jo købte KMD.	<i>Var der andre, de havde...?</i> Nej, det var de to, de bragte ind, og så deres egen investeringsrepræsentant.	
--	--	--	--

D.6. Involvering

D.6.1. Governance			
Hvorledes er rollerne fordelt mellem ejere, bestyrelse og daglig ledelse i en kapitalfondsejet virksomhed?			
	Bestyrelsens rolle	Support til ledelsen	Forskellen mellem KF's involvering
KF1	Bestyrelsesmøder havde vi traditionelt 4-5 gang om året. <i>Det er jo så mere et efterretningsorgan, kan man sige?</i> Ja, det kan du godt sige, at det var. Det var sådan rimeligt traditionelt. <i>Det vil sige, at (Fredriksson) og Svejstrup, de var ikke involveret så meget, som I andre var. Det siger jo næsten sig selv.</i> Nej, det var de ikke. ... <i>Var den nye hhv. de to bestyrelser, som du kender noget til, hvad opfatter du Jer som?</i> Enorm aktiv. <i>I var altså beslutningstagende og deltagende i driften.</i> Absolut. <i>Hvis vi skal beskrive, hvilken funktion, du mener I havde som bestyrelse, der har jeg så oplistet coachende, monitorerende, strategiformulerende, beslutningstagende eller deltagende i driften?</i> Jeg vil sige, at i Ole Bøgelunds tid, der var det en blanding af alle fem, bortset fra at vi ikke havde ansvar for den daglige drift, det havde Ole Bøgelund. Navnlig formanden var meget tæt på, altså Ole Andersen, han udfordrede virkeligt... <i>Han havde nærmest en over-CEO rolle?</i> Ja, det var han faktisk. Det er klart, når vi kommer over i anden fase af vores forløb, og Preben Tolstrup kommer til, så bliver det mere coachende og mere monitorerende.	Og vi havde mange effektiviseringstiltag i vores første fem år af vores ejertid. <i>Hvem var driveren bag det?</i> Det var i virkeligheden Ole Andersen, i vid udstrækning. <i>Og Ole Bøgelund?</i> Jo, selvfølgelig også Ole Bøgelund, han eksekverede jo på det her. Men Ole Bøgelund var en person, som havde brug for megen sparring og støtte til at eksekvere på de her effektiviseringstiltag. Hvor Ole Andersen i virkeligheden var rigtig dygtig til at presse Ole Bøgelund til at finde større besparelser og større effektiviseringer i forretningen.	
KF2	Men på de vigtige ting, såsom opkøb af virksomheder, foregik der en bearbejdning af mulighederne mellem os og Axcel som de væsentlige aktører, inden du fik noget frem, der var egnet til at blive præsenteret for bestyrelsen. <i>I havde altså en slags for-bestyrelsesmøde?</i> Ja, der skulle lægges knofedt i at bearbejde forslagene. <i>Det minder jo lidt om en operational committee.</i> Det var ikke et formelt organ, men det ved vel et koordineringsmøde, som...Jo, det kan du godt kalde det.		

	<i>Det var kun Jer som ejere, det var ikke med CEO'en?</i> Det var det jo så også i et vist omfang, hvis man skulle have operationelle input for bedømme de ting. <i>Dvs. at I holdt også møder med direktionen uden bestyrelsen?</i> Ja. ... Der ligger det et eller andet sted mellem strategiformulerende og beslutningstagende.		
BES	Alle de væsentlige beslutninger i strategisk retning og investeringer og restruktureringer, det gik selvfølgelig ind over bestyrelsens godkendelse i samarbejde med direktionen, og især den administrerende direktør.		Jeg synes ikke, der var den store forskel. Det var der ikke. Når du har en kapitalfond inde, har de kontakt til direktionen, og de spørger mere ind til direktionen, end normalt er. ... Men forskellen var jo nok, at der var nemmere tilgang til de to direktører for fondene for mit vedkommende. Jeg havde et udmærket forhold til Chris Masterson, det var ham der var chairman for Montagu. Men det er ikke mange gange, jeg har ringet til ham. ... Og så kom Peter Dahlberg, og så en anden svensker med. De var tre i bestyrelsen. <i>Peter Dahlberg han var ansat af...</i> ... af Montagu. Jeg ved ikke, hvad hans position var, men han har ansvaret for Danmark, Skandinavien. <i>Men han forsvandt også?</i> Han var der i et par år, så blev han uenige med dem. Der var kort proces. <i>Det havde ikke noget med Logstor at gøre?</i> Hvad årsagen til fratrædelsen ved jeg ikke noget om.
CEO1	<i>Hvor mange var med til bestyrelsesmøderne, altså ud over Viggo og Søren?</i> Der var en hel hær, jo. Vi sad jo tyve mand eller sådan noget. <i>Gjorde I det?</i> Ja, ja, der var bisiddere både til Polaris og Axcel. <i>Hvor mange stillede Axcel og Polaris med hver?</i> De kom to mand hver, der var fire.	<i>Følte du generelt, at du blev supporteret af kapitalfondene i det, du gjorde?</i> Ja, det er helt klart. ... <i>Og de gav rigtig support?</i> Ja, det var en vis tryghed for os, at vi trods alt fik accept for vores tiltag hver eneste gang. ... Og en af de meget fremsynede ting, vi også gjorde, var at bygge en fabrik i Polen. Det var selvfølgelig en stor investering, men den blev jo også bakket gå op af Axcel/Polaris. Det var et rigtigt godt initiativ, vi havde overhovedet ikke overlevet, hvis vi ikke havde gjort det. Fordi vi fik omkostningerne gevaldigt ned. ... <i>Havde du løbende drøftelser med nogen fra kapitalfondene?</i> Ja, jeg bruge en del én af de gode drenge inde fra Polaris. <i>Var det Maigaard?</i> Peter Maigaard, ja. <i>Hvad med Axcel?</i> Arh, der var ikke så meget. Der var måske Nikolaj (Vejlsgaard).	
CEO2	Jeg sad kun under deres ledelse (Axcel/Polaris) i trekvart år og i en total uregerlig bestyrelse med 20 medlemmer.	<i>Hvad var den største ledelsesmæssige forandring efter Montagu's overtagelse af virksomheden?</i> Det var faktisk mangel på involvering.	<i>Hvor tror du, det manglede engagement skyldes?</i> Jeg ved, hvad det skyldes, for jeg havde jo flere interviews fra Montagu-fondens

	20 medlemmer? Ja, der sad 20 med omkring bordet, nogle var officielle, nogle var uofficielle. ... Der har været tre teams i Montagu inde som repræsentanter i vort selskab siden 2006. Tre forskellige? Tre forskellige teams, på bestyrelsesniveau. Så dem der købte selskabet i sin tid, de røg ud af Montagu efter et år, og så kom der et nyt team om bord, og var der i nogle år – en 3-4 år – og de blev så også smidt ud i 2011, så vi fik et tredje team ombord i 2011. Så vi ser jo udefra, som ledelse, på Montagu og ser, hvordan de egentlig agerer. Det er klart, det mener vi er dybt uprofessionelt. Skete der så hele tiden forandringer i den måde, de agerede på? Der var meget, meget store forandringer. Det tredje team, der kom om bord her i slutningen af 2011. Der gik i øvrigt 4-5 måneder, hvor de ikke havde nogen repræsentanter i bestyrelsen. Så kom de ind med et nyt team, som lige pludseligt trak stikket på hele vores Kina-investering.	Vi blev simpelt hen efterladt fuldstændigt til os selv, og fik lov til at drive selskabet, som vi ville. Der var ikke noget commitment, der var kun regnedrengene, som sad bag skærmen og talte pengene hver måned.	investorer. Det var, at Montagu har været igennem en meget turbulent periode, hvor udskiftningen blandt Montagus medarbejdere var meget høj, og jeg kan sige dig så meget, at der har været tre teams i Montagu inde som repræsentanter i vort selskab siden 2006. Tre forskellige? Tre forskellige teams, på bestyrelsesniveau. Så dem der købte selskabet i sin tid, de røg ud af Montagu efter et år, og så kom der et nyt team om bord, og var der i nogle år – en 3-4 år – og de blev så også smidt ud i 2011, så vi fik et tredje team ombord i 2011. Så vi ser jo udefra, som ledelse, på Montagu og ser, hvordan de egentlig agerer. Det er klart, det mener vi er dybt uprofessionelt. Skete der så hele tiden forandringer i den måde, de agerede på? Der var meget, meget store forandringer. Det tredje team, der kom om bord her i slutningen af 2011. Der gik i øvrigt 4-5 måneder, hvor de ikke havde nogen repræsentanter i bestyrelsen. Så kom de ind med et nyt team, som lige pludseligt trak stikket på hele vores Kina-investering.
FT			Men havde du et indtryk af, at Montagu arbejdede på en anden måde end Axel og Polaris? De tænkte på en anden måde? Ja, fordi jeg tror de tænkte meget ... Axel og Polaris, der var jo ikke den fokusering på udlandet, vel. I deres tid, der fik vi noget at starte op med, der hed Finetec nede i Sydkorea, men Montagu, da de kom, der blev der mere fokus ude på Dubai og Kina. Det var de mere fokuseret på. Hvad er dit indtryk, var de sådan meget mere tæt på virksomheden, kontrollerede de meget mere? Nej, tværtimod. De var meget længere væk, måske? Ja, det synes jeg. Jeg har personligt aldrig i al den tid, jeg har været fællestillids-mand, set nogle af ejerne, set nogen fra Montagu. Kom de ikke og præsenterede sig, da de overtog virksomheden? Nej, det gjorde de sgu ikke. Vi fik en melding om, at vi var blevet overtaget og solgt.

D.6.2. Aktiv involvering

På hvilke områder involverer kapitalfondene sig direkte uden om direktionen?

Person	Finansiering	Køb og salg af virksomheder	Finde den rigtige CEO	Egne initiativer
KF1	Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af Jer? Sammensætningen af bestyrelsen. Gennemførelse af de der kapitalforhøjelser i forbindelse med branchekonsolideringen. Selve det at gennemføre branchekonsolideringen. Og så også etableringen af topledelsessamarbejdet med bestyrelsen. Og så selvfølgelig exit. Det var kommet ud fra en henvendelse, men at ekskevere det og processen omkring det, det var vores opgave.		Hvis vi kigger på, hvor vigtig var det at finde den rigtige daglige ledelse i forhold til at definere en fremadrettet strategi? Alfa og omega. Hvilken en af dem? At finde den rigtige ledelse. Det at finde den rette ledelse er meget vigtigere	

			end at investere i den rigtige virksomhed, have den rigtige strategi og investere i den rigtige branche.	
KF2		... på de vigtige ting, såsom opkøb af virksomheder, foregik der en bearbejdning af mulighederne mellem os og Axcel som de væsentlige aktører, inden du fik noget frem, der var egnet til at blive præsenteret for bestyrelsen.	<i>Da I overtager Logstør Rør er Bøgelund CEO. Hvornår overvejer I første gang at finde en anden CEO?</i> I kriseårene, der gjorde vi det sådan set løbende. Når det ikke går godt, så tænker bestyrelsen altid, er det er fordi, vores direktør ikke er god nok. ... <i>Hvor vigtig var det at finde den rigtige daglige ledelse i forhold til at definere en fremadrettet strategi?</i> Det var os, der definerede den fremadrettede strategi, det meste af den i hvert fald. Men hvor vi også gerne ville have en stærkere ledelse på plads, og det var det, vi ikke have forudsætningerne for til at starte med. Derfor blev det ikke helt, som det skulle være. <i>Burde I allerede dengang havde fundet en, der kunne udføre Jeres strategi på en bedre måde end den, I havde?</i> I den ideelle verden, ja. Men jeg tror bare ikke på, at det havde kunnet lade sig gøre. ... <i>I hvilket omfang skyldes krisen 2000-03 den daglige ledelse henholdsvis markedsudviklingen?</i> Hvis man skal være fair over for Ole, så var det hovedsageligt markedsudviklingen. Han gav nok ikke bestyrelsen en tilstrækkelig fornemmelse af at være i kontrol af situationen. Det gjorde, at vi havde en tvivl. Men jeg tror nok ikke, at andre kunne have gjort det pokers meget bedre end han. Og når vi ikke gjorde mere ... i en virksomhed delvist i krise beliggende i Nordjylland, det er begrænset hvad du kan rekruttere af mennesker til sådan noget.	
BES	<i>Hvilke typer beslutninger traf kapitalfonden direkte? Hhv. Axcel/Polaris og Montagu? Var der nogle beslutninger, hvor de sagde: det kører vi, det der, f. eks. på finansieringssiden?</i> Ja, det var finansieringssiden for Axcel og Polaris. Det var dem, der havde kontakten til banken.	De store beslutninger skulle ind over deres (Montagus) investeringskomite i London, når vi havde godkendt noget i bestyrelsen, at ... <i>Sådan var det i hele perioden?</i> Ja, sådan var det i hele perioden. Altså store investeringer. Det der især prægede det, det var jo også pga. låneaftalen,	Det bedste, bestyrelsen gjorde i den periode var, at vi fik ansat en kanon CFO, der hed Frank Bech. Vi fik købt det til en god pris. <i>Men det var først efter Tolstrup kom ind?</i> Forudsætningen for købet var at Preben Tolstrup skulle tiltræde som adm.	Vi byggede en helt ny fabrik, hvor vi både lavede fittings og isolationer. ... <i>Men hvem havde initiativet?</i> Ja, det havde bestyrelsen og jeg var inde over det. ... Vi havde mange andre projekter og besparelser hele tiden. Målene, det sad

	Og da vi manglede de sidste 75 mio., der blev tilført, det var så lige efter, så kom forløsningen med at vi kunne købe Fredericia. Det var Polaris og Axcel, der kørte det. <i>Hvad med Montagu?</i> Alt kontakt til bankerne, det har Montagu haft.		direktør. Han var ledig på markedet. <i>Men da det endelig blev købt? Først som konsulent?</i> Ja, som konsulent, og så blev han ansat som direktør,	der hver måned. <i>Men det var ikke sådan, at Montagu kom med nogle ideer til, hvad man kunne gøre?</i> Nej.
CEO1	<i>Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af Axcel og Polaris. Var der nogle beslutninger, de traf direkte uden direktionen involvering?</i> Ja, sådan noget som hele kapitalapparatet, bankerne og sådan noget. Det var helt klart deres domæne. <i>Var det dem, der havde kontakt til bankerne, eller var det Frank Bech?</i> Ja, ja. Jo, altså i det daglige var det selvfølgelig os selv, Frank Bech. Men når der skulle lægges nogle nye lån op, så var de hen over.		<i>Hvis du nu skal kigge på Axcel og Polaris, hvad var så deres væsentligste initiativer i ejerperioden?</i> Jamen, det bliver jeg nok nødt til at erkende, det var nok, at de ansatte Preben. <i>Var det en god beslutning?</i> Ja, på det tidspunkt var det jo, fordi Preben havde jo aner nede i Alstom og havde de rigtige forbindelser i Alstom. ... <i>Hvorfor synes du så, det var godt at ansætte ham?</i> Jamen, det var jo fordi det hop, som virksomheden skulle have, at få samlet Alstom op, der var han nok den rette person. <i>Mener du, at han tænkte mere strategisk end dig?</i> Nej, men han kunne gennemføre det salg. Han kunne virkeligt sidde i spidsen for og teknisk vide, hvordan han skulle gribe det an.	<i>Havde du indtryk af, at kapitalfondene til at starte med, da de overtog virksomheden, have fokus på at lave en konsolidering inden for hele sektoren, eller var det ikke noget tema på det tidspunkt?</i> Jo, jo, det har hele tiden ligget i kortene, at der skulle ske en oprydning i branchen.
CEO2	<i>Hvilke strategi- og investeringsmæssige valg stod Montagu overfor, da de overtog Jer? Var der nogle valg, eller var det alt sammen klappet af på forhånd?</i> Altså, alt var klappet af på forhånd med hensyn til virksomhedens strategi. Det var den finansielle struktur, som de bragte med. ... <i>Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af Montagu?</i> Kun finansielle beslutninger.	<i>Men de (Axcel/Polaris) var jo meget aktive i forbindelse med forhandlingerne med Tarco og APFS?</i> Ja, det var de.		
FT			<i>Hvad var Ole Bøgelunds væsentligste kvalifikationer eller bidrag til virksomheden?</i> Hvis jeg skal være helt ærlig, det har jeg svært ved at se. Jeg har svært ved at se, hvor Ole var dygtig. <i>Du mener, han tænkte ikke strategisk?</i> Jeg mener, han kom fra vindmøller dengang, og så dukkede han lige pludselig op på scenen der.	<i>Er der nogle eksempler på, at kapitalfondene har taget initiativer selv, mens de ejede selskabet.</i> Nej, ikke mig bekendt. Vi har fået besked på, at der var nogle tiltag på vej, som de har stoppet og sagt, det var der ikke økonomi i og ting og sager.

D.6.3. Betydning af kapitalfondens urgency

Hvilken betydning har kapitalfondens aktive involvering for opnåelsen af de strategiske mål?

Person	Modet til at træffe beslutninger	Pres på medarbejderne	Rigtig ejer	Veldokumenteret status
KF1	Det, der skaber værdi for os, der er at have modet til at gennemføre den branchekonsolidering, uagtet at vi havde ejet selskabet i fem år. Uagtet at vi havde fået rigtig mange lussinger, og hvor pengeflowet kun havde gået én vej, nemlig fra ejeren og så ned til virksomheden for at stoppe huller.			Vi har udviklet sådan et værktøj. Det er egentlig meget banalt, hvor man i virkeligheden siger: vi har en strategisk plan, den har vi brudt ned i en række nøgleaktiviteter, der skal til for at nå vores strategiske mål. <i>Must win battles?</i> Ja, det er det i virkeligheden. Og så brudt yderligere ned i nogle underhandlingsplaner, hvor der er sat økonomi på, hvor der er sat ansvarlig på, hvor der er sat tid på.
BES		Efter at Montagu kom ind, korte vi forbedringstiltag konstant, lean og mean produktion, standardisering. Så det er klart, at medarbejderne har følt trykket. Vi havde mange arbejdsgrupper i gang. <i>Men de performede også mere?</i> De performede mere. <i>Det var ikke sådan, at de bare gik ned med stres?</i> Nej. Nej. Der var superfolk. De deltog... <i>Du mener, der var en positiv udvikling?</i> Ja, det var der helt sikkert. For hvis vi ikke gjorde det, havde det set endnu værre ud.		Man vidste, hvor man var hele tiden. Man gik mere i detaljer, og man bliver rapporteret hele tiden. Selskaberne bliver mere i stand til at tage de store strategiske tiltag, hvis det er det, der skal til. Det er veldokumenteret, hvor man er henne, hvor man finder sig.
CEO1			Det var den rigtige ejer i den periode. <i>Og de gav rigtig support?</i> Ja, det var en vis tryghed for os, at vi trods alt fik accept for vores tiltag hver eneste gang.	
FT		<i>Kunne Logstor have overlevet uden nedskæringer og uden udflytning af produktion til Polen?</i> Ja, den påstand vi jeg vove. Det vil jeg til hver en tid, fordi mange af de ting, der udvikledes, de kom til Polen, og det har også mange, mange, mange økonomiske konsekvenser i ting, der er blevet lavet om og fejldisponeringer og ting og sager. Jeg sidder ikke og roder nede i økonomien, vel, men den påstand, den vil jeg altså vove.		

D.6.4. Kapitalfondens attitude Hvilken merværdi skaber kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur?			
Person	Synlighed	Medarbejdertryghed	Samarbejdsproblemer
KF1		<i>Hvad betød det nye ejerskab for medarbejdernes performance? Der skriver du her: større fokus på likviditetsskabelse. Hvis vi er helt nede på medarbejderniveau, kunne man så overhovedet iagttage noget? Nej, ikke på medarbejderniveau. De følte vel ikke i det daglige, at der var sket den store forandring? Det tror jeg ikke.</i>	
KF2		<i>Betød det nye ejerskab noget for medarbejdernes performance, eller var de bare glade for, at de var blevet reddet? Mest det sidste, men hvor det trods alt også påvirker deres performance. Så det, at der kom nogen og holdt hånden under virksomheden og drev den videre og sådan set også udviklede den, det betød vel noget, selv om det har vi ingen måling på. ... Påvirkede kapitalfondsejerskabet medarbejdernes arbejdsmotivation og loyalitet i forhold til selskabet? Var der forskel på at være familiejet virksomhed i Løgstør og så...? Det er jo meget svært for mig at svare på. Jeg tror det ikke. Jeg tror ikke på, at sådan noget med kapitalfonde påvirker nordjyder, hverken positivt eller negativt.</i>	
BES	<i>Men, så var der jo nogle ændringer i den måde, man ledede virksomheden på? Nej, nej, det var der ikke. Han (Chris Masterson) var med til ét møde, og så jeg ham ikke siden. Så kom han ikke mere? Nej</i>	<i>Tidligere var det også Grete Andersen, der ejede virksomheden... Ja, det var chokterapi for virksomheden nu at blive ejet af en kapitalfond, fordi det familieejede, det forsvandt jo. Det giver jo lidt andre beslutninger, og man går ikke sådan i detaljer, som når man er ejet af en kapitalfond. Så det var anderledes for medarbejderne. Der blev talt et lidt klarere og håndfast sprog, skal vi sige det på den måde.</i>	<i>Jeg foreslog at lukke fabrikken i Fredericia i forbindelse med Montagus overtagelse af selskabet. Det skete så ikke? Det skete ikke, og Montagu ville ikke den gang være med til det. Men det er jo et eksempel på et initiativ, som de ikke godkendte? De godkendte ikke det initiativ. Og det var et af de vigtigste. Har du nogen fornemmelse af, hvorfor de ikke godkendte det? Ja, de ville ikke være med til den restrukturerings. ... Jeg frygtede, det ville gå galt. Det havde jeg helt klart på fornemmelsen. Hvilke krav stillede de, som du ikke mener, han ville kunne opfylde? Han er jo typen, han vil helst ikke rapportere alt for meget. Han blev kort for tæt? Han blev kort for tæt, og så var de der folk, de viste sig at være ... jeg ved det ikke, jeg vil helst ikke udtale mig om det, men jeg har hørt noget. Altså de beslutninger, de har taget, det er jo fuldstændigt vanvittigt. Han har været oppe at slås med den der nye formand fra day one. Og sikkert ikke uden grund. Men han var jo selv i en kort periode med i bestyrelsen, ikke? Jo, kun i begyndelsen. Da sad han for bordenden, han skulle lige se, hvordan det fungerede. Det første møde.</i>

			<i>Hvordan det?</i> Ja, han var barsk på en måde. <i>Men du sad som formand, ikke?</i> Jo, det gjorde jeg. <i>Men han sad for bordenden?</i> Ja, det at jeg sad for bordenden, det kunne jeg se, det passede ikke manden, så jeg satte mig ind på et sidebord. ... <i>Forsøgte han ligefrem at skræmme ledelsen til at vise resultater?</i> Det var måden, han gjorde det på. Det var ubehageligt. Han fremturede ... det var især over for... han skulle ligesom prove the point, bevise sig ... på en uheldig måde.
CEO1		Alle de følelser, der har været, f. eks. den lokale befolkning oppe i Løgstør, de var sådan set væk, der var jeg jo lidt mere koldt. Det vil sige, at der kom en professionalisme hen over det, som var helt anderledes end det, der havde været tidligere. Fru Andersen, hun var jo meget social, men det har hendes mand garanteret også været, som jeg hører de historier og den der familie. Det har betydet meget for dem, at de har vokset i den by, at de har kørt en meget succesfuld virksomhed op som den største i byen.	<i>Hvad var det, de ikke brød sig om ved Frank Viborg?</i> Han havde ikke en særlig god kommunikation med Søren (Lindberg) fra Axel. <i>Var det fordi, han ikke leverede tallene, eller var det fordi han havde en anden opfattelse af...?</i> Det helt store problem, og det var også grunden til kaos, det var, at man havde indført SAP et par år før jeg kom. Det var overhovedet ikke ordentligt indført.
CEO2	Det trænger ikke helt ned til medarbejderne. For medarbejderne var kapitalfonden totalt usynlig. Det var den ikke under Axel og Polaris, fordi virksomheden var jo vitterlig i en stor krise på det tidspunkt. Det er først nu her, hvor det hele falder på gulvet inden for det seneste års tid, at det er gået op for medarbejderne, at det er helt elendigt det hele. Virksomheden har jo tabt sutten, ånden er væk. <i>Du synes altså, at det har negativ effekt på medarbejdernes performance, at det er gået som det er.</i> Ja, nu. Ja, for pokker. I øjeblikket, der er ingen styring, der er ingen ledelse. Altså den administrerende direktør, han er der maks én dag om måneden i Løgstør. Ellers ser de ham aldrig. Kapitalfonden har sluppet rattet. <i>Hvad laver han ellers?</i> Han laver ingenting. Han er på andre Montagupgaver. Han har været der siden marts måned sidste år. Da jeg slap rattet, bragte de ham ind. Man kan lægge ham meget til last, men han har ikke ledet virksomheden ret godt, tværtimod. Men det betyder så bare, at organisationen har tabt ånden i bund og grund. Det er det, jeg siger: du bringer en irer, en skotte og en englender ind for at drive en virksomhed oppe i Løgstør. <i>Det lyder som en meget svært opgave.</i> Det lyder som en svær opgave, det var det så også. <i>Selv du boede deroppe det meste af tiden, ikke?</i> Ja, jeg boede deroppe i løbet af ugen.		<i>Du mener, at da det tredje team kommer ind, der begynder der at blive truffet nogle beslutninger som er lidt kortsigtede?</i> Ja, det må jeg sige. <i>Men det er vel fordi, de ser jorden brænde under dem?</i> Jo, men vi havde jo, sammen med Ole Andersen, også en salgsmulighed for vores olie- og gasaktiviteter, hvor vi kunne have solgt den aktivitet for 2-300 mio. kr. Det ville have knipset alle problemer væk over for banken, og vi havde løst vore likviditetsproblemer.

	Jo, jo, man skulle jo være der. <i>Men Preben må jo også have haft nogle minussider, fordi det gik jo ikke så godt?</i> Nej, han var jo sådan selvbestemmende, Preben. Han havde nogle ideer, nu sådan som med hans københavnerkontor. Der mistede han lidt jordforbindelsen, syntes man på fabrikken. <i>Havde han også et københavnerkontor?</i> Ja, ovre på Sankt Annæ Plads, gu havde han da så. Det blev lukket en time efter, at han røg ud. Ja, ovre på Sankt Annæ, der sad han derovre med sin sekretær. Det var der, det startede ude i den store verden. Det var den forklaring, vi fik. Så kunne du jo ikke tage en herre ind ude fra den store verden. Og så tage ham ind i et fly til Aalborg. Så forhandlede de i København. <i>Han må have brugt meget tid på at rejse rundt i verden?</i> Ja, det gjorde han. Man når han så havde kunder inde, så var det på kontoret ovre på Sankt Annæ Plads, ikke. <i>Hvor mange dage var han i Løgstør?</i> Til sidst var det ikke meget, slet ikke meget. Der kunne gå 14 dage til 3 uger, men så var han der en dag eller to. Og i starten, der var han her rigtig meget, rigtig meget endda. Som jeg sagde til dig, han var god til at gå ud til folk. Han var en populær direktør blandt medarbejderne. ... Preben var en anden type end Ole. Preben var meget sådan udadvendt, men Ole var, som man sagde ude i produktionen ... hvis man sendte Ole ud i den ene ende af fabrikken, så kunne han ikke finde hjem. Altså, Ole var ikke sådan meget ude ... Så snart Preben, han var på fabriksgrunden, så var han ude i produktionen, cyklede en runde, ud at snakke med folk. Det var Preben kanon hamrende god til sådan at snuse viden ved folk. ... <i>De var meget længere væk, måske?</i> Ja, det synes jeg. Jeg har personligt aldrig i al den tid, jeg har været fællestillidsmand, set nogle af ejerne, set nogen fra Montagu. <i>Kom de ikke og præsenterede sig, da de overtog virksomheden?</i> Nej, det gjorde de sgu ikke. Vi fik en melding om, at vi var blevet overtaget og solgt.	Jeg føler nok, der mistede man da noget af den lokale forankring. Der kom jo folk udefra. <i>Hvordan var de i forhold til den lokale ledelse?</i> Løgstør er jo lidt af en bondekultur, kan man godt sige. Det var en helt anden ledelsesstil. <i>Hvordan kunne du mærke det?</i> Det var svært at komme igennem med noget i starten. Det var svært at komme igennem. <i>Hvad var dit indtryk, da Grete Andersen sad som bestyrelsesformand, havde hun en anden tilgang til det end de nye ejere?</i> Ja, det havde hun. Der er ingen tvivl om, at da Grete hun var der, hun var hønemoderen, jeg tror hun var rundt i produktionen. Vi kan tage sådan nogle latterlige ting, hele udskiftningen af billederne i kantinen og sådan noget, gik hun meget op i. Der var det sociale, der var lidt hygge omkring folkene. Det gik hun meget op i. <i>Skabte det en dårlig stemning, at kapitalfondene kom ind?</i> Det gjorde nok i starten, som jeg siger, ved at der kom nye ledere ind udefra. Det blev sådan for fancy til den kultur ude i i udkanten, ude i det nordjyske. Vi er en lille fjordkommune, som fik den her succeshistorie med Ege Andersen, der startede rørindustrien i 60. ... <i>Det, at der var nogle kapitalfonde, der gik ind og overtog, var det noget, der påvirkede medarbejdernes motivation og loyalitet i forhold til selskabet?</i> Ja, det var det nok. For du ved godt, ude i produktionen, der kommer nok den der, jamen de vil skide os et stykke, det er bare bundlinjen, der tæller. Det er bare sådan noget, der er der, og dit og dat. Det bliver hurtigt sat op på en sådan måde, de var meget Polen-fokuseret, det har de altid været i ledelsen. Det er altid blevet brugt som løftestang, Polen, polske lønninger, ikke også. ... <i>Så på den måde kan man sige, at Axcel og Polaris gik jo ind og redede virksomheden, ikke.</i> Jo, det er da helt sikkert, men det blev sådan lidt mere koldt og kynisk, da vi får ledere udefra. Den helhjertethed, som jeg selv brænder for, den gik fløjten. Altså, der blev for langt fra top til gulv.	
--	---	---	--

D.7. Specialisering

D.7.1. Kapitalfondenes industrielle kompetencer				
Hvorledes bidrager kapitalfondene med industriel kompetence?				
Person	Kapitalfondens egne industrielle kompetencer	Bestyrelsens industrielle kompetence	Bestyrelsens industrielle interesse	Overraskelser
KF1		<i>Hvad med Fredriksson?</i> Han kom først ind sidenhen. Han kom først ind i forbindelse med den anden fase. <i>Hvad var hans bidrag så?</i> Han havde jo det internationale udsyn fra sin tid i Perstorp. <i>Havde I andre industrielle udefra? Svejstrup?</i> Palle Svejstrup var med i bestyrelsen og så var Kjeld Iversen fra Falck, som Ole (Andersen) i øvrigt kendte, også med. <i>Bidrog de så med noget?</i> Ja, det er klart. Kjeld Iversen bidrog, han var gammel CFO. Det er selvfølgelig en vinkel, som vi i en vis udstrækning kunne dække, men han bidrog med den økonomiske styring og risikostyringen. <i>Men ikke sådan branchespecifikt?</i> Nej, det gjorde han ikke. Det var der faktisk ikke ret mange andre end Palle Svejstrup, der gjorde. <i>Palle Svejstrup, han var fra...?</i> Per Arsløff som bla gravede de der rør ned. Så han kendte lidt til markedsdynamikken, hvor sker det henne, og hvor er de store projekter		
KF2	<i>Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence?</i> I dette her tilfælde gjorde vi det væsentligst ved de folk, vi tog med ind i bestyrelsen.	<i>Men hvilke eksperter hev i så ind udefra i bestyrelsen?</i> Det var jo så Ole Andersen og det var Palle Svejstrup fra Per Aarsleff og det var Kjeld Iversen, der tidligere havde været i Falck. <i>Bestyrelsen var altså i det her tilfælde ikke bare et efterretningsorgan, det var her beslutningerne blev truffet?</i> Nej, og senere kom Åke Fredriksson, direktør i Perstorp i Sverige. Så der var sådan set en god industriel tyngde. <i>Øg det var nogle, I og Axcel i samarbejde valgte ud?</i> Ja.		Konkurrenceforholdene i den branche og forholdene til kunder og hvordan, man opererer, det var i og for sig nok det, der var vanskeligt, og som overraskede os mest.
BES	<i>Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence?</i> De tilførte jo ikke nogen. De tilførte det i form af ... jeg kom med med nogle	<i>Hvilke specielle kompetencer havde du i relation til dette her?</i> Vedkommende (der kontaktede mig) var en tidligere direktør i Grundfos, der var i bestyrelsen, og vi	<i>Hvor meget involverede kapitalfonden sig overhovedet i branchespecifikke spørgsmål?</i> Så vidt jeg ved, de involverede sig ikke.	<i>Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfonden mest efter overtagelsen af virksomheden?</i> Det ved jeg ikke. Jeg tror måske trægheden i

	kompetencer, det er helt klart, og Åke Frederiksson, han er jo tidligere CEO for Perstorp og havde en masse industriel erfaring.	lavede jo en turn around i Sabroe, og fik gennemført et meget stort investeringsprogram, der gjorde, at virksomheden blev konkurrencedygtig igen. Det var et program til over 200 mio. kr. Der blev investeret i fabrikker og nye maskiner og nye processer. Bl.a. gik man fra afprøvning med vand til luftafprøvning. <i>Så det var dine kvalifikationer? Sabroe er din turn around?</i> Ja, plus at jeg havde været direktør i mange år og havde lukket mange fabrikker og havde været involveret i produktion.		branchen. Det er ikke sådan en branche, man kan gå ind og lave om på. <i>Og det gælder både Axcel/Polaris og Montagu?</i> Ja, det er en fælles udtalelse for dem begge to. <i>Og hvori består trægheden?</i> Det er jo noget anlægstungt. <i>Beslutnings-processerne...?</i> Beslutningsprocesserne, det offentlige. Altså, vil man have fjernvarme eller vil man ikke have fjernvarme. <i>Det er jo næsten alt sammen, der er offentligt, som forudsætter en offentlig beslutning?</i> Ja, det gør det.
CEO1	<i>Men hvordan følte du så, at kapitalfondene tilførte Logstør Rør industriel kompetence. Gjorde de det?</i> Nej. <i>Du mener så heller ikke, at kapitalfondenes industrielle kompetence matchede direktionens, i hvert fald?</i> Nej, det synes jeg ikke	<i>Var der for lidt industriel forståelse?</i> Ja, det var der, helt klart, det vil jeg godt sige højt og tydeligt. Der kunne godt have siddet én, som havde haft lidt bedre forståelse for produktionen. <i>Havde de slet ingen industrialister siddende i bestyrelsen? Der var da Ole Andersen, ikke?</i> Ole Andersen havde lidt, men han er også økonom. Der var Palle Svejstrup, han var nok den eneste, der kunne hamle op, når jeg skulle forklare noget. <i>Ja, der var Ole Andersen og Palle Svejstrup. Der var vist nok én mere?</i> Ikke teknikere. Resten af dem var økonomer. <i>Det vil sige, at Ole Andersens fokus, det var også udelukkende på tal?</i> Ja, selvfølgelig var han også nogle involveret i, hvordan vi fik forklaret, at nogle tekniske løsninger skulle være. Men altså, der fik vi ikke noget modspil på den måde. Det åd de råt.	<i>Hvor meget involverede kapitalfonden sig overhovedet i sådan nogle branchespecifikke spørgsmål på bestyrelsesmøderne. Var det sådan noget, I diskuterede, hvordan udviklingen var i branchen?</i> Ja, ja. Det gjorde vi da. Det var vores orientering, som man tog til efterretning. <i>Man var også meget interesseret i det?</i> Jo, jo.	
CEO2	<i>Hvorledes tilførte kapitalfondene virksomheden industriel kompetence?</i> Nul. <i>Men det gjorde den vel i begyndelsen?</i> Overhovedet ikke. <i>Du deler det jo op i tre perioder. Det vil sige, ikke engang i den første periode?</i> Nej, nej. De havde købt strategien. ... <i>Hvis jeg selv sad i en kapitalfond, så ville jeg insistere på at have</i>	Både manglende branchekendskab, visioner, og en forståelse for forretningen, hvor vi var sårbare og vi ikke var sårbare. ... Men jeg kunne jo se på de pågældende mennesker, at de havde ingen forudsætninger for at vide, hvad der foregik i branchen, og hvad der var af potentiale i Kina. Der var overhovedet ingen, der havde Kina-erfaring af dem, der kom om bord. <i>Altså ingen af de nye</i>	<i>Matchede kapitalfondenes industrielle kompetence den daglige ledelses? Det kan jeg jo så regne ud, den gjorde den ikke?</i> <i>Nej, det gjorde den ikke. Hvor meget involverede kapitalfondene sig i branchespecifikke spørgsmål?</i> Nul, overhovedet ikke.	<i>Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfondene mest efter overtagelsen af virksomheden?</i> Der tror jeg godt, jeg kan nævne i hvert fald et aspekt. Det er, hvor politisk drevet, energibranchen egentlig er i forhold til, hvad de var vant til i deres andre investeringer. Den er jo enormt politisk sensitiv. En Eon eller en Vattenfall eller en Dong, eller de store energiselskaber, der er vi jo en del af det marked, og det er klart, at der er jo

	branchekendskab med ind i bestyrelseslokalet. Og det gjorde Axel og Polaris jo heller ikke. Og det gjorde Montagu heller ikke.	<i>bestyrelsesmedlemmer, overhovedet?</i> Nej, ingen overhovedet. Den ene sagde, han havde. Han havde boet i Singapore i nogle år. Havde solgt coating løsninger til stålbranchen, altså ingen havde indsiget i vores branche.	særdeles stærke politiske kræfter ind over en energibrancheregulering i enhver henseende. Og også de der magtspil, der foregik imellem at være en energiproducent og en energidistributør og bygge infrastrukturen også. Jeg tror, det kom noget bag på dem, hvordan den verden hænger sammen.
--	--	---	--

D.7.2. Betydningen af kapitalfondenes industrielle kompetencer			
Hvilken betydning har det for virksomheden, at kapitalfonden besidder specifik industriel kompetence?			
Person	Kapitalfondens egne industrielle kompetence	Bestyrelsens industrielle kompetence	
KF1	<i>Bør det forventes, at en kapitalfond besidder brancheekspertise, eller bør I generelt forlade Jer på direktionens ekspertise?</i> Jeg tror ikke, man skal forlade sig på direktionens ekspertise. <i>Men du sagde selv, at det var alfa og omega, at man valgte den rigtige direktion?</i> Det er også korrekt Men det er ikke nødvendigvis sådan, at en man altid kan finde en drømmedirektion, som har stor branchemæssig erfaring, og som har prøvet at være med på den rejse, som vi nu skal ud på. Om det var en branchekonsolidering eller udflytning af produktion, eller hvad det nu kunne være. Men sådan er det jo... <i>Men det er vel mere I at selektere både direktion og bestyrelse, at I bidrager med noget branchemæssigt know-how? Det er vel ikke noget, I har som mål at opbygge i Axcel? For så indskrænker I jo Jeres investeringsunivers ganske betydeligt, hvis I selv er specialister?</i> Det er rigtigt. <i>Eller også skal I være ret mange mennesker.</i> Det er rigtigt. Hvis man skal tro, at en kapitalfond skal komme med branchespecifik viden selv, så kræver et helt andet markedsfokus end det, vi har i Axcel, hvor det er danske og svenske virksomheder. Så skal man operere globalt. Så går man glip af den nærhed, der er til markedet.		
KF2	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Jeg vil sige, at i vores perspektiv og tilfælde væsentligst det sidste. <i>At man skal forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Og bestyrelsens, måske. Og hvis direktionen ikke har den ekspertise, der skal til, så må man skaffe det ind i direktionen. ... Selv om de har lidt generel industrierfaring, altså hvis der kommer en kapitalfond, der måske trækker nogle gode ind i bestyrelsen og supplerer direktionen op og så videre, og så i øvrigt fokuseret går til det, så kan vi sådan set være lige så gode ejere som en industriel ejer.		
BES	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Det bliver en kombination. Jeg har også arbejdet for EQT. De prøvede at få industrieksptise ind. Først og fremmest er det jo en direktion, der skal kunne drive værket og have hånden på virksomheden. Oftest søger man, om man kan få nogle personer ind, som har noget baggrund og noget erfaring.		
CEO1	<i>Mener du, at man skal forvente, at en kapitalfond har brancheekspertise, eller skal den forlade sig på direktionens ekspertise? Giver det noget?</i> Ikke nødvendigvis. Altså hvis det er en meget teknologitung virksomhed, så burde man jo mene, at de teknikere, der sidder i toppen, inklusive direktøren, de ved, hvordan udviklingen skal være.	<i>Synes du, at kapitalfondene vidste nok om branchen, eller ville det have været bedre at have en industriel ejer?</i> Jeg kunne godt tænke mig, at der havde været mindst én ingeniør til. <i>I bestyrelsen, mener du, ikke?</i> Jo, i bestyrelsen, det kunne der godt have gjort. At man	

	Men ikke i en sådan virksomhed som Løgstør Rør? Nej.	ikke diskuterede så meget nøgletal.
CEO2	Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise? Nej, man skal altid tilføre branchekendskab. Der er nogle kapitalfonde, som totalt misser det der punkt. Hvis jeg selv sad i en kapitalfond, så ville jeg insistere på at have branchekendskab med ind i bestyrelseslokalet.	

D.8. Logstors økonomiske nøgletal (mio. DKK)

Logstors regnskabstal for Axcels/Polaris' ejerskabsperiode							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultat							
Omsætning	1.046	982	861	785	822	780	1.749
Resultat for finansielle poster	62	12	-24	7	17	31	143
Finansielle poster	-12	-13	-25	-25	-28	-20	-28
Resultat af ordinær drift før skat	50	-1	-49	-18	-11	11	116
Resultat af ordinær drift	41	-2	-39	-19	-12	11	81
Balance							
Egenkapital	107	95	70	48	37	48	325
Ansvarlig lånekapital	0	0	0	0	75	75	0
Bankgæld	70	128	171	168	67	89	217
Gæld i alt	406	424	527	593	507	486	731
Finansielle pengestrømme							
Indbetaling af egenkapital	144						195
Optagelse af ansvarlige lånekapital				20	75		
Afdrag på ansvarlig lånekapital					-20		
Konvertering af AL til EK							-75
Optagelse af langfristede lån	40		72	3	5	1	220
Afdrag på langfristede lån	-23	-32	-20	-13	-20	-4	-27
Egenkapitalandel uden AK	20,9	18,3	11,5	12,3	20,4	22,8	28,5
Egenkapitalanden med AK	20,9	18,3	11,5	8,7	6,7	8,9	28,5

Logstors regnskabstal for Montagus ejerskabsperiode							
	2006 ^{*)}	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Resultat							
Omsætning	1.464	2.287	2.361	1.975	2.029	2.064	
EBITDA	181	299	286	244	214	151	
Impairment tab på goodwill	0	0	0	0	0	-532	
Resultat for finansielle poster	95	259	119	151	133	-461	
Finansielle poster	-125	-178	-143	-129	-128	-126	
Resultat af ordinær drift før skat	-30	81	-23	22	5	-586	
Resultat af ordinær drift	-36	32	-69	22	-1	-590	
Balance							
Egenkapital	150	744	662	749	745	847	
Ansvarlig lånekapital	829	366	413	567	527	0	
Bankgæld	1.257	1.032	984	830	760	681	
Gæld i alt	2.665	2.014	1.994	1.907	1.944	1.373	
Finansielle pengestrømme							
Indbetaling af egenkapital	173	553	1	25		691	
Optagelse af ansvarlige lånekapital	828	87	47				
Afdrag på ansvarlig lånekapital							
Konvertering af AL til EK		-550				-593	
Optagelse af langfristede lån	1375	2					
Afdrag på langfristede lån	-19	-233	-59	-167	-80	-102	
Egenkapitalandel uden AK	5,2	26,4	24,1	28,2	27,7	38,1	
Egenkapitalanden med AK	33,9	39,3	39,1	45,8	47,3	38,1	

^{*)} Resultatopgørelsen er annualiseret, egentlige tal dækker perioden 06.04.-31.12.

D.9. Medlemmer af Logstors bestyrelse og direktion

Bestyrelse			
Fra	Til	Person	Funktion
09.12.1988	09.02.2000	Grete Andersen	Enke efter stifteren
09.12.1988	22.05.1989	Tage Willy Madsen (Middelfart)	
09.12.1988	27.06.1991	Hemming Kristian Jørgensen (Søllerød)	Direktør
09.12.1988	11.10.1989	Lea Nuppenau (Risskov)	Translator
09.12.1988	27.06.1991	Erling Sørensen (Løgstør), generalf.valgt	Specialarbejder
27.06.1991	28.05.1999	Erling Sørensen (Løgstør), medarbejdervalgt	Specialarbejder
09.12.1988	27.06.1991	Bjarne Sørensen (Løgstør)	Driftsleder
09.12.1988	21.03.1996	Niels Erik Westen-Jensen	Advokat
22.05.1989	11.05.2007	Arne Nielsen (Hjørring)	Direktør
07.06.1990	07.12.1998	Jørgen Madsen (Bjerringbro)	CFO, Grundfos
11.10.1989	03.08.1993	Mia Andersen (Frederiksberg)	
27.06.1991	29.05.1995	Paul Grønnerup Kristesen, medarbejdervalgt	Smed
03.08.1993	26.05.1997	Eg Andersen (København)	Markedsanalytiker (søn af stifter)
29.05.1995	31.05.1995	Søren Degn (Løgstør), generalforsamlingsvalgt	
31.05.1995	28.05.1999	Søren Degn (Løgstør), medarbejdervalgt	
31.05.1996	28.05.1999	Thorkild Dahl (Viborg)	Advokat
26.05.1997	01.05.2001	Ena Theilmann (Løgstør)	Datter af stifteren
18.03.1999	17.10.2003	Christian Frigast	Ledende partner, Axcel
18.03.1999	19.07.2006	Viggo Nedergaard Jensen	Ledende partner, Polaris
29.06.1999	15.11.2011	Ole Andersen	CEO, Sabroe Refrigeration
29.06.1999	19.07.2006	Kjeld Iversen	CFO, Sabroe Refrigeration
29.06.1999	24.10.2005	Palle Svejstrup	CEO, Per Aarsleff
04.02.2000	24.10.2005	Claus Søgaard-Christensen	Selskabets advokat
29.09.2003	19.07.2006	Søren Lindberg	Partner, Axcel
24.10.2005	19.07.2006	Hans Henrik Lund	CEO, GN Netcom
24.10.2005	01.07.2013	Åke Frederiksson	CEO, Perstorp
19.07.2006	09.11.2011	Peter Dahlberg	Partner, Montagu
19.07.2006	02.01.2008	Matthew Lyons	Partner, Montagu
02.01.2008	12.11.2012	Axel Eckhardt (Düsseldorf)	Senior adviser, Montagu
03.04.2009	12.11.2012	Mikael Sjögren	Investment director, Montagu
15.11.2011	01.07.2013	Peter Fearn	
15.11.2011	01.07.2013	Mark Dunfooy	Head of support team, Montagu.
12.11.2012	28.02.2013	James Codling	Investment director, Montagu
Bestyrelsesformænd			
22.05.1989	09.02.2000	Grete Andersen	Formand (fra 15.04.1999 LR af 1998)
22.04.1999	29.06.1999	Christian Frigast	Formand
29.06.1999	15.11.2011	Ole Andersen	Formand
15.11.2011	01.07.2013	Peter Fearn	Formand
Direktion			
Fra	Til	Person	Funktion
01.01.1980	30.11.1998	Ludvig Hybschmann	Administrerende direktør (CEO)
02.04.1993	28.01.1998	Klavs Bech	Salgsdirektør
02.04.1993	04.02.2000	Frank Viborg	Økonomidirektør (CFO)
08.12.1998	21.07.2006	Ole Bøgelund Nielsen	Administrerende direktør (CEO)
04.02.2000	01.05.2012	Frank Bech	Økonomidirektør (CFO)
29.03.2003	12.03.2012	Lars Ibsen (Polen)	Direktør
18.08.2005	12.03.2012	Preben Tolstrup	Administrerende direktør (CEO)
18.08.2005		Jens Ebbesen	Direktør
23.04.2012	12.06.2012	Ole Arenfeldt Jensen	Produktionsdirektør (COO)
12.03.2012	01.07.2013	Martin MacCourt	Administrerende direktør (CEO), Director, Montagu
23.05.2012	21.11.2012	John Foldes	Økonomidirektør (CFO)
21.11.2012		Poul Erik Tofte	Økonomidirektør (CFO)
21.11.2012	01.07.2012	David John Williams	Produktionsdirektør (COO)
02.07.2013		David John Williams	Administrerende direktør (CEO)
		Bestyrelsesmedlem under familieejerskabet	
		Bestyrelsesmedlem under Axcel's og Polaris' ejerskab	
		Bestyrelsesmedlem under Montagu's ejerskab	
		Bestyrelsesmedlem under begge kapitalfondes ejerskab	

E. Bilag: Nycomed

Koderesultater

E.1. Kapitalstruktur

E.1.1. Kapitalstrukturens værdi			
Hvilken merværdi skaber kapitalfondens tilpasninger i virksomhedens kapitalstruktur?			
Person	Øger RoE	Sårbarhed	Andet
KF1		Nej, der er ingen tidspunkter overhovedet i nogen af de her, hvor der er et brud. Det er der ikke. Men selvfølgelig, Nycomed er alligevel udfordret, fordi de har jo bl.a. de der raids på deres produkt f. eks. fra en generisk farmaudbyder. De går ind og kopierer produktet. Og det er klart, det er en kritisk situation, fordi den kommer altså to år før udløb. Og det er sådan med de der generiske produkter, i løbet af et halvt år kan et generisk produkt så at sige halvere marginalen på basisproduktet. Og det er ofte det, der sker. Der er det klart, der er...jeg vil ikke sige krise, men der er lidt, ikke.	Ingen værdi Høj leverage har jo ingen betydning for virksomheden, forudsat at den ikke er så høj, at den sluger så mange penge, at der ikke er noget tilbage til at udvikle virksomheden for. Men det er heller ikke sådan, man lægger leverage. Når du ser det ud fra et managementsynspunkt, så har leverage, hvis den ikke er for høj, ingen større indvirkning.
CEO	Det gjorde jo, at man fik en leverage, det er selve ideen med private equity. ... Du kan vel sige det sådan, at hvis du har et afkast af egenkapitalen, som er ganske højt, og du kan låne penge vældig billigt, så bør man vel låne en vis mængde penge. Hvis jeg kan låne til 2% og få 10% i afkast, så bør jeg vel gøre det.		Omtanke og forsigtighed Det som jo var positivt for Nycomed, det var jo, at i og med at du får gæld, så får du også en fokusering på ting som cash flow og capital employed. Og du får en effektivisering af virksomheden, som du ikke altid ser i et børsnoteret selskab. Det er sjældent, man har en diskussion om capital employed i et børsnoteret selskab, men det har man her.
CFO	Leverage skaber jo altid værdi. <i>Jeg vil godt bare have dit syn på, hvordan det skaber værdi.</i> Det skaber jo mere værdi, fordi du får større afkast af egenkapitalen. Det er jo basic. <i>Der er jo også mange andre argumenter, at det skaber mere urgency, fordi du har højere gæld og det skaber også mere frihed.</i> Det gør, at du har en bedre kontrol med omkostningerne, og at der er sammenhæng mellem indtægter og udgifter. <i>Så det er primært, fordi det giver et højere return on equity?</i> Det er jo standardviden. <i>Det er det jo så ikke helt. For Miller og Modigliani har jo et andet syn på det. De mener jo, at kapitalstrukturen er ligegyldig for virksomheden. Så derfor er det meget vigtigt for mig i min research, at jeg får din holdning til det.</i> Min holdning er den gode gammeldags boglære, at leverage skaber en bedre return on equity.	<i>I havde jo et brud på en covenant i 2010. Hvordan reagerede bankerne på det?</i> Havde vi brud på en covenant i 2010? <i>Jeg har da læst en artikel på Reuters, hvor I meddelte, at I ville få et brud på en covenant i 2010.</i> Vi kunne få det, men vi fik det ikke. Vi forberedte kreditorerne på, at vi var tæt på, men fik ikke et brud. <i>Det var vel som led i de problemer, der var med Sun og Teva?</i> Absolut. De tog relativt mange millioner fra vores bundlinje i nogle år. <i>Jeg ved, at I vandt sagen imod dem, men hvordan reagerede bankerne på det problem?</i> Det er klart, at bankerne var bekymrede over, at vi mistede flere hundrede millioner euro på bundlinjen. Alle var jo bekymrede over det. <i>Men de krævede ikke, at der blev lavet en profit protection plan?</i> Nej. Jeg tror, at de følte, at vi havde kontrol, og at vi var flinke til at informere om situationen. Og vi var jo så tilpas heldige, at vi lå langt foran planen, så vi også kunne tage den	<i>Da I blevet overtaget af CSFB, der optog i sådan et Payment-in-Kind lån i 2005. Ville det ikke have været muligt dengang at lave en almindelig seniorfinansiering?</i> Jo, jeg og de som arbejdere i økonomi troede det jo. Men på det tidspunkt var det ikke muligt. Credit Suisse havde jo forberedt det, før vi kom i diskussion med dem. De havde ikke de samme kontakter, specielt i de skandinaviske markeder, som vi havde. Både Christian (Seidelin) og jeg troede, at det kunne gøres på en anden måde, men det lå mere eller mindre fast. <i>Det vil sige, at de havde besluttet sig for den struktur inden, at de formelt havde overtaget Nycomed?</i> Ja, det var planlagt for det formelle var på plads. De troede vel ikke rigtig på, at vi havde de kontakter, vi havde. Men når det er sagt, så ved vi jo heller ikke, om vi havde kunnet gøre det. Min mavefornemmelse var, at vi sandsynligvis kunne have gjort det på en anden måde.

		slags set backs.	
COF			Omtanke og forsigtighed <i>I havde nogen brede rammer?</i> Ja, det havde vi. Men vi havde nogle parametre i vores lånedokumentation, som gjorde, at vi ikke bare kunne bruge løs. ... <i>Kan du lige nævne de væsentligste covenants?</i> Jamen de tre store var leverage, altså vores indtjening, EBITDA typisk, i forhold til den samlede gæld. Gearing, kan du også kalde det. Så er det cash cover, som er selskabets evne til at generere kasse til at servicere gælden, både renter og afdrag. Og så er det så, i vores tilfælde havde vi interest cover, hvor mange gange vi tjener vores renteomkostninger om året, rent kassemæssigt. <i>Hvad med capex?</i> Capex har vi også noget på. Men det var i en begrænset udstrækning. Så vi havde forholdsvis frie hænder, men igen, hvis vi bare var gået ud og havde investeret, investeret og investeret, så er det klart, at så havde det været en begrænsning for os. Ikke testet Igen, vi har altid været heldige at kunne levere, og vi har altid betalt vores gæld, så alle vil jo sætte sig ned og sige, det fungerede.
MRB		<i>Hvad var din holdning til optagelsen af Payment-in-Kind lånet i 2005? Jeg følte jo, at det var nærmest som om vi pantsatte hele foretagendet. Den der type lån, det er jo ligesom med huse, så længe du har en forventning om, at tingene stiger og stiger, betyder det jo ingenting. Hvis det er sådan, at det går den anden vej, så kan det jo betyde, at man ender op i en fallit. Men cash flowet var jo det, som altid interesserede. Det var jo ikke fordi, der var en kæmpestor soliditet bag ved, tror jeg ikke. Fordi så tror jeg ikke, man havde behovet at koncentrere sig så meget om cash flowet.</i>	x
BANK		Lige pludseligt blev deres produkt raided (angrebet) af generiske udbydere, men Nycomed gjorde også meget ud af det her, selvfølgelig også baseret på vore anbefalinger om, at det var en speciel sag. Så der var halvårlige bankmøder for hele syndikatet, kvartalsvis opfølgning, altså de gik meget langt i forhold til, hvad traditionelle finansieringspakker normalt gør i informationsflow.	

E.1.2. Klient-effekt

Kan kapitalfonden udnytte klient-effekter ved strukturering af finansieringen?

Person	Payment in Kind
KF2	<i>One of the elements of the structure was to issue a 400 million EUR PIK-loan yielding 11 3/4% in the second period, when you handed over the driver's seat to Nordic Capital in 2005. I talked to the CFO and the treasurer, and they said, at that point of time they would have preferred a senior facility, because they found the PIK-loan burdensome. Why</i>

	<i>didn't you follow their advise?</i> Because we couldn't. We didn't do expensive loans just because we wanted to. We were trying to get maximum available leverage. The senior loan market was not available at that much incremental debt, so simple is that. <i>They said, the international market, probably not. But as a Nordic company they had special relations and access to the Nordic financial market.</i> I disagree. I think at the time we tried to put in place the most efficient capital structure. But as the company grew later, of course we could access more senior loans. But at that time I think, it was our judgement, that we maximized the senior capacity for the company. I think the original equity that we put in in total, was 600 million EUR approximately, DLJ was 300 and we syndicated the other 300. Out of the sale, the 600 million of equity took out 900 million of cash and retained 50% ownership. _
CEO	<i>Payment-in-Kind lån, det er det næste spørgsmål. Der havde I jo en ret gearret struktur. Var det nødvendigt, for I betalte jo ret meget for det lån?</i> Med den belåning, vi havde, kunne vi ikke bare tage senior. Havde vi kunnet, havde vi naturligvis gjort det. Vi var tvunget til at anvende high yield bonds, og i visse tilfælde havde vi udstedt warrants til bankerne. Formålet med Payment-in-Kind lånet var at vi ikke betalte renter løbende, men at renterne akkumulerede. Så du mindskede din rentebelastning. <i>Var det noget, I var tvunget til? Mit indtryk er mere, at CSFB på det tidspunkt godt ville ud, men det lå mere eller mindre Payment-in-Kind lån?</i> Nej, det var aldrig sådan, at vi gjorde noget, bare fordi bankerne synes godt om det og for at glæde dem. ... <i>Hvis man kigger på Jeres struktur, så kunne I vel godt, som en kendt nordisk virksomhed, have båret igennem med almindelige seniorlån, kunne I ikke?</i> Det må du spørge Runar (Bjorklund) om, men det tror jeg ikke, absolut ikke. Ikke med den høje belåningsgrad, vi havde.
CFO	<i>Da I blev overtaget af CSFB, der optog i sådan et Payment-in-Kind lån i 2005. Ville det ikke have været muligt dengang at lave en almindelig seniorfinansiering?</i> Jo, jeg og de som arbejder i økonomi troede det jo. Men på det tidspunkt var det ikke muligt. Credit Suisse havde jo forberedt det, før vi kom i diskussion med dem. De havde ikke de samme kontakter, specielt i de skandinaviske markeder, som vi havde. Både Christian (Seidelin) og jeg troede, at det kunne gøres på en anden måde, men det lå mere eller mindre fast. <i>Det vil sige, at de havde besluttet sig for den struktur inden, at de formelt havde overtaget Nycomed?</i> Ja, det var planlagt før det formelle var på plads. De troede vel ikke rigtig på, at vi havde de kontakter, vi havde. Men når det er sagt, så ved vi jo heller ikke, om vi havde kunnet gøre det. Min mavefølelse var, at vi sandsynligvis kunne have gjort det på en anden måde.
COF	<i>(Var optagelsen af Payment-in-Kind lånet i 2005 udtryk for en meget aggressiv finansieringsstrategi?)</i> Det var simpelt hen ikke den rigtige finansiering for Nycomed. For det første var det en besværlig finansiering. <i>Det var kun i den periode, fra 2 til 5, at den eksisterede?</i> Ja, det var det. <i>Hvorfor valgte CSFB den løsning?</i> Ja, af to årsager. Nu taler jeg meget personligt her, som jeg mener har været årsagen. Det kan være, at Håkan har en anden holdning til det. Den ene af årsagerne var, at man ikke forstod det skandinaviske bankmarked godt nok. Og det vil sige den styrke og det navn, som Nycomed havde i de skandinaviske markeder. Det havde man slet ikke forholdt sig til, og havde svært ved at tro, at vi egentlig kunne have løftet en helt anden finansiering igennem i stedet for PIK-notes. <i>Hvad skulle det have været i stedet for?</i> Det skulle have været rene senior-faciliteter. Og det ville jo have været for det første <u>langt</u> billigere for selskabet, og det ville have været langt lettere at operere under. <i>Var det ikke likviditetsmæssigt bedre med sådan en PIK-note?</i> Jo, men det er jo igen det der, når du sætter dig ned og kigger på den forrentning, du reelt set har betalt til dine investorer, så var PIK-noten forfærdelig dyr og begrænsende på rigtig, rigtig mange områder. <i>Hvad tror du var baggrunden for, at man lavede den struktur?</i> Jamen, jeg tror det var, som sagt, en manglende forståelse er nok ikke det rigtige ord, men en manglende tro på, at vi reelt set som Nycomed reelt kunne løfte en anden finansiering igennem i det skandinaviske marked. Men det beviste vi så et år efter, at de var kommet ind, at vi faktisk kunne refinansiere det hele. <i>Men det var vel for at lette Jeres likviditetssituation alt andet lige, ikke?</i> Jo, det er klart, der har været nogle forhold inde, hvor man siger, PIK-noten er jo i sig selv kendetegnet ved ikke have nogle rente- og afdragsbetalinger, i hvert fald typisk, ikke. Og det nød vi jo godt af. <i>Hvad var det, den blev forrentet med?</i> Jeg mener, vi betalte 11 3/4. Enten var det 11 1/2 eller 11 3/4. Hvis du skriver 11 3/4 er det ikke helt ved siden af, i hvert fald. <i>Men blev I i finansafdelingen ikke taget med på råd omkring den struktur?</i> Jo, vi havde lange diskussioner omkring det, om hvorvidt det var den rigtige måde at gøre det på. Jeg tror også, at man fra CSFB havde et ønske om at vise markedet, at man kunne udstede PIK-notes. <i>Tror du, at det var lige så meget en markedstest, som det var...?</i> Ja, det tror jeg. Det var en markedstest, det var en markedsføring af selskabet også, det kunne man godt gøre på det pågældende tidspunkt. <i>Det var CSFB, som sådan, af de, jeg ved ikke hvor mange, fire fonde, der ejede...</i> Ja, det var dem, det var længst fremme i skoene. <i>Men det var vel også CSFB, der generelt sad i førersædet i hele perioden, ikke?</i> Jo, det var det. Det var også den største aktionær. Men jeg vil sige, det fungerede godt nok. Det vi så gjorde, er år efter at de var kommet på banen, der var vi ude og undersøge det skandinaviske marked. Håkan og jeg turede rundt til dem, som stod os meget nær. Dem kan vi så tælle på to hænder. Så har vi de banker, som kunne og ville hjælpe os. Der viste vi jo så faktisk over for dem, at en refinansiering var det rigtige, og vi kunne have finansieret både vores seniorfacilitet plus PIK-note under en samlet finansiering. Men du har ret, PIK-noten er jo dejlig på den måde, at i vores tilfælde var der jo ikke noget cash-element i den, så man kunne bare vente på, at man skulle betale det hele på et tidspunkt. Der var det så også dyrt, ikke? <i>Men da I så blev genkøbt af Nordic Capital, der gik I tilbage til den mere traditionelle struktur med normale term</i>

	loans? Ja, det gjorde vi. I den periode steg Jeres lån jo løbende i takt med, at selskabet blev solgt ad flere omgange. Var det ikke bekymrende? Jo, altså, det er jo klart, det er jo altid en belastning at have gæld liggende i et selskab. På det værste tidspunkt har vi været oppe på en gearing på et sted mellem 6 ½ og 7. Ganske kort, men så langt oppe var gearingen, og det er klart, det sætter nogle tanker i gang for investorer rundt omkring. Er det noget, man kan honorere? I Nycomeds tilfælde har vi altid kunnet levere til markedet. Vi har aldrig haft større problemer.
BANK	Så vidt jeg husker, i den anden fase, der indførtes de der PIK-lån, som er en relativt aggressiv struktur. Hvad var baggrunden for det? I anden fase kommer Nordic jo ind igen. Først sælger Nordic. Nej, jeg tænker på anden fase, hvor det er CSFB, der er inde. Det er jo der, de obligationer bliver lavet. Jeg tror, det er CSFB, der tager initiativet til det. Jeg tror, det bare var en måde at bringe WACC'en ned. Andet var det ikke. Ellers var seniorgælden simpelt hen blevet for stor. Der udnyttede du flere niveauer i kapitalstrukturen. Da Nordic køber den, er det relativt plain vanilla med seniorgæld og noget egenkapital. Så kommer en amerikaner ind, som bruger noget mezzanin med PIK-notes, så det er meget normalt, at man gør det.

E.1.3. Ejerkredibilitet

Styrker kapitalfondens ejerskab i sig selv mulighederne for at skaffe ekstern finansiering?

Person	Ejerskabets betydning
KF1	Tror du det havde en stor betydning for credibility? Nej, det tror jeg ikke. Bankerne er jo ikke specielt villigt indstillet til Private Equity. Private Equity må jo altid betale lidt mere i omkostninger. Men det er jo fordi de har en høj leverage, at de må betale mere i credit spread? Hvis en strategisk, altså en industriel, køber låner penge, så får de jo ofte bedre vilkår end Private Equity. Fordi de kan stille sikkerheder på anden vis.
CEO	Tilliden til kapitalfondene, var det en vigtig parameter? Ja, det tror jeg. Kapitalfondene opfattes af långiverne som professionelle og ikke som familieforetagender, som måske ville tage mere emotionelle hensyn. Det gør en kapitalfond ikke. Så på den måde opfattes de som professionelle, tror jeg.
COF	Hvor stor en rolle spillede det, at det var Nycomed, og hvor stor en rolle spillede det, at det var Nordic Capital, henholdsvis? Der har helt klart været en stor indflydelse fra Nordic Capital. De kendte markedet. De kendte de forskellige banker, som kunne hjælpe os med at gå ud med den pågældende finansiering.

E.1.4. Hurtig adgang til egenkapital

Reducerer kapitalfondens hurtige adgang til egenkapital risikoen for stres-situationer i porteføljevirkksomheden?

Person	Kapitalstærk ejer	Frasalgspres
BES		Når det gælder kapitalfonde, så har de jo mere kortsigtede målsætninger. Man vil jo lave en exit, ikke hurtigst muligt, men på et passende tidspunkt og ikke vente for længe. Så de styres lidt af ejernes målsætninger om at kunne exitte. Det er klart, at det påvirker den administrerende direktørs måde at handle på.
CEO		Hvorfor kom CSFB ind i billedet? Var det fordi Nordic Capital ikke ville fortsætte? Det var fordi Nordic Capital skulle rejse en ny fond, og det var åbenbart, at Nycomed allerede var en vellykket investering på tre år. Så det var for at lukke fonden af? For at have en track record for næste fond? Præcist. Det her blev en særdeles god forretning, de kunne tjene mange penge i 2002, og så fik man en track record. Men det var ikke fordi, at de ikke ville være med på det step, du ville tage? Nej, nej, nej, absolut ikke. Nej, de ville cashé ind. De så way above what they had hope to be. Det var på ingen måde en konflikt. ... Nu begynder jeg med CSFB i 2005. Det var det præcist som Nordic Capital i 2002. En vellykket investering, du kunne indkassere hele din investering og fortsat eje næsten 50% af selskabet. Og no risk, only upside left. Og det var Blackstone med på. I 2006, da vi købte Altana, der valgte Blackstone at stå af, og det var efter min opfattelse primært, fordi de havde en ganske lille andel, og Blackstone er en stor fond. De ville gøre egne store investeringer i health care. Og det kunne ikke gøre af konkurrencemæssige årsager, så det begrænsede de meget.
CFO	Du må hele tiden have plads til investeringer, og du må hele tiden have ejere, som er villige til at investere flere penge. Du kan ikke hele tiden satse på, at bankerne er med på at finansiere 100%. I en akquisition, der vidste du, at det er covenants og gældsstruktur ikke bygget til.	Jeg kan sige generelt, at når vi mærkede, at kapitalejerne begyndte at blive for tilfredse med investeringen, så er det vanskeligere for management at få en indstilling om køb af en ny virksomhed igennem. Så øger man nemlig atter eksponeringen, det tager længere tid at komme ud. Så sådan set kan du sige, at vi mærkede, både da Nordic gik ud i 2002. og da Blackstone ville ud igen i 2005 Jo tættere man kom på fondenes lukninger, desto sværere var det at få ekspansive planer

		igennem. <i>Men I fik jo Altana-akkvisitionen igennem?</i> Absolut. Jeg siger ikke, at vi ikke fik noget igennem, men vi havde forslag om mere, som ikke blev gennemført, fordi det var ved at være tid for fondene at komme ud. <i>Var det mere på akkvisitioner af selskaber, eller var det på indlicensering, eller var det på nye fabrikker?</i> Det var mest på akkvisitioner, både af selskaber og af produkter.
COF		Jeg kan fortælle, at bl.a. at en væsentlig årsag til ændringen af ejerskab i 2002 er jo, jeg vil ikke kalde det et mis-match, men altså en forskellig holdning til, hvordan man skal udvikle selskabet. <i>Nordic Capital var ikke med på den der ekspansion?</i> Nej, de kunne se, det blev for mange penge for dem, og at den investering, de skulle lave, var både stor, men også langsigtet. Og derfor kunne man sige, så var deres horisont måske... <i>Hvad tror du så var den væsentligste grund til skiftet? Var det, at Nordic Capital gerne ville vise resultater henholdsvis havde en fond, der var lige ved at løbe ud, eller var det...</i> Kombination af markedsføring og at vise, at man kan. Og at man på det tidspunkt, efter ganske kort tid, jo havde en fænomenal investering.
PRO		Da de købte os anden gang var det en del af en ny portefølje. <i>Det gjorde de i 2? Ja.</i> Der solgte de det fra. Og så har de jo samlet penge i den næste fond, og så går de ind og investerer igen. ... <i>Er det din fornemmelse, at kapitalfondene har en plan, som holdes meget strikt, eller er din fornemmelse, at de lader sig påvirke af de opportunities, der viser sig undervejs?</i> Det sidste. Men der er ingen tvivl om, at de selvfølgelig går ind og siger, 3-5 år, så skal vi ud igen. Omvendt går de heller ikke ud igen, hvis de ser, at markedet ikke er til det.
BANK	<i>Er der i hele prisningen og i den måde man reagerer på indbygget en forventning om, at kapitalfonden understøtter virksomheden hele vejen igennem?</i> Nej, det er der ikke. Ikke når du er inde i de store transaktioner. Der skal det være markedskonformt. Er det ikke markedskonformt, bliver lånene handlet ned. Og så sidder alle dem, der har investeret i det, og tager et markedstab. Der er markedet så gennemslagskraftigt i dag, så den kører på en pseudo-rating. Hvis selskabet ikke er rated, så laver du en pseudo-rating, og så hedder marginalen 400 basispunkter for en 5-årig eller whatever.	

E.2. Ejernes agentomkostninger

E.2.1. Incitaments-effekt				
Hvilken indflydelse har incitamenter på virksomhedens beslutningsprocesser og effektivitet?				
Person	Begrænset adfærdspåvirkning	Gæld vigtigere for adfærd	Adfærdspåvirkning længere nede	Andet
KF1	Min personlige opfattelse er, at det ikke har spillet nogen stor rolle. Jeg er ikke en big believer i den her type programmer. Men vores branche, vi i Private Equity, er big believers i incentive-programmer. Jeg er ganske overbevist om, at en ledelse gør et lige så godt job uden. <i>Ja, fordi den har en strategiplan, den skal udføre, og den har jo governance, den skal overholde i lånene.</i> Ja, den har en god	<i>Jeg tænker på, I have jo også en meget høj gæld. Det forhold, at du hele tiden skal tænke på likviditet, er det ikke noget, der påvirker dine beslutninger meget kraftigt?</i> Det gør det, når du har en svag performance. Men jeg kan ikke komme i tanker om, at vi i Nycomed havde situationer, hvor vi undlod at gøre noget, fordi vi var forhindret af det pga. bankerne.		Andre motivationsfaktorer <i>Hvad mener du så er den primære driver for ledelsens initiativer og actions? Er det strategiplaner? Kan du pege på noget der?</i> Det er jo ledelsens hensigt at gøre så godt et job som muligt. Da Håkan arbejdede på Astra, eller da jeg arbejdede på Pharmacia. Vi havde jo ikke de her equity programmer. Bonusprogram med

	compensation package med årlig bonus. Ejerskabsdelen, det er naturligvis noget, der bliver fantastisk den dag, det går godt, men jeg tror ikke, det påvirker ledelsen i sit daglige arbejde. Men det er min højst personlige opfattelse.			klare mål <i>Hvad var det vigtigste for at motivere direktionen, var det bonusprogrammet eller var det deres aktier og warrants?</i> Det er et svært spørgsmål. Det her bonusprogram gik jo også ret langt ned i organisationen, det var ledelsesgruppen, det var dem der havde direkte reference til ledelsesgruppen, det var sælgere i salgsselskaberne. Jeg vil sige, at bonusprogrammet var mere tangible, det var det, de så hvert år. <i>Så det er det, der har påvirket dem mest, på kort sigt i hvert fald?</i> Ja, det skulle jeg mene.
KF2				Generelt positivt <i>Can you come of any actions or decisions taken by the daily management that can be attributed to the incentive programme?</i> <i>Can you say, this was done because Håkan had a big incentive to do it, due to his incentive programme?</i> That is a very difficult thing to say. Over the decade, that I have been a Managing Partner in Private Equity, we have invested about 10 billion dollars in 90 portfolio companies. And I would say, cross all of those, we are very strong advocates of aligning incentives between the owners and the managers with equity. And that the managers participate in the value creation that their hard work delivers. Well, I can't say that they did this one thing because of the equity plan. I will say that I have seen a profound difference in managerial behaviour when managers have equity that can create large wealth. <i>You don't see any difference, for example, between people from the Nordic area and from America how they react on incentive programmes? Of course, in America incentive programmes are much more common than they are in Scandinavia.</i> I can't speak to the companies in Scandinavia that don't have equity incentives. I can't speak to those that I don't know.

				Certainly, the behaviour pattern of the Nycomed team was similar to behaviour patterns in management teams we had in other companies with similar equity incentive plans.
BES	<i>Tror du, at Håkan Björklund ville have handlet anderledes, hvis han ikke have haft den gevinstmulighed igennem incitamentsprogrammet?</i> Nej, jeg kender Håkan Björklund godt. Han har altid været lige målbevidst og energisk, uanset hvilket incentiveprogram, der havde været. Men det er klart, at han ville have en eller anden form for incentiveprogram. ... <i>Men tror du, at han havde været en anden type direktør, hvis han ikke havde haft det program?</i> Nej, det tror jeg ikke. Du tror, han havde gjort det samme, om jeg så må sige? <i>Ja, det tror jeg.</i>			
CEO	<i>Var der nogle ting, du gjorde pga. incitamentsprogrammet? Altså, hvor du kan sige, det her, der havde jeg nok ikke gjort, hvis ikke..?</i> Nej, nej. Jeg har den holdning, at det som var godt for Nycomed, det ville også være godt for ejerne. Både for os som ledelse og som investorer. Jeg så aldrig nogen konflikt mellem de ting.		<i>Gav incitamentsprogrammet i sig selv noget positivt drive i organisationen?</i> Absolut. Det er klart, at det gjorde. Alle kunne jo selv regne og se, med den udvikling selskabet havde på bundlinjen, og med den gæld vi havde og man fik en vis multipel. Alle kunne selv regne ud, hvad det kunne blive til. Og vi gjorde ind imellem nogle beregninger for at motivere folk til at forstå... <i>Så på det generelle plan havde det en virkning, men det er svært at sige, at det dér gjorde jeg...</i> Det havde uden tvivl en stor effekt. Og det var derfor, jeg var ivrig efter at få tilpas mange med i programmet. Formentlig mange flere, end man plejer at have med i et sådant projekt. Jeg synes, det var vigtigt, at så mange som muligt, som havde en vigtig rolle, havde del i upsiden.	
CFO			<i>Det er også derfor, det interesserer mig, fordi så vidt jeg forstod, havde I incitamentsprogrammet for ledergruppen <u>plus</u> alle de personer, som rapporterede til ledergruppen. Og det er omkring 50 mennesker.</i>	Generelt positivt <i>Når du nu kigger på incitamentsprogrammet, kan du så sige, at der blev lavet nogle handlinger på grund af incitamentsprogrammet. Har du nogen konkrete eksempler på, at det</i>

			I princippet var det i nærheden af det, du siger. Dette var noget, Håkan og jeg prøvede at presse igennem, fordi vi følte, at det var noget, som gav et incitament til at samarbejde. Og måske kan du sige, at dette er et skandinavisk socialdemokrati, jo mere vi er sammen, desto bedre bliver resultatet. <i>Men det var vel også vigtigt for at få incitamentet helt ned i organisationen, at så mange som muligt var med i programmet. Det var vel ikke bare på grund af demokratiske principper?</i> <i>Har jeg ret?</i> Nej, det er det, jeg siger. Vi prøvede at presse det længere ned, end det Private Equity normalt ønsker at gøre. <i>Det der med at omfatte så mange mennesker, det var et initiativ, som kom fra Håkans side mere end fra Nordic Capitals?</i> Ja, jeg tror, at Nordic Capital mere var med på det end vore andre udenlandske ejere. <i>Men foreslog de så, at man skulle lave et program for færre personer?</i> Nej, nu havde vi jo startet dette her, og det fortsatte vi med.	<i>motiverede, eller er det bare sådan en generel holdning?</i> Jeg vil sige generelt. Det er lettere at få gennemført ændringer, som giver positive resultater, når man har sådan et program.
COF	<i>Men hvis nu du går tilbage til det der incitamentsprogram, hvilke handlinger ville du formentlig ikke have foretaget uden det incitamentsprogram?</i> Jeg tror reelt ikke, at det ændrer ret meget. Jeg tror, at den rigtige medarbejder er lige interesseret i, at det går selskabet godt, hvorvidt han er investeret i det eller ej. <i>Mener du så, det tjener noget formål at have et incitamentsprogram?</i> Nej, det kan man jo ikke... <i>Er det sådan lidt amerikansk drevet?</i> Man ser jo den mulighed, at det bliver rigtig, rigtig spændende, det her. Derfor tænker man hele tiden på, hvad kan vi gøre absolut bedst for selskabet, og i sidste ende sin egen... <i>Mener du, det er med til at fokusere mere på det, men det er ikke sådan, at du kan sige, at her, der gjorde du</i>	<i>Hvad har haft størst indflydelse på de beslutninger, der er blevet truffet, incentives eller den høje gæld eller covenants?</i> Incentives, det tror jeg efterhånden, at vi lærte at leve med, at vi ville det bedste for Nycomed. Så en kombination af det med at man er presset på den finansieringsmæssige del, fordi man vil yde så godt som overhovedet muligt for at undgå at skabe problemer over for bankerne. <i>Men har det været en væsentligere driver end selv incitamenterne?</i> <i>Har det haft større betydning for de beslutninger, der er blevet truffet?</i> Det er en kombination, en hård finansieringsstruktur, et godt incentiveprogram, og så en stærk ledelse, som vil det godt for virksomheden.	Generelt positivt <i>Mener du, at folk ofrer sig mere for virksomheden, når de har et incitamentsprogram?</i> Ja, du skærper måske dine sanser og vil være 100% sikker på, så tæt som man nu kan komme, at de beslutninger, der bliver taget, er de rigtige..	

	noget, som du ellers ikke ville have gjort? Nej, jeg kan ikke sige noget, hvor jeg siger, okay, hvis vi ikke havde været en del af incitaments-programmet, så ville jeg have gjort andeles? ... Tror du, det har haft nogen betydning, at han har haft det incitamentsprogram i den relation, eller ville han under alle forhold have været den samme? Jo, selvfølgelig har det hjulpet, men det er bare Håkan, som han er. Han er et lokomotiv, og han bliver bare ved og ved og ved. Han har en fantastisk evne til hele tiden at køre videre. Det kan du også se i morgen. Hvad tror du driver ham? Glæden ved at arbejde, glæden ved at udrette noget, glæden ved at møde folk og kunne gøre en forskel.			
PRO	Var det mest incitamentsprogrammet, det høje gældsniveau eller de stramme covenants, der bestemte, hvad man gjorde? Det var ikke incitamentsprogrammet. Det føler jeg ikke. Havde det nogen indflydelse generelt på den måde, man samarbejdede? Det synes jeg ikke. Jeg synes ikke, man følte, at nogle havde større albuer end andre. Nej, men du følte ikke, at der var et så stærkt incitament på grund af programmet, som gjorde, at man havde en anden adfærd, end man ville have haft, hvis man ikke havde haft programmet. Nej. Så man kunne egentlig godt have undværet incitamentsprogrammet? Det kunne man måske godt. Det var hele ånden, der gjorde, at man stod sammen om det her. Jeg følte ikke, at det var fordi, at jeg vidste at der kunne komme en gevinst, men at gøre det bedste man kunne i den givne situation var drivkraften for mig. Men mener du, at incitamentsprogrammet havde en indirekte virkning, fordi folk alligevel tænkte, okay...Jeg			Andre motivationsfaktorer Jeg mener, der er flere andre faktorer også som et godt og fleksibelt arbejdsmiljø. Det var med til at holde på folk? Ja, jeg tror mere det var at holde på folk, måske, og så ved jeg ikke, om man kan sige, at det var på en negativ måde eller ej, men jeg tror da, at der var nogen, der overvejede to gange, om de skulle rejse. Men jeg ved da også, at der var nogle, der rejste, fordi de sagde, de ville gerne udvikle sig til noget andet og rejste, selv om der var det program. Og det kender jeg da eksempler på. De blev så købt ud af programmet.

	tror, det havde en virkning på, at der var nogle, der måske godt ville have søgt noget andet, men ikke gjorde det, jeg tror mere, det var det. Men der er da nok ingen tvivl om at for nogle er det en stor del af drivkraften. ... Men nu har I jo ikke incitamentsprogrammer mere, i hvert fald ikke på samme måde. Tror du, det vil påvirke...? Nej, jeg tror, at det der påvirker folk, det er om de får lov til at have de samme frihedsgrader og den samme meget hurtige beslutningsproces, som vi havde.			
MRB		Det blev meget oplevet som sådan stop-go. Så cash flowet i sig selv styrede vores handlinger. Det var min oplevelse.		Motiverer topledelsen <i>Har du nogen fornemmelse af, at Håkan Björklund, i sin egenskab af CEO foretog handlinger, som han ikke ville have foretaget uden det her incitamentsprogram?</i> Ja, det er jeg sikker på. Jeg kan kun gisne om det, jeg kan jo ikke bevise det. Jeg synes, at der var nogle kortsigtede beslutninger, specielt i den sidste ejerperiode, hvor det ikke handlede om en ongoing business, men det handlede om dress the bride. Men om han så gør tingene, fordi han får ordre på det fra Nordic Capital, altså vores ejere, og så parerer han bare ordrer. Han er jo professionel. Men jeg kan ikke forestille mig andet, end at når man har så mange penge i klemme, som hele topledelsen havde, så har de vel de samme synspunkter som dem, der ejer os, for de er jo ejere
BANK		Der var en investeringscap på, hvor meget du måtte investere af nyt. Der var brancher, der var frasal, hvad kunne du bruge pengene til, hvis du frasolgte nogle aktiviteter. Og sådan en virksomhed som Nycomed solgte jo mange ting fra. Hvad sker der, hvis de lige pludselig sælger produktet fra til en anden producent? Skal de penge ekstraordinært gå ned og afdrage gælden eller hvad. I langt de fleste tilfælde, så skal de. Det skulle de i det her tilfælde. Der var en		

		situation med finansieringen, hvor deres amerikanske aktiviteter i realiteten skulle have været frasolgt i forbindelse med Altana. Der var en speciel finansiering, som var underwritten af de der 5-6 banker, der lå i gruppen, inklusive os. Og ideen var så, at seks måneder efter skulle den sælges. Og så skulle bridge-finansieringen tilbagebetales. Hvis den ikke var lykkedes efter seks måneder eller ni måneder, nu kan jeg ikke lige huske detaljerne i det, så ville den gå hen og blive en permanent struktur. Og det viste sig, de solgte det ikke. De skiftede mening efterfølgende. Det er jo klart, der sad lige pludseligt nogle investmentbanker dér, og havde håbet på, at de var hurtigt tilbagebetalt. Så skulle de ud og sælge den eksponering efterfølgende.		
--	--	--	--	--

E.2.2. Gælds-effekt Hvilken indflydelse har den høje gæld på virksomhedens investeringsbeslutninger?			
Person	Færre investeringer	Skærper fokus	Andet
KF1			Ingen betydning Var der slet ingen beslutninger, som blev påvirket af Jeres gældssituation? Jeg tænker på salg af virksomheder, indlicensiering af produkter. Nej, det vil jeg vove at påstå, at der ikke var. Der er jo også nogle, der mener, at en høj gæld har en positiv virkning, fordi det får beslutningerne til at være lidt mere effektive, fordi man er nødt til at tænke på likviditeten hele tiden. Uanset om man har gæld, så skal du arbejde med likviditet, med dit cash flow, med dit lager etc. En god ledelse behøver jo ikke at have kniven for struben for at arbejde. Det ligger jo i arbejdet. Du mener ikke, at det er positivt i sig selv, at gæld presser? Nej, det synes jeg ikke.
KF2		<i>Do you think that debt has more influence on decisions and performance than incentive programmes do?</i> The capital structure that we create in all of our companies, where we are trying to maximize the prudent level of debt, does create discipline for the management, that said, they have to be highly focused on free cash flow, they have to be highly focused on making investments that have pay offs that are real, and they have to be highly focused on discipline within the restriction that that debt creates. <i>But what do you think align interests the most, huge debts or an incentive</i>	

		<i>programme, or do you think they follow each other?</i> If you ask, which is more effective in aligning interests to grow value I would say the equity incentive programme. <i>But are the management's decisions not limited by debt? Debt decides what you can do.</i> I am not sure I would put it that way. Yes, you are limited; you can't waste money, when you have a meaningful debt load. You can't waste money, but you can still do smart things and you can still grow value. Nycomed grew 10-fold with a lot of debt. It is fashionable, perhaps, to say that large debt loads restrict the company's ability to build value. I disagree with that. If you have too much debt, for sure, you can run into trouble. But if you have an experienced owner who understands the kind of debt level the company can handle and still participate in important opportunities for value creation, you've got a win-win.	
BES			Ingen betydning <i>På hvilken måde mener du, at det høje gælds niveau i Nycomed har påvirket ledelsens beslutninger?</i> Nej, det kan jeg ikke sige.
CEO	<i>Men er der kun positive virkninger af høj gæld?</i> Nej, det er der ikke. Der er jo altid en risiko, når man har gæld. Og det sætter jo også visse begrænsninger på, hvad du kan gøre rent investeringsmæssigt. Det er en balance. Man må ikke have for høj leverage, absolut ikke.		
COF	Vi har levet godt med den gæld, der var i Nycomed, men gælden har ikke nødvendigvis altid været den rigtige gæld for Nycomed. Og det var så specifikt i forbindelse med PIK-notes. De lagde nogle begrænsninger på selskabet.	Og derfor mener jeg, som vi talte lidt om før, så mener jeg, at du skærper dit fokus helt voldsomt meget ved at være underlagt... <i>Men bliver du ikke også mere forsigtig? Du kan sige, det er den positive udlægning, at du skærper fokus, den negative er måske, at du bliver overforsigtig?</i> Om det er forsigtigt, eller om man er mere fokuseret på at gøre det rigtige, og du bruger dine kroner rigtigt...	
PRO	<i>Hvad mener du havde mest indflydelse på beslutningerne?</i> Det var simpelt hen, hvor mange penge, der var i kassen. <i>Altså gælden? Ja. Havde du en fornemmelse af, hvor mange penge, der var i kassen?</i> Ja ... sådan, men det var fordi jeg sad så tæt på beslutningerne. <i>Men du er helt fremme i, jeg tror det er i 2010, at de første covenants bliver brudt?</i> Jo. <i>Hvordan er fornemmelsen, når det sker?</i> Det var jo ikke andet, end så måtte vi stramme livremmen mere ind. <i>Ja, hvad gjorde I så? Sparede I eller købte I mindre?</i> Begge dele.	Og også på business development var det meget mere, hvad er det så, vi vil gøre og sige, der må vi holde lidt tilbage dér, og så må vi gøre noget dér. Så du havde en meget stærkere prioritering. ... <i>Men tænkte du ikke, at netop fordi gældssituationen bestemte, hvor meget I måtte investere, at det lagde nogle begrænsninger?</i> Jo, det gjorde det, men der var det jo med at prøve at finde ud af, hvordan kunne vi være med til at minimere den begrænsning, og sørge for at finde nogle forretningsområder, nogle projekter, nogle initiativer, der kunne prøve at bringe os ud af den stærke gæld.	

	... Jeg ved, at der har været et par gange, hvor der var nogle ting, vi gerne ville, og hvor de sagde, at det var der ikke nok penge til. Men så var det jo det. <i>Var det på baggrund af funderet viden, eller var det meget drevet af finansielle nøgletal?</i> Det var begge dele, men primært tallene.		
MRB			Mindre vedligeholdelse Man har aldrig villet investere i bygninger. Det svarer til, at du ikke vedligeholder vejene. Altså, hvis der kommer et hul i, så skynder du lige at lappe det, så der ikke er nogen, der får øje på det. Kortsigtede beslutninger Jamen, så endte man jo op med, så besluttede vi, at nu skulle vi sådan og nu skulle vi sådan. Og så lige i sidste øjeblik, når vi skulle til at effektuere, så blev gulvtæppet hevet, fordi vi fik ikke lov at lave den payment, der skulle være. Og det var uanset om det var clinical trials, der kunne blive udsat, eller om det kunne være et fælles IT-system. ... Det blev meget oplevet som sådan stop-go. Så cash flowet i sig selv styrede vores handlinger. Det var min oplevelse. Men jeg er ikke sikker på, at folk nede i organisationen oplevede det, for der blev givet gode forklaringer, og tingene bliver sagt på så højt level.

E.2.3. Kontrol (1)

Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden?

Person	Strategiformulering	Direktionens råderum	Monitorering	Korte beslutningsveje
KF1	Vi havde en årlig rullende strategiproces. Den forberedes af ledelsen med input fra bestyrelsen. <i>Så det var direktionen, der leverede input og beslutningen blev så truffet af bestyrelsen.</i> Direktionen havde som input, hvilke køb der skulle gøres, og hvilke geografiske områder, der skulle prioriteres osv. Men beslutningsgrundlaget leveres jo altid af ledelsen.	Men bestyrelsen gav sin mening til kende om vilkårene, om det var dyrt. Det skete, at vi afviste indlicenseringer, hvor vi syntes, at der var en for dårlig pay back. <i>Så der er både eksempler på selskaber og inlicenseringer, hvor I har sagt nej?</i> Ja. <i>Så meget råderum havde direktionen ikke, så det var en formsag at forelægge det for bestyrelsen?</i> Nej. <i>Hvordan var beslutningen, var det sådan, at 80% gik igennem? Hvor meget af det, direktionen kom med, gik igennem i bestyrelsen?</i> På indlicenseringssiden var det 70-75%. <i>Det var ikke sådan, at før det blev forelagt bestyrelsen, så havde man først talt med dig om det?</i> Jo, på store produkter. Men	Vi havde jo månedsrapporter, som vi diskuterede løbende. <i>Men hvis der var et marked, et eller produkt, der underperformede, hvad kunne bestyrelsen så iværksætte, eller hvad gjorde I konkret?</i> Som alle andre bestyrelser, så lægger man pres på ledelsen for at løse den situation, hvis den ikke bare er forbigående. Hvis man har en dårlig performance i et land, og du ser det i to kvartaler, så må du stille krav til ledelsen om at få gjort noget ved det. På den måde kores det hårdere af en Private Equity bestyrelse end af en public bestyrelse, hvor der kan gå længere tid, inden beslutningerne træffes.	

		af og til kom der mindre produkter, som præsenteredes i en portefølje. Og som det i reglen ikke kom til mit kendskab før selve bestyrelsesmødet. Ved større indicenseringer blev vi orienteret på forhånd.		
KF2	<i>You said approving the strategy. Does that mean that the Management defined the strategy or proposed the strategy?</i> I would say it was more collaborative. At the end of the day the investment thesis was the same as when we first made our investment. And when Nordic came back in, we were well along on executing that investment thesis. And frankly, as long as the company was doing a very good job, which they were, there was really no need to have a huge strategic review and trying to change what was already working quite well.	<i>But did you reject any initiatives from the management?</i> I am sure over a decade there were a few. But none stick out to my mind.	<i>If you look at the monitoring of the company, how detailed did you monitor the company.</i> We, being the whole equity group, reviewed the monthly financials in considerable details. Our teams would go through those with Bruno Prioccoli's team in considerable details, and if there were questions of any meaningful deviation, plus or minus, we would then raise those with Håkan at a higher level. <i>You went really down to the product line and the countries? How detailed were you?</i> Yes, both.	
BES		<i>Du sad jo i bestyrelsen. Var der nogen af de initiativer, som Håkan Björklund tog, som blev afvist i bestyrelsen?</i> Jeg, det skete, men sjældent. Vi kom jo fra samme baggrund, og der er stor forskel på at lede et børsnoteret selskab – big pharma, som vi kalder det – og at lede et kapitalfondsejet selskab, som Nycomed jo var. Men i 90% af tilfældene støttede vi hans forslag. Men de ting vi havde indvendinger imod var af mindre betydning.		
CEO	<i>De strategier, som blev udviklet, var det nogen, kapitalfonden tog initiativ til, eller var det dig?</i> Nej, det gjorde vi, det var ledelsen. <i>De købte ind på Jeres strategi?</i> Ja, de havde jo fremlagt en strategi i 99, jeg kom jo sent ind i processen. Da havde man en strategi, og den arbejdede vi efter. Det vigtigste i den strategi var egentlig en restrukturerings af Operations, som var meget klar. <i>Ingen grundforskning?</i> Nej. <i>Mere distribution?</i> Præcist. Så der var en strategi, men den var jo meget overordnet. Herefter var det ledelsen og jeg, i samarbejde med	<i>Betyder det, at under Tom Dean, der havde du større frihed?</i> Jeg vil ikke sige, at jeg havde større frihed, men jeg måtte påtage mig et større ansvar. For jeg havde ikke en person, som jeg kunne diskutere branchespørgsmål med. Der var meget, jeg kunne tale med Tom om, men Toni havde et stort branchekendskab. <i>Men kan man sige, at du var den, der var i føresædet på det industrielle, og Tom Dean var på det finansielle?</i> Ja, det kan du vel sige. ... <i>Men var der ikke situationer, hvor de sagde, nu tager vi det lidt roligt?</i> Ikke i nogen vigtige spørgsmål, det husker jeg ikke. Der var sikkert nogle	<i>Hvor langt ned i detaljer gik kapitalfondene med monitorering?</i> De brugte mere tid på den finansielle monitorering end på noget andet. Og jeg var ikke den, de primært talte med, det var jo med Runar og Christian Seidelin.	I Nycomed havde vi korte beslutningsveje.

	bestyrelsen, naturligvis. Det var ikke sådan, at de fortalte mig, hvilken strategi vi skulle have. ... <i>Så da du kom, der var der allerede en strategi?</i> Ja, der var et embrio, som vi kunne starte at arbejde med. ... <i>Hvilken rolle spillede direktionen, ja, det er jo dig, der var ansvarlig for udarbejdelsen af strategiplanen?</i> Ja, sammen med ledelsen. Ja, men det var på direktionsniveau, det var ikke på kapitalfondsniveau? Ja, den blev lavet i direktionen, og så blev den præsenteret i bestyrelsen og besluttedes i bestyrelsen. Men jeg havde aldrig diskussioner med Toni og med Tom. De var altid informeret om, hvilke tanker vi havde.	områder, hvor vi havde forskellige holdninger om nogle ting, men det var ikke sådan, at vi foreslog en stor akkvisition og fik et nej.		
CFO	<i>Var det Jer eller var det kapitalfondene, der var drivere på strategiplaner?</i> Det var os, som var drivere på strategi. Men vi kortede jo selvfølgelig i bestyrelsen og fik guidance om, hvad de ønskede, og hvilken retning de ville have. Og så gik vi tilbage og finetunede det. <i>Hvad var det for en type guidance, I fik?</i> Det kan jo være, skal vi gøre mere på det område, se på det marked, den type ting. Det sker via en dialog. <i>Men var det sådan, at kapitalfondene havde en klar mening, inden de kom ind og sagde: det skal I gøre, og så udformede I bare en detaljeret strategi?</i> Nej, de fleste, når de kom ind, og specielt i starten, så de jo det med at få add on akkvisitioner som det vigtige, at få ryddet op i organisationsstrukturer og fjerne unødvendige omkostninger. Sådan set var det i startfasen mere en bestemt strategi om, hvad man ville, end at vi selv havde fået lov at sætte processen i gang. Jeg tror nok, man kan sige, at vi havde en stor ændring i strategi i 99, mens det i 2002 og i 2005 bare var nogle, der købte sig ind i de planer, vi allerede havde.	<i>Jeg går ud fra, at Håkan havde en meget stor selvstændig kompetence. Har jeg ret?</i> Javist. Der er ingen forskel på at være privat ejet og at være børsnoteret, det er hele tiden management, som lægger forslag frem for bestyrelsen, og så kan man få indstillingen fra bestyrelsen, skal vi ikke se på det og det. Jo, det kan vi godt. Og så kommer vi tilbage på næste bestyrelsesmøde og fremlægger et forslag til, hvad det nu måtte være. Om vi skulle bygge eller nedlægge en fabrik, eller om vi skulle gøre noget på IT-strukturen. <i>Det var beslutninger, bestyrelsen traf, men er det sket, at forslag fra ledelsen er blevet afvist af bestyrelsen?</i> Ja, det ville være mærkeligt, hvis det ikke var sket. <i>Kan du nævne nogen eksempler?</i> Nej. <i>Er det fordi du ikke vil, eller er det fordi, det er nogle småting?</i> Ja, det var småting. Jeg kan sige generelt, at når vi mærkede, at kapitalejerne begyndte at blive for tilfredse med investeringen, så er det vanskeligere for management at få en indstilling om køb af en ny virksomhed igennem.	<i>På hvilket detailniveau monitorerede kapitalfondene Nycomed? Hvor langt gik de ned i detaljer, når de overvågede jer?</i> Det varierede lidt. De informationer, de ønskede at få, dem prøvede vi at lægge ind i vores månedsrapport. <i>Gik de helt ned på markedsniveau og produktniveau?</i> Ja, de fulgte udviklingen på enkelte produkter, specielt store produkter, top 10 produkterne, selvfølgelig fulgte de dem, og det lagde vi op til dem, det ønskede vi.	Vi havde ikke haft så korte beslutningsveje i et børsnoteret selskab, som vi havde i et privatejet selskab.
COF	<i>Hvilken rolle spillede direktionen hvu.</i>	<i>Men der er ikke situationer, hvor de griber ind og siger,</i>		

	kapitalfondene i udarbejdelsen af strategier? Var det drevet af direktionen eller var det kapitalfonden? Det var drevet af direktionen, og det vil Håkan også kunne bekræfte i morgen. Kapitalfondene har altså primært købt sig ind på strategierne? Strategi var noget Nycomed-selskabet udarbejdede og fremlagde til bestyrelsen. Og så har der selvfølgelig været en masse diskussioner derfra, men det var noget selskabet gjorde.	nu er vi nødt til at gøre sådan og sådan. Det er i alle tre tilfælde styret efter meget brede rammer? Ja, på grund af vores ekspertise og professionalisme, så har vi altid formået at diskutere de her ting sammen med dem. ... Nycomeds store force, men også akilleshæl, har været den diversifikation, der har været i selskabet. Frygtelig mange produkter og rigtig mange lande. Og hvis produkt A går dårligt i land B, så går produkt C nok rigtig godt i land D. De har givet Jer meget vide rammer? Ja, så længe man overall performer, så ved man, at når man handler 500 produkter i 30 lande, så vil der være nogle steder, hvor et produkt går mindre godt og andre steder, hvor det går godt. De har altså ikke været monitorerende, andet i en kort periode? Nej, det synes jeg ikke. Lige der, hvor vi opbyggede... Men de var heller ikke strategiformulerende? Nej, de har jo været med, helt klart. De har været strategiaccepterende, de har købt sig ind på en strategi? Ja, de har købt sig ind på en strategi, som jo helt klart var Håkans værk.		
PRO	I 99 ansatte Nordic Capital Håkan, som udarbejdede en strategi for virksomheden sammen med Kerstin Valinder og Runar Björklund. ... Hvilken rolle spillede direktionen hhv. kapitalfonden i udarbejdelsen af ny strategi? Var det Håkan, der drev strategiudviklingen, eller kom der mange impulser fra kapitalfonden? Mit indtryk var, at det var Håkan og ledergruppen, der drev det.	Før Nordic Capital havde vi mange frihedsgrader, og vi fik flere efter Nordic Capital. Jeg har ikke set det som et minus at gå fra en almindelig selskabsstruktur til at være ejet af en fond.	Hvordan blev der fulgt op på topledelsens performance og Jeres performance i næste led? Vi havde revue to gange om året. Var det på dit niveau, eller var det hele vejen igennem? Det var hele vejen igennem. Også topledelsen i forhold til kapitalfondene? Ja. Hvad var det for parametre, man kiggede på? Jeg ved ikke, hvad de er blevet målt på, jeg ved bare, hvad jeg selv er blevet målt på. Mine mål var ikke så præcise så det kunne gå meget ud over min bonus, på det tidspunkt. Det er helt anderledes nu. Hvad blev du målt på? Jeg blev målt på de projekter, jeg kørte, om de blev implementeret til tiden, om de fik savings	Hvad er vigtigt for dem i den integrationsproces? Det er egentlig, at Takeda er 235 år gammel, har en lang planlægningsperiode og Takedaisme. Det er også meget vigtigt for dem, at der ikke skete nogen forandringer. Er det at presse deres forretningsmodel ned over Jer? Er det det, det handler om? Problemet var, at der ikke blev kommunikeret så meget om en forretningsmodel, men mest om R&D pipelinen. Man kan også formulere det på en anden måde. Er det at give Jer deres værdier? Ja, ja, det var helt klart, Takedaismen er essentiel men ligger, når vi sammenlignede teoretisk, meget tæt på Nycomeds værdier. Det vil sige, at den gamle

			ind. <i>Så det var ikke finansielle mål, du blev målt på?</i> Jo, også om de besparelser, jeg havde committed mig til, blev mødt. <i>De skruer, du kunne dreje på, hvad var det? Var det omkostninger?</i> Omkostningerne, ja, det kunne også være projekter, ja det er jo også omkostninger, til at effektivisere mere, optimere fabrikkerne, lukke nogle fabrikker. Hele tiden sørgede jeg for, at vi havde en optimal struktur i det netværk af fabrikker, vi havde. Og heller ikke at investere i noget, hvis ikke det gav den fornødne pay back. ... <i>På hvilket detailniveau monitorerede kapitalfondene Nycomed.</i> <i>Hvor langt gik man ned?</i> Det var aldrig noget, vi oplevede. Det var kun finance.	<i>Nycomed-ånd, den har ikke fået lov til at overleve?</i> Den forsvinder nok.
MRB	<i>Var det direktionen eller kapitalfonden, der kom med den nye strategi? Har du noget indtryk af det?</i> Jeg tror, det var meget direktionen, men eftersom de var så meget indviklet i hinanden, så tror jeg, de var meget enige om det.			Her føler man, at man ikke kan beslutte noget. Japan, i mine øjne, har det med at sidde og kigge i rapporter, og så kigger man i tal, så følge man med, hvad foregår der andre steder.

E.2.3. Kontrol (2)

Hvordan og i hvilket omfang bruger kapitalfonden kontrol til at styre virksomheden?

Person	Klare mål	Effektiv rapportering	Profit protection plan	Talknusere
KF1	Håkan fik jo årligt mellem seks og ti mål af bestyrelsen. <i>KPIs?</i> Ja, du kan kalde dem KPIs, men det var lidt mere af den type, hvilken topline, han skulle levere, hvilken bundlinje, cash flow, nye produkter, geografisk ekspansion. <i>Så det var ikke bare financials?</i> Nej, af de ti var de tre vel financials. <i>Så det meste af det var industriel udvikling, kan man sige?</i> Ja, det kan du sige, men i forhold til bonusprogrammet havde det forskellig vægt. Financial performance vægtede jo tungere end lidt mere strategiske og bløde målsætninger.		<i>Nu er der jo mange kapitalfonde, som har profit protection plans, nødplaner, hvis der er noget, der går galt. Var det noget I havde i skrivebordsskuffen?</i> I forbindelse med hvert budget havde vi en contingency plan. Hvis første kvartal lå under et vist niveau, så skulle der foretages bestemte besparelser. Det er jo ikke noget typisk Private Equity, det gjorde vi også i Pharmacia for 30 år siden.	
CEO			<i>I har aldrig udarbejdet en</i>	

			<i>profit protection plan?</i> Aldrig.	
CFO	Jeg følte aldrig, at man var i en stres-situation på grund af høj gæld, fordi jeg følte, at vi vores planer tilsagde, at vi skulle klare den høje gæld. ... Alle havde personlige målsætninger, som handler om personlig udvikling, hvordan du styrer dine medarbejdere. ... <i>Hvad var det, man kiggede på, var det cash flow eller var det EBITDA, der var det primære?</i> I vores månedlige rapporter, så handler det om cash flow, investeringer, fulgte vi salgsudviklingen i forskellige markeder og EBITDA. EBITDA og cashflow var det vigtigste.	<i>Det vil sige, generelt havde bankerne stor tillid til, at I kunne opfylde planerne?</i> Ja, jeg følte hele tiden, at vi havde en vældig gode dialog med bankerne, og vi informerede løbende. Vi havde jo kvartalsvist møde med dem per telefon, og to gange om året samlede vi dem også i London og gav informationer om, hvordan vi lå.	<i>Der har aldrig været en profit protection plan? Nordic Capital og CSFB har aldrig krævet, at I havde en profit protection plan i Jeres skuffe, hvis der skulle ske et eller andet?</i> Nej, vi har jo hele tiden i den branche med patentprodukter og produkter under udvikling og store lanceringsomkostninger, så har vi altid en plan B i baghånden. Det havde vi, da vi var børsnoterede i Norge, Danmark, Tyskland, London og New York. <i>Så I havde ikke andet, end I havde før I blev overtaget af Nordic Capital?</i> Nej.	
COF				Da vi lavede lidt grin med det i begyndelsen, Håkan kan sikkert grine ad det også, det var jo lidt regnedrengene, der kom ind. De regnede jo op og ned, og de kunne 800 mio. forskellige tal, og så mange tal, at vi andre bare sad og... <i>Det vil sige, til at starte med, i tillidsskabelsesperioden, var de monitorerende?</i> Ja, hele diskussionen omkring closing-perioden, hvor de havde en person, som simpelt hen regnede frem og tilbage på det her closing. Så siger han, nu er det nul, sådan skal det være, ikke. Og så hvor vi siger, kære herr, vi nævner ingen navne, det kan godt være, det fungerer, når du sætter dig ned og kigger i bogen på universitetet, men Nycomed kan ikke sætte sig ned og regne ud og være 100% sikker på, at der står nul kroner i den sidste ende. Penge går jo ind og ud hele tiden, så vi skal altså have en buffer for at få det her til at løbe rundt. Og det havde han altså meget svært ved at forstå. Og det var så der, hvor vi gjorde lidt grin med de her regnerenge, som jo så kom farende ind, og så stillede de spørgsmål om et eller andet inferior produkt i Baltikum, som jo ikke havde en hujende indflydelse på selskabet.

				<i>Hvor meget gik de ned i detaljer? Ville de se rentabilitetsberegninger helt ned på markeds- og...</i> Nej, men de stillede jo simpelt hen spørgsmål i øst og i vest. Det var deres måde at opbygge deres viden om selskabet på og opbygge tilliden til, at når de spurgte om noget, så gik vi ind og tog en dialog med dem.
MRB	Ja, ja og det blev meget mere professionaliseret. Det blev meget mere transparent forstået på den måde, at så fik vi missioner og visioner og værdier. Det at man har en retning og ved, hvor man skal hen, og der er nogle mål og nogle delmål, og der bliver sat nogle ambitiøse mål osv. osv., og der er en entusiasme omkring det, hvor man virkelig også får folk til at rende efter det her. Det opleves jo som et kæmpe løft. ... Ja, man gjorde noget for, at organisationen vidste, hvad vej den skulle løbe. <i>Og det var noget, der gentog sig i de to følgende ejerskaber?</i> Ja, helt sikkert. ... <i>Du nævnte, at det var en fordel, at de kommunikerede en klar strategi. Var det noget, der påvirkede performance?</i> Det gjorde det jo et eller sted, at man kunne tiltrække nogle andre typer medarbejdere. <i>Gjorde man så også det?</i> Ja, man tiltræk nogle, der have en forretningsforståelse. Hvorimod de gamle medarbejdere, det var nogle, der havde denne her forsknings-farmaceutiske måde at tænke på. Efterhånden blev virksomheden mere og mere over i, hvad der er godt for business. Det var nogle andre typer medarbejdere, der kom ind. Og jeg sige, det var også med til at professionalisere det. Og med at man også vidste, hvor vi skulle hen, og hvad vi skulle arbejde for, og der blev sat nogle governance strukturer op, og der blev lavet en "how we work". Hvor er det, milestonene de er, hvor vi skal have truffet nogle beslutninger, her skal falde nogle penge, ergo det er her, vi skal have truffet nogle beslutninger. Så hele måden vi drev udvikling på, hele			Og så har man nogle virkelig professionelle regnedrenge, der sidder der og virkelig kan noget. ... Hver eneste gang havde vi jo alle de der finansielle drenge rendende. De ser jo ikke på virksomheden. De kigger på benchmark-tal, og så skal vi gerne skrues ned under dem på en sådan måde, at man er lidt mere effektiv end naboen. Men der er meget stor forskel på at være sammen i en farmaceutisk virksomhed og en anden, hvordan man er skruet sammen. Man presserede altid alting efter den laveste fællesnævner.

	måden vi drev virksomheden på blev klar og transparent for alle.		
--	--	--	--

E.3. Informationsasymmetri

E.3.1. Opportunitetsidentifikation			
Har kapitalfonden særlige forudsætninger for at spotte, analysere og prissætte en målvirksomhed?			
Person	Skjulte værdier	Egne analytiske færdigheder	
KF1	Vi fik et prisnedslag. Rusland var jo den store upside, som vi fik realiseret. <i>Som I ikke betalte for, tværtimod.</i> Ja, som vi ikke betalte for. Jeg vil sige, at næst efter Altana-købet er Rusland den vigtigste value driver. ... Og så kan du også sige, at Pantoprazole havde jo en bedre performance, end vi havde turdet tro, da vi købte Altana. ... Og så fjernede vi mange omkostninger i Altana-strukturen. Med den samme top linje fik vi en helt anden lønsomhed, end det selv var lykkedes for dem.		
CEO	<i>Hvad kunne Nordic Capital se, som industrielle investorer ikke kunne se?</i> De kunne jo se, at det var muligt at foretage en effektivisering af produktionen. Du kunne skære i produktionen, som var i et alt for stort jakkesæt. Det kunne de se. Og de kunne se, at man kunne gøre tillægskøb. Man kunne have stand alone business. <i>Slå fabrikker sammen?</i> Ja, lukke fabrikker, men også købe andre bedrifter. <i>Så det var en effektiviseringscase?</i> Absolut. Historisk var det en effektiviseringscase. Der var ingen industrielle, der i 99 var interesserede i at købe et selskab som det. ... <i>Men var det primært, fordi I fik adgang til distribution, eller var det fordi, de havde et undervurderet cash flow, i hvert fald i en periode?</i> Altså, det var jo enorm undervurderet. De havde et stort cash flow, og der var et enorm besparelspotentiale. Vi fandt jo 300 mio. euro i synergier og besparelser på tolv måneder. Og der kunne vi jo se, at de var overinvesteret. Man havde alt, hvad man behøvede, og lidt til.	<i>Hvor meget var Nordic Capital selv involveret i analyseprocessen? De havde selvfølgelig BCG, men hvor meget går de selv ned og laver...</i> Det gjorde de nok en del. Frem for alt Fredrik Strömholm. Fredrik Strömholm var manden bag. <i>Er han stadig på Nordic Capital?</i> Nej, han er på Altor. Han var manden bag ideen om at købe Nycomed. Det tror jeg absolut. En meget kompetent mand.	
COF	Da Nordic købte Nycomed tilbage i 99, der havde man jo først skåret CIS, det gamle Sovjetunionen, fra, det ville vi simpelt hen ikke have. Det var jo lige efter Rubel-krisen i 98, og der fik man faktisk penge for at overtage den risiko. ... Så det var jo nogle af de ting, hvor man kunne sige, det var jo noget de fik penge for at tage en risiko på, og som så bare eksplodere helt fantastisk. ... Og denne her skare af mange små produkter, der har man altid haft en tendens til at lægge en alt for lav vækstfaktor ind. Så når man gik ind fra kapitalfonden og sagde, det var måske produkter der havde været i markedet i 10-15-20-25 år, så siger man så: ja, de vokser måske med 2-3% om året. Men vi viste år for år for år, at vi faktisk var oppe at vækste et sted mellem 7-8-9% på den almindelige portefølje. Og det var en af de virkelig store vækstdrivere for Nycomed.	Og så stod der et selskab, fra Amersham's side, da de købte Nycomed, var interesseret i at få imaging-delen ... det er kontraststoffer, du sprøjter ind ... og så stod der her Nycomed tilbage, hvad pokker skal vi så med det? Og der var Nordic så parat til at gå ind og sige, <u>formentlig</u> via Toni Weitzbergs viden omkring industrien, og sige, okay, her er der nogle muligheder for at rationalisere og få gjort noget fornuftigt ud af Nycomed. Og som vi talte om før, de fik jo CIS-området gratis. ... <i>Var Nordic Capital henholdsvis CSFB, det ved jeg ikke, om du ved noget om, var de specielt involveret i analyseprocessen i forhold til eksterne rådgivere?</i> Det har de været dybt involveret i, fulgt med og har været med på møder, diskussioner. De lavede så også deres egne analyser om, hvordan deres investering nu skulle løbe af stablen. Det har de været meget involveret i.	
MRB	<i>Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfonden mest efter overtagelsen af virksomheden?</i> Jeg tror, at dem, der sad i vores bestyrelse, dengang Nordic Capital købte os i første omgang og så så på, hvor uprofessionelt og hvor farmaceutagtigt i sin tilgang den der ledelse var og totalt uden jordforbindelse. Det må de have tænkt. <i>Men der var ikke nogle ting, hvor de omvendt tænke: det ved vi for lidt om?</i>		

	Det tror jeg ikke.	
--	--------------------	--

E.3.2. Loyalitet over for nuværende aktionærer	
I hvilket omfang handler virksomhedsledelsen loyal over for de gale aktionærer I forbindelse med kapitalfondens køb af virksomheder?	
Person	Loyalitet over for aktionærer
CFO	Personligt var jeg vældig spændt. Jeg havde aldrig arbejdet med Private Equity og følte sådan set en vis usikkerhed, hvad er nu det? Jeg følte sådan set en vis skepsis på, hvad det var. Og blev plaget både nat og dag med due diligence fra Fredrik Strömholm og Kristoffer Melinder tilbage i 99. De begyndte faktisk i 98. Jeg følte, de var vældig flinke og nysgerrige, og jeg synes, det var meget lærerigt. Men de var tidligt ude.

E.4. Værditransferering

E.4.1. Værditransferering fra andre stakeholders				
I hvilket omfang flytter kapitalfonden værdier fra andre stakeholders til aktionærerne?				
Person	Kreditorer og købere	Lønville	Medarbejderindflydelse	Skat
KF2			What is your general opinion about employee representation in the Board of Directors? Does that have any value? I believe in having the CEOs as members of the Board of Directors. But not employee representation? No.	Would you regard the capital structure as tax driven, was that an important element? No. The capital structure was not tax driven. The capital structure was driven to maximize RoE and IRR.
CEO		Medarbejderne løn- og arbejdsvilkår, de blev ikke ændret overhovedet? Nej.		Jeg tænker bare på, om kapitalstrukturen var tax-driven? Det var den jo delvis, det er den jo for alle kapitalfonde. Men det er jo blevet vanskeligere i Danmark? Det er blevet vanskeligere i det hele taget. Den var ikke tax-driven, men tax-optimizing. Det gør alle virksomheder, det skal alle virksomheder gøre. ... Var det kun på grund af Altana, eller lå der også nogle skattemæssige elementer? Der var ingen skatteeffekt overhovedet. Jeg tænker på, for medarbejderne var der den skatteeffekt... Det kan der have været for visse medarbejdere, men der var ingen skatteeffekt for mig, for jeg betaler skat i Sverige. Men for alle de andre... Så var det en indirekte effekt, for det var mig, der tog initiativet til det. Jeg gjorde det ikke, fordi mine medarbejdere skulle have lav skat. Det blev ikke drevet af det, det var det praktiske.
CFO	Kreditorer Blev hidtidige låntagere i			Men kapitalstrukturen, førte den ikke til nogen

	forbindelse med kapitalfondens overtagelse, blev de stillet ringere pga. overtagelsen? Var der nogen value transfer som følge af overtagelsen, ligesom med ISS, hvor de hidtidige obligationsejere blev ringere stillet? Nej, vi havde jo ingen långivere, vi havde jo ikke gæld, der var kun Amersham.			væsentlige skattebesparelser, fordi I havde så meget gæld? Nej, vi havde jo et fantastisk held. Ejendommene i selskabet var ejet gennem Danmark. Og Danmark var på den tid et fantastisk skatteland. Senere hen er der kommet den der EBIT-regel, som begrænser, hvor mange renter, du må trække fra i skat. Ja, netop. Men vi havde det jo bedre i gamle dage. Vi slap for at udbetale udbytte gennem Danmark, fordi vi havde andre søsterselskaber, som hjalp os, når vi fik mere gæld og skulle betale renteudgifter, så måtte vi have penge op via Danmark og Norge, og derfor etablerede vi jo et selskab i Danmark. Meningen var at undgå dobbeltbeskatning. Og derfor etablerede vi det i Danmark. Og så, selvfølgelig, fik vi gæld, som man naturligvis skal have rentefradrag for. For mig er skat en omkostning som alle andre.
COF	Kreditorer Blev hidtidige låntagere stillet ringere som følge af kapitalfondens overtagelse? Nej. Der skete ikke en ISS, det gjorde der ikke.	Medarbejderne løn- og arbejdsvilkår, de ændrede sig ikke i forhold til før kapitalfondens overtagelse? Nej.		Førte kapitalfondens nye kapitalstruktur til væsentlige skattebesparelser? Ja, det gør den jo indirekte, fordi du lige pludselig lægger en masse gæld i selskabet, du får en masse renter, og den rentepost vil jo være fradragsberettiget. Tror du, det har været en driver bag strukturen? Nej, men det havde været en driver, hvis du ikke kunne få fradrag for dine renter, til ikke at gøre investeringer for de forskellige kapitalfonde. Hvis EBIT-80 reglen var blevet indført allerede dengang, så ville det formentlig så ville det nok have sat nogle begrænsninger for, hvad der var sket af ændringer af ejerskaber og potentielt også et opkøb af Altana Pharma.
MRB	Købere Jeg synes, at der var nogle kortsigtede beslutninger, specielt i den sidste ejerperiode, hvor det ikke handlede om en ongoing business, men det handlede om dress the bride. ... Og nu hvor vi så skal ind og	Hvordan ændredes medarbejderne løn- og arbejdsvilkår sig i forhold til tiden før kapitalfondens overtagelse? Skete der overhovedet noget? Nej.	Du blev valgt ind i bestyrelsen efter overtagelsen? Jeg blev faktisk inviteret ind af Håkan Björklund. Han blev bedt af Toni Weitzberg om at få medarbejderrepræsentation ind, for det var der ikke før. Det var ikke lovmæssigt	Hvad tænkte du, da det blev besluttet at flytte hovedsædet fra Roskilde til Zürich? Jeg tænkte, at Zürich er et dyrt sted at bo. Jeg tænkte, at det handler om skat. Det handler ikke om virksomhedsskat, for virksomheden blev jo

	spare i Takeda, fordi et eller andet sted, så kradser krisen og de har vist også købt det for dyrt, det er jeg helt overbevist om, at de har – der var så meget dress the bride til sidst. ... Det så rigtig godt ud alt sammen. Og så samtidigt med, så kommer krisen. Så fra det tidspunkt, de skrev under og fremefter, har vi ikke kunnet leve op til en eneste af de krav. Altså, vi har ikke givet det afkast. <i>Så ved at lave window dressing eller dress the bride har man givet indtryk af, at man var bedre, end man var?</i> Ja, jeg har hørt vores ledelse sige, at I skulle bare vide, hvad vi var blevet lovet. Altså, det siger man ikke, hvis ikke det er fordi, man føler sig snydt. Det er jo ikke ensbetydende med, at de ikke ville have købt Nycomed, men det kunne godt være, at det ikke skulle have været til den pris. ... Men de har været med til at jobbe en pris op, som ikke har bund i virkeligheden. Det er mit indtryk.		<i>pålagt?</i> Det er lovmæssigt, at medarbejderne kan bede om det, men der var ikke nogen, der nogensinde havde gjort det. Og Nordic Capital kom ind, og de ville da i hvert fald gerne have en stemme, så de vidste, hvad der rørte sig blandt medarbejderne. ... Jeg havde en snak med Håkan om det, fordi Håkan ligesom antydte, at han forventede, at jeg fortsatte. Og jeg havde faktisk ikke tænkt mig at stille op. Der skete nogle ting, som gjorde, at siden vi blev overtaget,ovre i New York, der var man ikke interesseret i medarbejderrepræsentation. Og så havde de inviteret nogle andre ind udefra til også at deltage. <i>Det du siger er, at Nordic Capital var meget mere interesseret i medarbejderrepræsentation, end CSFB var?</i> Yes, de var overhovedet ikke interesseret i det. Når du kom i Nordic Capital som medarbejderrepræsentant blev du behandlet 100% på lige vilkår med alle mulige andre. Da vi kom i New York, der hilste de ikke engang på dig. Altså, de lod nærmest som om, man ikke eksisterede i rummet. Hvis jeg endte op med at markere, fordi jeg havde lyst til at sige et eller andet, jeg blev overset. Og det gad jeg ikke. ... <i>Og så kom Jesper ind. Det var en kort periode, han sad der?</i> Jeg tror ikke, han sad der i den fulde periode. I hvert fald blev der ikke nogen mening i det til sidst. ... <i>Synes du, at man kommunikerede med en skjult dagsorden, altså at man forsøgte at tegne det hele lidt mere rosenrødt?</i> Der var bare noget, man aldrig fortalte. På akkurat samme måde som når vi diskuterede, hvad er det for en bonus, hvad er det for en aflønning, topledelsen skulle have, i bestyrelsen. Så arrangerede de det sådan, at medarbejderrepræsentanterne ikke havde en chance for at være med. <i>Det vil sige, I deltog ikke i</i>	flyttet til Luxembourg, men det handler rigtig meget om topledelsens egen skat, når de kommer ud af det her. Så jo tættere vi er på at være kommet ud af det at være ejet af en kapitalfond, så skulle de gerne have boet derned et vis stykke tid, tror jeg.
--	--	--	---	--

			<i>diskussionerne?</i> Vi var inviterede, men så lå møderne oppe i Stockholm, nogle gange kunne de ligge i København, nogle gange i Stockholm, nogle gange i Oslo, forskellige steder. <i>Men I var vel inviteret, var I ikke?</i> Jo, jo. Vi var inviteret, og mødet skulle starte klokken 10, således at man kunne flyve ind samme morgen. Og når vi så sad i flyveren klokken 8, så blev der sendt en ny dagsorden ud, og så startede mødet lige pludseligt klokken 8, og så havde de handlet det af, når vi kom.	
--	--	--	--	--

E.5.1. Netværk				
Hvilken rolle spiller netværket for kapitalfondenes arbejde?				
Person	Køb og salg af virksomheder	Akkvisitionsfinansiering	Udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere	Brug af konsulenter
KF1	Vi syntes, at vi havde nået så tilpas meget af den strategiske agenda, som vi havde sat i 1999. Og vi syntes, at der var der en god anledning til at sælge. Men det var jo ikke en aktiv salgsproces fra vores side. Det var ikke sådan at vi gik ud i en stor proces og sendte forespørgsler til 10-12 selskaber. Præcist som da vi solgte sidste gang til Takeda, så var det en eksklusiv diskussion med en, som var kommet med et forslag. <i>Det var drevet af koberinteresse?</i> Ja, eksakt. <i>Det vil sige, at CSFB kom til Jer?</i> Præcist. <i>Og det samme, da Takeda købte. Det var også Takeda, der henvendte sig til Jer?</i> Ja. Takeda, henvendte de sig så til direktionen eller til bestyrelsen? De havde en første kontakt med ledelsen. <i>Med Håkan?</i> Med Håkan, ja. Han havde truffet deres business development ansvarlige, en kvinde fra USA. Han havde mødt hente ved et tilfælde. Hun tog den første kontakt, og så havde Håkan og jeg nogle uger senere en middag med repræsentanter fra		<i>For mange af de pharmaceutical industrialists i tager ind, er det nogle I kender fra Jeres netværk?</i> Ja, ofte er det sådan. <i>Hvis vi tager Lars Ingelmark, hvor kendte du ham fra?</i> Ingelmark, de havde jo investeret direkte, de var co-investorer i den periode. <i>Via AP-Fonden?</i> Ja, præcist. Men jeg kendte ham jo fra Pharmacia. Vi var jo tidligere kolleger der. Jeg vidste, hvem han var, jeg havde arbejdet sammen med ham. ... <i>Så havde du jo så Carl-Gustav Johansson? Han var fra Astra, ikke?</i> Jo, han var fra Astra. <i>Var det så en, Håkan kendte?</i> Det var en, som Håkan kendte og han kom ind i Nycomed i den periode, hvor Nordic Capital ikke var ejere. Vi købte jo i 1999 og solgte i 2003. Imellem 2003 og 2005, da vi ikke var ejere, der kom C.G. ind. ... <i>Men du kommer efter, at Nycomed var købt, ikke?</i> Ja, officielt. <i>Var du allerede med i overvejelserne om at købe Nycomed?</i> Ja, som rådgiver. Jeg havde en kontakt med en af partnerne, Bo Söderberg, som var ansvarlig for det første køb. Vi talte en hel del	

	selskabet.		sammen, da jeg var på Pharmacia. Og det førte til, at jeg fik en opfordring til at overtage posten som bestyrelsesformand i Nycomed og opbygge en health care aktivitet i Nordic Capital. <i>Så det var gennem Bo Söderberg, du kom ind?</i> Ja. <i>Kendte du på det tidspunkt allerede Håkan Björklund?</i> Ja, meget godt. Håkan og jeg arbejdede sammen i 1987. <i>Var det hos Pharmacia?</i> Ja, hos Pharmacia. Siden gik Håkan til Astra, og jeg blev hos Pharmacia. Men vi arbejdede fortsat inden for samme forretningsområde, inden for oftalmologi, altså læren om øjensygdomme. Jeg mødte Håkan, da han kom direkte fra Karolinska Institutet. Pharmacia var jo hans første job efter universitetet. Der var jeg der allerede, så vi arbejdede sammen i nogle år. ... Mark Bulmer arbejdede jo ikke for os. Han arbejdede jo for SE-Banken. <i>Ja, men han kom senere over til Nordic Capital, ikke?</i> Jo, det skete i 2008. Men under størstedelen af Nordic Capitals ejerskab af Nycomed var han repræsentant for SE-Banken. Det var på den måde, vi lærte ham at kende. SE-Banken var jo en vigtig långiver til at starte med.	
BES			<i>Jeg går også ud fra, at Håkan Björklund havde en væsentlig medindflydelse på valget af bestyrelsesmedlemmer? Det var vel Björklund, der inviterede dig ind i bestyrelsen?</i> Ja. <i>I kendte jo hinanden fra Astra. Du var CEO i USA?</i> Ja, inden jeg gik på pension. Da jeg gik på pension, blev jeg kontakttet af Håkan og Toni Weitzberg. <i>Var det Håkan eller Toni, der kontaktede dig?</i> Det var begge to samtidigt, men det var muligvis to forskellige initiativer. <i>Kendte du Håkan gennem længere tid fra Astra?</i> Ja, vi har aldrig arbejdet direkte sammen, men vi kendte hinanden godt, og vi tráf hinanden på møder og ved diskussioner. Men vi var aldrig i samme organisationsenhed. Og han er jo også yngre end jeg. Han	

			efterfulgte mig, da jeg forlod en forskningsvirksomhed i Lund, som hedder Astra Draco. Der efterfulgtes jeg af Klaus Vilhelmson, som senere blev forskningschef i koncernen. Og da han blev det, efterfulgtes han af Håkan Björklund. Så vi har ledet samme virksomhed inden for koncernen, men ikke samtidigt. <i>Men Björklund brugte jo meget aktivt sit netværk, har jeg indtryk af, for der er jo også mange af de ledende medarbejdere i Nycomed, som Björklund hentede ind fra Astra.</i> Ja, han rekrutterede flere fra sin Astra-enhed i Södertälje. <i>Var det positivt for virksomheden, at han havde det netværk?</i> <i>Var det af afgørende betydning?</i> Ja, det positive er, at det var dygtige medarbejdere, han valgte. Han kendte dem godt, og de kendte ham godt. Det gjorde, at det blev et godt samarbejde fra starten.	
CEO	<i>Hvordan fandt kapitalfonden eller du, eller hvem det var, køberne til Nycomed. Hvordan kom Takeda overhovedet ind i billedet?</i> De sendte mig en e-mail, deres head of business development, som jeg havde mødt i anden sammenhæng, da hun var på Millenium. Og hun ville træffe mig sammen med deres internationale chef for at diskutere forretningsmuligheder. <i>Er det ikke normalt bestyrelsesformanden, man kontakter.</i> Jo, men jeg var ikke en almindelig CEO. <i>Nu kan man sige, du havde jo også en meget god kontakt til Toni Weitzberg.</i> Ja, og så kendte de mig i forvejen og havde allerede truffet mig. Så de kom til mig i november 2010. Og sagde, at de var interesseret i et samarbejde. Jeg sagde, at der kun var én mulighed. De sagde så, at de var "authorized to do anything". <i>Hvad var det for en mulighed, de kunne se i Nycomed. Hvad var det, de købte sig ind på?</i> De havde en virksomhed,	Ja, det var mig, der hjalp med til at finde Toni. Jeg var på Nycomed. Jeg havde kendt Toni i 25 år. Da jeg blev ansat på Nycomed, ringede jeg til Toni for at spørge, om han syntes, at jeg skulle tage jobbet. Så ringede Toni til mig seks måneder senere og fortalte, at Nordic Capital havde kontakttet ham for at få ham ind som partner. Og der var jeg med og organiserede faktisk et seminar med et antal personer, Toni og Nordic Capital, for at afklare, om der var plads til en partner i Nordic Capital, som kun arbejdede med health care. <i>Så det var dig, der skabte den kontakt?</i> Det var ikke mig, der skabte kontakten, men det var mig, der organiserede seminaret for at se, om der var en rolle for Toni i Nordic Capital. Kunne vi gøre noget. ... <i>Men brugte du så dit netværk til at skaffe andre folk ind i Nycomed?</i> Ja, C. G. Johansson kom via mig. C. G. Johansson, han var i Astra i USA. ... <i>Ledende medarbejdere?</i> Ja, hovedparten af ledelsen kom via mig. <i>Runar, han var gammel...</i> Ja. Men head of business development, Kerstin	<i>Hvilke typer eksterne rådgivere brugte ... I havde McKinsey inde til en række processer?</i> Vi havde McKinsey inde alle årene i forskellige sammenhænge, rigtig meget. Jeg havde arbejdet en del med McKinsey tidligere. Det var via mig, at McKinsey kom ind. <i>Det var processer og sådan noget?</i> Da Nordic Capital købte Nycomed, der havde man BCG inde. Men jeg anvendte McKinsey, og derefter blev det McKinsey. <i>Men BCG, det var kun i forbindelse med akquisitionen?</i> Ja, men der udviklede de en strategi i samarbejde med BCG. Men jeg havde historisk arbejdet med McKinsey, og derfor blev det McKinsey going forward.	

	som var stærk i Japan, stærk i USA og i få europæiske lande. De havde i princippet nul i emerging markets. Og de så, at de kunne kombinere USA og Japan med emerging markets fra en stærk europæisk virksomhed, og dermed blev de truly global. <i>I var jo også stærke andre steder, i Sydamerika?</i> Vi var jo stærke i emerging markets. De havde nul i emerging markets. Hvis du ikke har noget i emerging markets, så er du ilde stedt. <i>Men følte du, at Nycomed passede godt ind i Takeda?</i> Absolut. Det var det naturlige køb. Og det havde jeg jo hørt fra banker, som sikkert havde været sytten gange hos Takeda og foreslået det. Jeg synes det var en meget logisk transaktion. <i>Så det var ikke en deal, der kom i stand via investment bankers, det var direkte, simpelt hen?</i> Det var direkte.		Valinder, kom sammen med mig fra Astra. Head of R&D Thor-Björn Conradsson kom også med mig, også fra Astra. Vi havde Aksel Sørensen (indlicensering), som også kom fra Astra. De tre kom direkte, næsten samme uge. <i>Det var nogle, der kom fra dit netværk?</i> De kom direkte med mig. Og efter det ansatte jeg 3-4 til fra Astra. Alle som kom udefra kom via mig på den ene eller anden måde. <i>Så du brugte dit netværk?</i> Absolut. På julefesterne gjorde man grin med de mange svenskere, som jo var et resultat af mit store netværk.	
CFO	<i>Hvem var det, der holdt kontakten til bankerne? Jeg ved selvfølgelig, at du gjorde og Christian Seidelin gjorde, men hvilke roller havde Mark Bulmer, Fredrik Strömholm og Kristoffer Melinder?</i> De havde intet andet forhold til bankerne, end at de var i kontakt med alt for mange banker. Alle banker kimer de folk ned, der arbejder med Private Equity. <i>Med nye finansieringsforslag?</i> Alle banker er jo interesseret i at være med på næste deal. Se på dette target, det ser godt ud, og så kommer vores låneafdelingen løbende efter. De havde mere kontakt på det niveau, mens den daglige operative kontakt varetoges af os, først og fremmest af Christian, Anne Holm og så mig. ... <i>Købet af Altana, var det et initiativ fra kapitalfonden eller fra direktionen? Det var vel ikke et initiativ, det var et tilbud I fik?</i> Jeg kan ikke huske, hvem der kom med det først. Jeg tror det var nogle af	<i>Hvor mange nøglepersoner har Håkan bragt ind i Nycomed, nu tænker jeg på Kerstin Walinder...?</i> Oh, ja, ja. Det er jo ganske mange, absolut. Både direkte og indirekte. <i>Af dem, som sad i ledergruppen, der var det Kerstin Walender og så var der...</i> Thor-Björn Konradsson, sad der jo i sin tid, Timo Tilvola, Anders Ullman. <i>De kom på grund af Håkan, går jeg ud fra?</i> Ja. <i>Så han var en meget central figur i at tiltrække medarbejdere?</i> Ja, ja. Håkan har været en central figur i Nycomed. ... Det er jo Nordic Capital, som antager Håkan. Jeg tror det var Fredrik Strömholm, som identificerede Håkan.	<i>Hvilke typer eksterne rådgivere brugte kapitalfondene i forbindelse med købet og salget af virksomheden?</i> De brugte the usual suspects. En hær af advokat og konsulenter, som McKinsey og Bain og den type. Og revisorer som KPMG, Deloitte og Ernst & Young. Det er de sædvanlige, som du er mere eller mindre forpligtet til at bruge, både over for bankerne og sådan set også over for dem, som har penge i fondene for at vise, at vi hele tiden har en second opinion. Det vigtigste er, at du har en opinion fra nogen, der har et andet stempel på papiret end dit eget.	

		bankerne, som bankede på døren og spurgte, om det ikke var noget, vi skulle se på.		
COF		Kapitalfondene har jo siddet der, fordi ... vi vil gerne give Jer noget, til de banker, der kan hjælpe os med finansieringen, og så håber de på, at de får noget igen, de gode ting kommer i forbindelse med potentielle opkøb.	Håkan var jo rigtig god til at skabe... <i>Tog han mange fra netværket ind i virksomheden?</i> Ja, jeg vil sige, der har siddet nogle Astra-folk hist og pist, mange steder. Runar, f.eks., kom jo ikke udefra, han en del af Nycomed. <i>Han er jo helt tilbage fra begyndelsen af 90'erne, ikke?</i> Og så har man været gode/heldige/dygtige, hvad du vil, til at få spædet op med de personer, som hørte til i de tomme kasser.	<i>Hvilke typer eksterne rådgivere brugte kapitalfonden i forbindelse med købet og salget af virksomheden?</i> Det dækker jo stort set hele spektret. Der er eksterne rådgivere til finansiering, der er eksterne rådgivere til at gennemgå regnskaber, der er eksterne rådgivere til at kigge på forskellige fabrikker, på forsikring, på forening, you name it, det er hele spektret, som bliver kørt igennem. Og vi kender jo efterhånden processen og proceduren, hvordan det foregår. <i>Hvad I også konsulenter ind imellem perioderne, eller var det kun i forbindelse med køb og salg?</i> Vi har også haft konsulenter inde i de forskellige perioder. F. eks. havde man jo i Nycomed i begyndelsen rigtig, rigtig mange fabrikker rundt omkring, og for ligesom at prøve at fokusere med at have mere produktion på færre fabrikker, som jo et eller andet sted er væsentlig mere attraktivt for selskabet, så der har også været forskellige advisers inde. Også i forbindelse med potentiel refinansiering. Typisk er det sådan, at man gerne vil se et vist selskab, som hedder McKinsey, som jo lever rigtig godt af sådan nogen ting med at gå ind og lave en analyse af virksomheden og sige, hvad tror vi reelt set på. Så når vi lagde vores plan på bordet, så skulle McKinsey faktisk gå ind og sige, tror vi så på denne her plan. Så ville de komme med deres plusser og minusser, og det ville være en rapport, som du ville give til bankerne, f. eks. i forbindelse med en ny refinansiering. ... <i>Så McKinsey blev brugt rigtig meget?</i> McKinsey blev brugt meget. <i>Var det den primære?</i> Ja, i hvert fald på selve produktionsdelen og på

				hele den talmæssige del af selskabet, så var det McKinsey
PRO	<i>Ved du, hvordan kapitalfondene fandt Takeda? Hvordan de kom ind i processen?</i> Nick Manusos var blevet bedt om at finde nogle emner med stærk tilstedeværelse i de markeder, hvor Takeda ikke var.... Her blev markedet screenet for, hvad der var af muligheder, hvor man kunne få en stærk tilstedeværelse i Europa plus emerging markets. <i>Der var slet ingen budproces?</i> Nej. Nycomed blev kontaktet af Takeda. Så vi var ikke på den måde sat til salg. <i>Er det ikke naturligt at kontakte bestyrelsesformanden?</i> Jo, men jeg ved ikke, hvordan det gik. Men jeg ved, at Håkan havde møde med Takeda, højst sandsynligt sammen med Toni, der er jeg ikke i tvivl om.		<i>I 99 gik det vel på at stoppe forskningen mere eller mindre?</i> Håkan ansatte senere Anders Ullman, som overtog R&D i forbindelse med købet af Altana. Inden den tid havde vi kun development. <i>Hvad ligger der i det ord?</i> At du laver produktformuleringer og vi havde så også etableret Business Development, som stod for opkøb af nye produkter. <i>Hvad var hans funktion?</i> Han kom faktisk fra Bayer og havde været chef for Development der også. Anders havde også stået for optimering af R&D modellen hos Bayer. <i>Udviklingschef, er det sådan en slags forskningschef?</i> Ja, forskningschef.	<i>Havde du så konsulenter med til at hjælpe dig?</i> Ja, vi havde forskellige konsulenter, afhængig af ekspertise. <i>Hvad var det så for en type konsulenter?</i> Til due dilligence anvendte vi, til at styre og evaluere overordnet, en type som McKinsey. Derudover anvendte vi altid nogle legal eksperter, finanseksperter og environmental eksperter. Hertil kunne komme andre områder, hvis nødvendigt, for at dække specialviden eller specielle ressourcer. <i>På det industrielle område, der var det McKinsey?</i> Der var det ofte McKinsey, ja. Vi har også brugt Bain, som også er ret stærke på det her.
MRB			Håkan kom fra Astra. Så gjorde han jo det, at han lavede Nycomed om til et mini-Astra. Så han omgav sig udelukkende med nogle, som han vidste, hvad leverede. <i>Så han hev mange folk ind fra sit eget netværk?</i> Ja. Og Nordic Capital gjorde akkurat det samme. Anders Ullman, som kom til at stå for vores RD, han var en brillant strateg inden for development-delen. <i>Men hvor mange af de nye folk, der kom, kom fra Björklunds netværk?</i> Alle dem, der betød noget. <i>Var de Astra-mennesker, de fleste af dem?</i> Ja, det var mini-Astra en overgang. Så der blev en klub i klubben. Det kunne man godt mærke ledelsesmæssigt.	

E.6. Involvering

E.6.1. Governance

Hvorledes er rollerne fordelt mellem ejere, bestyrelse og daglig ledelse i en kapitalfondsejet virksomhed?

Person	Bestyrelsens rolle	Support til ledelsen	Direkte kommunikation med kapitalfonden	Andet
KF1	<i>I havde en bestyrelse på 10-12 medlemmer. Blev de</i>			Forskelle mellem kapitalfondenes

reelle beslutninger truffet i bestyrelsen, eller havde i en mindre komite, hvor I tråf de væsentligste beslutninger inden bestyrelsesmødet? Vi var ikke så mange, som du angiver. Vi var jo to fra Nordic Capital: jeg, Melinder og Håkan. Jeg tror ikke, vi var mere end 6-7. Og så sad der også folk med, som var adjungeret. <i>Hvor mange var med til bestyrelsesmøderne?</i> På bestyrelsesmøderne kunne der være 10-12-personer. Men det var kun 6-7 personer i bestyrelsen, der traf beslutninger. ... <i>Hvem var det så, der gav det faglige input i bestyrelsen. Var det dig og C. G. Johansson?</i> Ja, det kan du vel sige. <i>For jeg går ikke ud fra, at der var nogle af de andre, der havde så meget indblik i farmaindustrien?</i> Nej, men de andre havde jo i løbet af årene kunnet skaffe sig et indblik i, hvad der var rimeligt at betale. <i>Så det vil sige, at de andre bestyrelsesmedlemmer fokuserede mere på prognosticerede returns, hvor I fokuserede mere på produktet?</i> Ja. C. G. og jeg var vel dem, der mere diskuterede, om der var et marked, om hvordan det her skal sælges. De med finansiell baggrund var vel mere fokuseret på, om der her er den rigtige pris at betale, givet hvor markedet befinder sig. I hvert enkelt tilfælde findes der jo en slags going rate, nogle er det billigere, andre er det dyrere at indlicensere. <i>For mig ville det naturlige jo være, at du, Håkan og C. G. Johansson holdt et møde, Jer tre, når I skulle træffe nogle store beslutninger. Men sådan var det ikke?</i> Nej. Det var mere Håkan og mig, som kunne tale om det på telefon. Eller vi kunne mødes et sted og gennemgå tingene. ... <i>I havde ikke en slags operating committee?</i> Nej, det havde vi ikke. Vi havde ikke en formel sådan. Men I tre var vel den industrielle			involvering <i>Har du indtryk af, at der er en meget stor forskel i den måde, I udførte Jeres ejerskab på, og det ejerskab, som primært CSFB udførte, da de var de ledende i selskabet?</i> Ja, jeg tror vi var mere involverede, fordi vi havde industrielle kompetencer, som de ikke havde på samme måde. Største kapitalfond leder <i>Men kan man sige, at for Blackstone og for CSFB, CSFB/DLJ er jo stadig medejere, var det for dem en lettelse at få Jer ind som mere aktive ejere i selskabet?</i> Ja, det håber jeg, de synes. Jeg kan ikke rigtig svare på spørgsmålet. Nordic Capital, vi ejede jo 60% af selskabet. Det var naturligt, at det var os, der var den ledende kraft. Det var vores beslutninger, som gjaldt. Vi havde jo mere kontakt til Håkan, end de mindre ejere havde. Jeg håber, at de synes det var godt, men jeg kan ikke garantere det.
---	--	--	--

	<i>hovedkompetence i selskabet, går jeg ud fra? Jo, det kan du sige. Men når det gælder f. eks. køb, så var der jo også andre spillere inde end mig og C. G.</i>			
KF2	<i>If you look at the decision power division between the Board and the Management, how did that work? What was your role compared to Håkan Björklund's?</i> I would say that the decision power and the role of the Management and the Board was not unique, where you have Private Equity firms that are very involved with the portfolio companies. We let the management team run the business and we at the Board were essentially the owners. So we were actively involved in debating and discussing and approving the strategy. <i>...</i> <i>Were these decisions taken by an investors meeting or in the Board?</i> The Board. When you have a Board, it is the owners. It is one and the same. <i>Yes, but you also had some external members of the Board?</i> No, we had the CEO. <i>But you had also a guy like C. G. Johansson. But I guess he is not a real decision maker, he is only advising the board?</i> He has a vote. At the end of the day the Private Equity firms made the decisions for those investments, whether you want to say ... I mean we had board representatives, but we would have our teams working on and analysing the major recommended events, i. e. whether they were large acquisitions or large capital finance into expansion. The Private Equity firms would have their teams, who where not board members, working closely with the management team to evaluate the financial merits and strategic merits of those large actions, which were then ratified by the Board of Directors, which those Private Equity firms controlled. <i>Yes, that's my point, I guess that the external board</i>		<i>How did the communication work between you and Håkan Björklund? Did you talk on a daily basis or were you only in contact at the board meetings?</i> No, no. DLJ at that time had 50 portfolio companies, and I was the managing partner and responsible for 50 portfolio companies and probably on the board of 5 or 6. I developed a very close relationship with Håkan and I had a lot of confidence in him and his team. But we probably communicated a few times a month and had probably 5 or 6 board meetings a year, approximately.	

	members, guys like C. G. Johansson, did not represent a Private Equity company directly, his vote is of course ... I mean he could not vote against something the investor would not accept. You are dismissing the relevance of having collaborative discussions with experienced business executives. Technically, if there are 7 board members no one board member can make a decision. But the point is that I think C. G. had a very valuable role giving us his opinion of things that were being discussed. But he was one of the external industrialists being a specialist on pharma. That's correct.			
KF2				Største kapitalfond leder You had an investment group of four Private Equity companies in 2002 with none of them holding more than 50%. Why did you do it that way? Well, because it was a large investment. We were the controlling investor. We controlled the board and owned 50% of the company, but we syndicated it to other investors, many of whom gave us their voting rights. But we had the control of the company; I was chairman of the company. What role did Blackstone, NIB and Carrilon have? Did they have an active role in defining the strategy or in managing the company? No. The last two were just investor of ours, so they were passive. Blackstone did have a board seat, but they were relatively passive as well. But Blackstone also has a team, which is focused on health care, as far as I know? They do, but this was a small investment for them. They decided to do it as a co-investment with us.
BES	Hvilke typer temaer diskuterede man typisk i bestyrelsen? Var det primært finansielle temaer eller primært industrielle temaer? Hvad fyldte mest? Det blev primært		Skete det ofte, at Håkan stemte forslag af med de enkelte i bestyrelsen, altså f. eks. dig, fordi du trods alt var industrialist og specialist på området, eller blev det bare forelagt i	Største kapitalfond leder Var det Nordic Capital, der fra starten satte sig i driver's seat, eller havde de opdelt opgaverne imellem sig?

	kapitalstyrede diskussioner, efter som det var det, der interesserede alle ejernes repræsentanter. I begyndelsen havde ejernes repræsentanter desuden meget lidt viden om medicinalindustrien. ... <i>Men hele det industrielle, var det reelt en beslutningsstruktur på det sidste bestående af dig, Håkan Björklund og Toni Weitzberg?</i> Hvis Toni Weitzberg vidste, at Håkan og jeg var enige, og han selv ikke havde noget imod det, så blev det besluttet. Så var der ingen andre, der gik imod det. Ofte er det sådan, som du sikkert også ved, at ved store investeringsbeslutninger, f. eks. når det gælder selskabskøb eller indlicenseringer, så diskuteres det mellem bestyrelsesmoderne og fremfor alt mellem den administrerende direktør og bestyrelsesformanden. Så det var mange gange vel forberedt inden bestyrelsesmødet startede, og der havde Håkan ofte også først diskuteret det. <i>Så bestyrelsesmoderne var godt forberedte?</i> Ja, det var de for det meste, i hvert fald når der skulle tages nogle store, vigtige beslutninger.		<i>bestyrelsen?</i> Ja, det skete. <i>Så I havde også en kommunikation med ideudveksling uden for bestyrelsen?</i> Ja.	Mener du efter Nordic Capital var gået ind for anden gang? Ja. Jeg synes, at de kørte det vældigt godt. Der var ingen tvivl om, at det var Nordic Capital, som sad i driver's seat. Men de lyttede til hinanden og kørte det godt sammen. Forskelle mellem kapitalfondenes involvering <i>Da du kom ind, var det Tom Dean, der var bestyrelsesformand, og derefter overtog Toni Weitzberg. Var der forskel i deres ledelsesstil?</i> Der var stor forskel i de første år, hvor Tom Dean var formand. Han havde ikke så meget erfaring inden for medicin.
CEO	Ejere og bestyrelse var samme sag. Bestyrelsen bestod så godt som... <i>Men der var jo også andre i bestyrelsen?</i> De andre i bestyrelsen, de var mere rådgivere, de var ikke decision makers. <i>Hvem var det, der var udenfor kapitalfonden i bestyrelsen?</i> Den som sad længst, det var jo C. G. Johansson, Carl-Gustav Johansson, som var Astras USA-chef på min tid. Han var den vigtigste person, som var helt uafhængig af kapitalfondene. <i>Og han sad fra 99 til...</i> Nej, det gjorde han ikke. Jeg tror at han kom ind i 2002, men jeg er ikke helt sikker. <i>Og sad helt frem til Takedas overtagelse?</i> Ja, det gjorde han. <i>Så han var den centrale eksterne industrialist?</i>		Hvis der var noget, jeg var usikker på, så sørgede jeg altid for at stemme det af med Tom Dean og Toni Weitzberg forinden. Jeg forelagde aldrig noget for bestyrelsen, som jeg ikke vidste, at jeg kunne få godkendt. ... <i>Hvilke kontaktpåder havde direktionen med kapitalfonden ud over gennem bestyrelsen? Du talte regelmæssigt med bestyrelsesformanden, Toni og Tom, det var dine...?</i> Ja, jeg talte med hvem jeg ville, men det var primært de to. Derudover havde Christian Seidelin og Runar kontakt med Kristian Melinder og Fredrik Strömholm, dem som var mere finansielt orienterede. Der havde de en parallel diskussion. <i>Men ellers gik</i>	Største kapitalfond leder <i>Har de andre kapitalfonde, altså dem der ikke var ledende kapitalfonde, hvordan har de blandet sig i management?</i> Der har jo altid kun været to fonde. Det var Credit Suisse og Nordic. <i>Og det var kun dem, du kommunikerede med?</i> Ja, det var dem, jeg primært kommunikerede med. Blackstone sad jo med på bestyrelsesmoderne. <i>Men det var ikke dem, du stod til ansvar overfor?</i> Nej. <i>Det vil sige, at du har haft Nordic Capital, du har haft CSFB som dem, du har rapporteret til.</i> Det er altid de to, jeg har haft relationerne til. <i>Jeg tænker på, at TDC, for eksempel, de havde jo fem ligeberettigede kapitalfonde.</i>

	Ja, du kan sige, at han var adviser. Han traf ikke beslutninger. <i>Var der andre end ham?</i> Der var et par andre personer tidligere, ikke i de sidste år, men de havde forskellige forbindelser til kapitalfondene, frem for alt Credit Suisse. ... <i>Hvilken rolle havde bestyrelsen? Havde I en operating committee?</i> Nej, det havde vi ikke, bestyrelsen havde ikke nedsat nogen komiteer. Der var en audit committee og en remuneration committee, men ingen operating committee. <i>Du var den eneste, der sad i direktionen, ikke?</i> Vi havde ingen direktion. Jeg sad jo i bestyrelsen, og det var jeg den eneste fra ledelsen, der gjorde. Men Runar var med på alle bestyrelsesmøder. Så for all practical purposes, så sad han også i bestyrelsen. Han var jo med på alle møder. <i>Men det centrale ledelsesorgan, hvor beslutninger kunne træffes, var det så bestyrelsen?</i> Dels have vi en ledergruppe. Der traf vi alle operative beslutninger. <i>Okay, og der sad I omkring ti mennesker?</i> Ja, lidt færre, vi var vel 8-9, lidt færre mod slutningen. Der blev alle operative beslutninger truffet, præcist som du gør i et dansk børsnoteret selskabs direktion. Og så er der visse beslutninger, som må forankres i bestyrelsen, og de blev naturligvis taget i bestyrelsen. ... <i>Hvis du skal beskrive bestyrelsen eller kapitalfondene, var de så coachende eller monitorerende?</i> De var coachende og participating. <i>Men de var ikke monitorerende, gik og kontrollerede i detaljer?</i> Nej, vi havde en utrolig god stemning. Som en af Blackstones repræsentanter sagde: "is is one of the most competent boards I have been on, and by far the funniest".		<i>kapitalfondene ikke ned i organisationen?</i> Nej, kun på den finansielle side. Der havde de en direkte kontakt, som jeg ikke blandede mig i.	Ja, men de var jo alle på samme niveau, var de ikke? <i>Jo, de var på samme niveau alle sammen.</i> Så bliver det mere kompliceret. <i>Men de specialiserede sig så i hver deres del.</i> Men når man har 10%, som Blackstone havde hen imod slutningen, så... <i>Nej, så er det ikke interessant længere.</i> Nej, så sidder man på bagsædet.
CFO	Jeg følte, at bestyrelsen i selskabet mere eller mindre havde al magt. De havde en	<i>Hvad var den største ledelsesmæssige forandring efter at Nordic Capital</i>	<i>Hvilke kontaktflader havde direktionen med kapitalfonden ud over</i>	Forskelle mellem kapitalfondenes involvering

	informationsstrøm op til de andre partnere og meget lidt til de personer, som havde sat penge i fondene. De fik en kvartalsrapport fra fondene, ikke fra Nycomed. De kvartalsrapporter, som de sender ud til deres investorer, den består måske af en række af 50 selskaber og et lille afsnit om hvert. <i>Ledelsen, havde den ikke en meget uafhængig funktion?</i> Mit indtryk er, at de, som sad i bestyrelsen, havde ret til at gøre alt. ... <i>Hvordan fulgte kapitalfondene op på ledelsens performance?</i> Vi havde jo månedsrapporteringer. En af fordele ved at være i privat eje er, at du sidder med aktive ejere i bestyrelsen, ikke advokater. ... <i>Hvad for nogle temaer var de mest tidskrævende på bestyrelsesmøderne, var det industrielle eller finansielle temaer? Nu ved jeg godt, at du er mest finansielt orienteret, men hvad tog mest tid?</i> Det der tog længst tid var det finansielle, fordi det er jo sådan, at det er det, de kan bedst. <i>Og det er også det, bestyrelsen kan bedst?</i> Det er det, jeg mener, det er det, bestyrelsens medlemmer kan bedst. Vi brugte vældig meget tid på at diskutere f. eks. Altana-akkvisitionen og den type ting. Vi brugte vældig meget tid på at diskutere restruktureringer af fabrikker, gør vi det rigtigt. Vi var meget optaget af, om vi fulgte planerne, og om vi gjorde det rigtige i forhold til fagforeninger og love og regler.	<i>overtog i 99?</i> Jeg følte, at den største ledelsesmæssige forandring var, at der var nogen, der interesserede sig for os.	<i>gennem bestyrelsen? Hvem havde du kontakt til for eksempel?</i> Jeg havde kontakt med, i Nordic var det Kristoffer og Jonas Agnblad. <i>Hvordan havde Kristoffer og Jonas opdelt deres områder?</i> Det var den, der havde tid. <i>Det var ikke sådan, at den ene tog sig mere af finans, og den anden...?</i> Nej, nej, nej.	<i>Hvilke forandringer skete der så, da I blev solgt til CSFB og Blackstone?</i> <i>Kunne du mærke nogen forandringer?</i> Alle disse private equity-selskaber har deres agenda om at bygge værdier over nogle år. Så jeg synes ikke, der var den store forskel. Den største forskel var formentlig den skandinaviske ledelsesstil i forhold til den internationale engelsk/amerikanske. <i>Hvad er forskellen der?</i> Forskellen er vel, at det er lidt mere formelt og lidt mere på efternavn end på fornavn, men jeg synes, at de relativt hurtigt kom ind i den samme stil, som vi havde med Nordic. ... <i>Hvad synes du har været de væsentligste forskelle på Nordic Capitals hhv. CSFBs tilgang og så Takedas tilgang til virksomheden?</i> Jeg må jo sige, kapitalfondenes tilgang er relativt ens. <i>Og Takedas?</i> Takeda er et helt andet lokomotiv. <i>Der kører stærkt eller langsomt?</i> Det kører langsomt, og der tager det tid. <i>Tror du man kan bevare den der Nycomed-ånd under Takedas ejerskab.</i> Nej, nej, nej.
COF	<i>Hvad er så de væsentligste forskelle i Toni Weitzbergs og Tom Deans roller som bestyrelsesformænd? Har de haft meget forskellige måder, som personer, at lede?</i> Det giver jo sig selv, at den ene kommer fra industrien, og den anden kommer fra bankverdenen. ... <i>Hvad var forskellen i de spørgsmål, du blev stillet af de to?</i>		Hvis du tager Nordic, har Håkan kommunikeret med to: Toni Weitzberg og Kristoffer Melinder. De kommunikerede om forskellige ting. <i>Var det også Kristoffer Melinder i den anden periode?</i> Ja, det var det. <i>Hvor mange kommunikerede med kapitalfondene?</i> Håkan har gjort det, Runar har gjort det, jeg har gjort	Forskelle mellem kapitalfondenes involvering <i>Var der noget af det, der ændrede sig i den anden ejerskabsperiode, altså med CSFB?</i> Det var en anden måde at agere på. Hvor man kan sige, at Nordie Capital-perioden, både den første og den tredje, hvor vi så havde CSFB inde i midten, var jo mere baseret på familieskab, om du vil.

Jeg ville jo kunne diskutere meget "bedre" med en Tom Dean, fordi han jo var ret dygtigt involveret i finansieringen og hele kapitalmarkedet, hvor jo Toni Weitzberg vidste rigtig, rigtig meget om det, men det var bare ikke der, han var ... det var ikke hans specielle fokus. ... <i>Men var der en operating committee?</i> Ja. <i>Hvor mange var der i den?</i> Puha, ja, nu kommer vi ind på det her med komiteer, hvad der har været af forskellige komiteer undervejs. <i>Ved du noget om det?</i> Nej, jeg kan ikke huske, hvor mange der har været inde i ... jeg vil nærmest sige, at det vi havde i det gamle Nycomed før 2007 med senior management gruppen, det var ligesom operating committee. Det var der, man diskuterede de forskellige ting, og har været det samme også fremover, ud fra det vi havde i 2005. ... <i>Vil det sige, at bestyrelsen har ikke haft nogen nævneværdig rolle?</i> Jo, det synes jeg bestemt, de har. <i>Jeg tænker på, er beslutningerne reelt truffet, før de kommer i bestyrelsen?</i> Ja, det vil jeg nok mene. Bestyrelsen er mere et efterretningsorgan, kan man sige, ikke? Jo, det er det, på nogle områder, og specielt det finansielle, der har vi så haft vores audit committees, hvor vi har diskuteret de her forskellige finansieringsting. <i>Der var audit committee og operating committee?</i> Så havde vi en committee på R&D, altså udviklingsprojekterne. Men det har typisk ikke været med folk fra kapitalfondene. <i>Så de har været med i audit committee og operating committee? Det er de eneste steder, de har været repræsenteret?</i> Ja. Og der kan man sige, at operating committee i mange omgange ligesom strækker sig helt ind i		det. Kerstin har ganske givet også været i kontakt med dem på nogle områder. Det var jo klart accepteret fra Håkan, at fondene havde direkte kontakt til enkeltstående personer. ... Jamen, så har jeg også siddet og diskuteret forskellige tiltag på det finansieringsmæssige, på vores lånedokumentation, det har jeg så diskuteret direkte med Kristoffer.	Hvor man havde meget stor del af respekt og tillid til hinanden. Og man accepterede helt klart fra Nordic, at der sad professionelle folk på de forskellige områder i Nycomed. Det drejer sig både om finansieringsdelen, som var mit område og... <i>Hvordan var det i CSFB?</i> Det var lidt anderledes. De optog PIK-notes, som vi havde lange og meget drøje diskussioner med CSFB om på det pågældende tidspunkt. Største kapitalfond leder <i>Har de enkelte kapitalfonde en rolle, eller er det hovedkapitalfonden, i det her tilfælde CSFB i den anden periode, der...</i> Det er helt klart, det var CSFB, der drev værket i ejerperioden. <i>Det er ikke sådan, at I også har kontakt til de andre kapitalfonde?</i> Blackstone var involveret, men slet ikke på samme niveau, som CSFB var. I forbindelse med Nordic Capital, de perioder de har været med, jamen der har det helt klart været dem, der har drevet det.
--	--	---	---

	bestyrelsen, i sidste ende.			
PRO	<i>Hvilke komiteer havde I?</i> Der var bestyrelsesmøder, så var der ledermøder og så havde vi jo funktionsmøder. <i>Der var ikke nogen specielle komiteer som operating committee, hvor der sad nogle få mennesker og styrede det hele?</i> Der var bestyrelsesmøderne, hvor Nordic Capital sad, og så var der almindelig ledermøder, hvor Håkan sad for bordenden. Og han havde en executive ledergruppe og en udvidet ledergruppe. I den udvidede havde han også Quality og ISIT, i indergruppen var RD, salg, finance, legal, manufacturing & supply chain. De mødtes en gang om måneden.	<i>Hvilken rolle havde Kristoffer Melinder?</i> Jamen, han var med i bestyrelsen samt involveret i alle de due diligences vi lavede. <i>Er det din fornemmelse, at det var Toni Weitzberg, der kørte det hele fra Nordic Capitals side, eller havde Kristoffer Melinder også en rolle? Han var jo sådan set ansvarlig for investeringen.</i> Jeg opfattede mere, at Kristoffer var den, der lavede og samlede alle oplæg til beslutning. <i>Analytikeren?</i> Ja, faktisk	<i>Hvilke kontaktflader havde ledelsen med kapitalfonden, ud over gennem bestyrelsen? Havde du for eksempel kontakt direkte med nogen?</i> Ja, jeg havde regelmæssigt møder, specielt med Jonas Agnblad fra Nordic Capital, som arbejder sammen med Kristoffer Melinder. Men også med Kristoffer. Der var mere hjælp til nogle ting eller spørgsmål om noget eller noget input til nogle rapporter, de skulle have. <i>De udstak ikke retningslinjer på nogen måde?</i> Nej, nej. Det var mere, at de spurgte om hjælp. <i>Er det dit indtryk generelt, at kapitalfondene gik langt ned i organisationen, eller eksekverede de altid gennem Håkan Björklund?</i> De eksekverede altid med og via Håkan. Var der andet, blev vi andre involveret. Det var ikke mere formelt, men de gik aldrig ind og overstyrede, det har jeg ikke oplevet. <i>Men de var meget engageret i det, du foretog, aktivt ejerskab, kalder man det?</i> Det kan du sige, men ikke på en negativ måde. <i>Men det var mere på rapporteringssiden, at de gik ind?</i> Ja, det synes jeg, hvor de spurgte, fordi nu skulle de lave det og det, om jeg kunne hjælpe med noget input til det.	Største kapitalfond leder <i>Da I havde Nordic Capital, der var det selvfølgelig dem, der sad i førersædet. I CSFB-perioden, der var der jo flere fonde?</i> Ja, det var primært Tom Dean, der var den, vi så som medarbejdere. <i>Det var ikke sådan, at Blackstone også gik ind og...</i> Nej, det var Tom, der tegnede det. Tom var med til mange af vores møder.
MRB	Og så har man nogle virkeligt professionelle regnedrenge, der sidder der og virkeligt kan noget. Godt, altså. Men du fjerner også den diskussion, man skal have i bestyrelsen. Den ender op med at være nogen, der kommer og fremlægger et eller andet. Så alt det her underliggende, hvor du kunne have slået lidt omkring tingene og set det i dybden og virkeligt forstået, hvad det handler om, det fratarer de os. <i>Så bestyrelsen blev et efterretnings-organ?</i> Ja, ja, de klarede det jo herne (i komiteerne, red.). Det passede vel alle fint. I starten var det til			

	meget værdi at sidde i bestyrelsen, for jeg syntes, at jeg kunne også bidrage. Til sidst kunne jeg ikke bidrage. Jeg spildte jo min tid til sidst.			
--	--	--	--	--

E.6.2. Kapitalfondens attitude

Hvilke signaler udstråler kapitalfonden i forhold til ledelse og medarbejdere?

Person	Tillid	Samarbejde	Medarbejdertryghed	Andet
KF1		Ja, det vil jeg også sige, i og med at vi har kendt hinanden så længe. Og at vi begge var med fra starten i Nycomed, jeg som formand og han som direktør. Og i begyndelsen havde vi næsten daglige diskussioner. Så det vil jeg også sige, og jeg håber, at Håkan også synes det. Det var et specielt forhold, en god kombination, tror jeg, af kompetencer.		
KF2	<i>How long time did it take for you to say, I have full confidence on the way Håkan Björklund is doing things?</i> Every quarter it got better. We started out with a high regard and he did nothing to ever shake that regard. From a Private Equity managers point of view it's always great to have a good manager who hits his numbers. Because then you can continue to let him do that and give him the authority and the responsibility to continue to execute. And so long his moves are good ones...	I would say that the Nordic team, universally, was very easy to work with. We shared a common vision, we shared respectfully each other's decision making and each other's interest. So I think we worked really, really well and in fact we have went on to work well in another big deal, called Computec, where we and Nordic are together.		
CEO			<i>Men hvordan var motivationen så hos de Altana-medarbejdere, som blev overtaget?</i> De vidste, at de skulle sælges. <i>Men de ville jo ikke sælges til en kapitalfond?</i> Nah, da det blev offentliggjort, tog jeg ned til Konstanz, hvor de havde hovedkontor, til et town hall meeting. Der præsenterede vi os ikke som en kapitalfond, det var vi jo heller ikke. Det var Nycomed, som ganske vist var ejet af en kapitalfond. Og der var en enorm positiv reaktion... <i>På ledelsesplan?</i> Nej, selv blandt medarbejderne. Der var mere uro på ledelsesplan, for der kunne alle jo se, at de ikke kunne beholde	

			deres arbejde. Vi kan kun have én finanschef, og Altanas finanschef, han var meget urolig	
CFO	Forskellen er vel, at det er lidt mere formelt og lidt mere på efternavn end på fornavn, men jeg synes, at de relativt hurtigt kom ind i den samme stil, som vi havde med Nordic. Jeg tror, det har meget at gøre med den ledelsesgruppe, som vi var, sammen med Håkan og teamet omkring Håkan. Vi formåede at skabe tillid, også i forhold til den nye ejerstruktur, så over tid var der ingen store ændringer. Med hensyn til finansieringen, så tog det lidt tid, før de accepterede, at vi også kunne noget på det område. Det tager lidt tid at sætte sig ind i tingene. Fordelen i forhold til Nordic var jo, at Håkan og Toni kendte hinanden og havde arbejdet sammen i mange år i en anden virksomhed. Det gjorde tingene mere enkelt. <i>Da Toni Weitzberg kom tilbage i 2005, var det ligesom at komme tilbage til familien eller hvordan føltes det?</i> Ja, absolut. Og vi havde haft kontakt til Nordic Capital i alle de år, hvor også Credit Suisse og Blackstone var med os. ... <i>Hele finansieringssiden, det var kapitalfonden, der traf de grundlæggende beslutninger?</i> Ja, det kan du sige, det var det. Vi fik større og større indflydelse efterhånden. Når de lærte os at kende, så blev vi også brugt mere som samtalepartner. ... <i>Bestyrelserne, var de mest coachende eller var de monitorerende?</i> Coachende. <i>Også i startperioden, eller var de i startperioden sådan lidt mere overvågende, monitorerende?</i> Ja, de var mere overvågende i starten. Det er naturligt ind til man lærer tingene at kende. <i>Hvor lang tid tager det at få det tillidsforhold til en kapitalfond?</i> Jeg synes, at det gik relativt hurtigt. Vi måtte bruge mere tid i 99 for at finde		Synlighed <i>Hvor meget involverede kapitalfondene sig i branchespecifikke spørgsmål?</i> De er meget nysgerrige og videbegærlige, og vil gerne have forklaret af dem, som har kompetence på områderne. De ville gerne have, at vi indkaldte folk længere nede i organisationen for at forklare de forskellige ting. Nysgerrigheden og ønsket om at forstå, den er vældig stor.	

	den rigtige tone og det rigtige rapporteringsmønster og så videre. Vi var jo ikke helt godt bemandet dengang. Jeg sad jo i Norge med mig selv og 2-3 controllere. Vi havde EDB-afdeling i London i Amersham, vi havde treasuryafdelingen i Amersham og indkøbsafdelingen i Amersham. Så vi måtte etablere alle disse funktioner selv. Det tog længere tid, før vi var oppe at køre med et ordentligt rapporteringssystem. <i>Men i forhold til CSFB, hvor lang tid tog det, inden de havde fuld tillid?</i> Det synes jeg tog kortere tid, relativt set, for da havde vi et apparat, som fungerede. Det var lettere at tilfredsstille deres krav på rapporter og informationsbehov.			
COF	<i>Var der forskel i den approach, man havde, når man lavede de der planer?</i> Jeg vil tro, måske, at man fra de internationale kapitalfonde har været meget aggressive for at få den return, man gerne ville, hvor man måske har været mere forstående fra Nordic, men også har villet helt klart ... det er to forskellige måder at arbejde på. Som vi talte om på telefonen ganske kort, hvor det samarbejde, vi havde med Nordic var et familiesamarbejde, og det var bygget på tillid... ... Den kommunikation og den måde, man arbejder sammen, var meget tæt på grund af det langvarige venskab, der har været imellem Håkan og Toni Weitzberg. Da CSFB kommer, så kommer der pludseligt nye folk på banen, som vi ikke kender til. Men igen får vi ret hurtigt etableret en meget, meget tæt dialog. Og ledelsesmæssigt var de...de gik måske ind i begyndelsen og lagde nogle større krav på os. I forbindelse med visse ting ville de have nogle specifikke måder... ... <i>Kan man sige, at det første år var et tillidsskabende år?</i> Der byggede de netop	<i>Har det spillet en rolle, at Toni Weitzberg jo kommer fra industrien?</i> Helt klart. Altså, Toni Weitzberg er den mand, der trækker Håkan til Nycomed. Og Håkan er den mand, der trækker os andre ind og får sat, forhåbentligt, når man kigger tilbage... ... <i>Hvordan reagerede kapitalfondene så, når man var under budgettet?</i> Det kan jeg ikke svare på, for det har vi aldrig været. Nej, det er lidt hårdt. Jeg vil sige det på den måde, det har måske været lidt en let tur, Nycomed har været på. "Let", fordi vi har altid formået at levere. Og når vi følte os utrygge, så har vi altid været meget hurtige til at kommunikere. ... Min fornemmelsen for bestyrelsen har altid været, at de har været med til at drive virksomheden videre, og har været en rigtig, rigtig god medspiller over for selskabet og specifikt over for Håkan, som har haft en meget stærk dialog med de respektive partnere, der sad i bestyrelsen.		Gensidig respekt <i>Var der noget af det, der ændrede sig i den anden ejerskabsperiode, altså med CSFB?</i> Det var en anden måde at agere på. Hvor man kan sige, at Nordic Capital-perioden, både den første og den tredje, hvor vi så havde CSFB inde i midten, var jo mere baseret på familieskab, om du vil. Hvor man havde meget stor del af respekt og tillid til hinanden. Og man accepterede helt klart fra Nordic, at der sad professionelle folk på de forskellige områder i Nycomed.

	tilliden mellem os, og de så lige pludseligt, at her sad altså folk, som vidste, hvad de talte om. <i>Det slap I så for i tredje periode, går jeg ud fra?</i> Ja, det var lige som at komme hjem igen. Jeg kan huske tydeligt engang, hvor vi var oppe i Stockholm. Så kommer Toni gående, og så siger han: hej Christian, velkommen hjem igen. Ja, det var hjemme. <i>Var I glade for at komme tilbage til Nordic Capital?</i> Ja, det var vi. ... <i>Du følte ikke, de var monitorerende, altså hele tiden skulle...</i> Nej, altså, der hvor de måske var monitorerende, det var i den overgangsperiode, hvor CSFB kom ind, og vi ligesom skulle have bygget den tillid op til hinanden. ... Det er igen det her med opbygningen af tilliden, som vi har været inde på. CSFB var virkelig detailorienteret i begyndelsen, sådan så det nogen gange hvinede, men slap ligesom også lidt, da de kunne se, at de kan jo ikke kunne sidde og se, hvor mange magnyler, der bliver solgt i Estland.			
PRO		<i>Skete der et skift i, hvad direktionen kunne beslutte sig til, og hvad der skulle igennem bestyrelsen i den periode?</i> Det følte jeg ikke. Jeg følte faktisk, at qua den måde vores ledelse håndterede det på og havde et samarbejde med bestyrelsen, så synes jeg det var supergodt, det samarbejde. ... <i>Ved du, om det var nogle af ledelsens initiativer, som blev afvist af kapitalfondene? I havde jo en stram finansiering, så det dikterede jo ligesom, hvad I kunne gå ud og købe?</i> Nej, jeg føler egentlig, at vi vidste nogenlunde, hvad vi kunne komme med, og hvad vi ikke kunne komme med. Så jeg føler ikke, vi kom med noget, hvor vi fik decideret nej.	<i>Hvad betød ejerskabet generelt for medarbejdernes performance?</i> At vi var ejet af en fond? Jeg har altid syntes, at det var spændende, og jeg har aldrig følt nogen begrænsninger. Men jeg ved også, at nogen, specielt da vi købte Altana, var nervøse og bange for at ændre ejerforholdet, de var så bange for at blive ejet af en fond og ikke af et selskab. Opfattelsen var hos mange at der ville blive skåret, og at der ikke var mulighed for at tænke langsigtet.	Kortsigtet og profitorienteret Forandringerne er mere, at du har lidt mere kort horisont. Så du skal have en pay back på dine projekter og dine investeringer er det optimalt med mindre end tre år. Når det er sagt, så synes jeg også, at under hele tiden med Nordic Capital og Blackstone (CSFB-konsortiet), når vi kom med nogle projekter, som var fornuftige, så kunne vi også få dem igennem, selv om det tog mere end tre år – dette kan være da jeg specielt har arbejdet meget med produktionen hvor der ofte kræves nogle investeringer som ikke altid betales tilbage på under tre år. Synlighed Der var også en personlig kontakt, man havde mødt dem og havde talt med dem samt var involveret også i forbindelse med due diligence projekter.
MRB	I første omgang handlede	De var jo sammen altid. Så	Til sidste lavede man... man	Synlighed

	det om at afdække, hvilken virksomhed, de havde købt. <i>Så den var mere monitorerende, altså overvågende?</i> I starten, og så diskuterede man, om man kunne sælge produkter fra, hvilke partnerskaber kunne man lave.	rejste de sammen. Når de her Top 50 var sammen, så var der også formanden for bestyrelsen osv. Altså, jeg har indtryk af, at de var meget i kontakt med hinanden på den ene og på den anden og på den tredje måde. Altså, de kunne lige så godt have været ét.	satte igen og igen McKinsey ind for at finde ud af, hvor man kunne spare noget. Og hvor man kunne lave tingene smartere og så skulle man outsource. Vi var blevet gjort lean, til sidst blev vi anorektiske. Folk, de knoklede. Jeg havde det også svært med, at der var ret mange mennesker, der endte op med at blive fyret, som jeg ikke mener var nogen rigtig beslutning.	Vores gamle ledelse delte aldrig nogensinde sin strategi med virksomheden. I hvert fald var det kun med topledelsen. ... <i>Kunne du mærke forskel på, om de var ejet af CSFB eller Nordic Capital i den kultur, de udstrålede?</i> Nej. <i>Nu sagde du jo, at Thompson Dean måske var sådan lidt mere...</i> Nå jo, men han kom jo aldrig i nærheden af medarbejderne. Så det var ikke noget, der påvirkede længere nede. Kortsigtet og profitorienteret Nordic Capital havde en meget, meget kortsigtet strategi og en meget, meget kortsigtet måde at drive virksomheden på. Nu er vi kommet ind i en research- og development- virksomhed, der har en af verdens bedste pipelines. ... Deres horisont er jo altid kort. Det handler om gevinstmaksimering, og få det til at se så godt ud. Vi havde pipelines, det ved jeg ikke, om jeg må sige... <i>Jo, men du må godt generalisere lidt om det.</i> Vi havde jo projekter, man havde udviklet på, som vi havde fået kliniske resultater tilbage på, at dette her ikke går. Der er ikke noget i det. Så satte man ting på hold, man lukkede det ikke. Fordi så fremgik de jo stadig af pipe-linen Forskelle mellem kapitalfonde <i>Hvad var de væsentligste forskelle i Toni Weitzbergs og Thompson Deans roller som bestyrelsesformænd?</i> Toni Weitzberg er skandinavisk i sin personlighedsstruktur og måde at tænke på. <i>Hvordan kom det til udtryk?</i> At han ønskede medarbejderrepræsentation. At han var interesseret i organisationen og virksomheden som sådan. <i>Og Thompson Dean?</i> Han var ikke interesseret i, hvad medarbejderne mente, eller om vi havde det godt. Vi skulle bare være taknemmelige over at have
--	---	---	---	--

				et job. Altså, he couldn't care.
--	--	--	--	----------------------------------

E.6.3. Aktiv involvering

På hvilke områder involverer kapitalfondene sig direkte uden om direktionen?

Person	Finansiering	Køb og salg af virksomheder	Egne initiativer	Finde den rigtige CEO
KF1	<i>Hvem var det, der forhandlede konditioner med bankerne?</i> Jeg kan ikke huske, hvem det var i første omgang, jeg tror det var Fredrik Strömholm i 1999. Efter det var det Kristoffer Melinder og Jonas Agnblad. ... <i>2010 var I jo tæt på at bryde en covenant, ikke?</i> Jo, jeg tror oven i købet, at vi brød den, men jeg er ikke sikker. Men det var i hvert fald tæt på. Men der gjorde vi noget ved finansieringen. Vi ændrede på strukturen, og på den måde fik vi fortsat fleksibilitet til at gøre, hvad vi ville. Vi foretog jo også køb i den periode. ...	<i>Når I købte og solgte virksomheder, var det noget som direktionen gjorde, eller var Nordic Capital og du involveret i det?</i> Nordic Capital var meget involveret i det. <i>Det vil sige, at hver gang, der blev købt et selskab, så var de med?</i> Ja. <i>Var de også involveret i det, når der blev indlicensieret?</i> Nej, ikke på den måde, så var det mere via bestyrelsen. Så var det selskabet, der kørte forhandlingerne.	<i>Var der nogle initiativer, som I tog selv, som ikke kom fra direktionen? Kan du pege på noget der. Eller var det mere sådan, at I tog stilling til ting, som direktionen kom med?</i> Nej, det var både og. Jeg forsøger at huske på eksempler, men jeg vil sige, at det var både og. <i>Kom du f. eks. med nogle konkrete eksempler på at købe nogle selskaber eller indlicensere nogle produkter?</i> Nej, ikke indlicensering af produkter. ... <i>Du kan ikke sige konkret, at I kom fra Nordic Capitals side eller fra bestyrelsens side med de og de initiativer direkte?</i> Nej, jeg vil sige at Altana-købet, det var ikke noget, direktionen fandt på. Det var noget, der dukkede op, fordi ejerfamilien ville sælge og ikke kunne finde en industriel køber. Den proces drev vi nok mere end ledelsen til at starte med.	
KF2	<i>What kinds of decisions were taken directly by the PE firms?</i> In every large acquisition. As you know, one of the transforming events of Nycomed was the acquisition of Altana, and that quite grew the size of the company. That was obviously a decision that had direct ... not only did we make that decision or support managements recommendation to make that decision, but we conducted the due diligence, the financial engineering to make it possible, we injected additional equity to make it possible. So for a large acquisition like that we were directly involved. <i>So when we are talking about capital structure and large acquisitions, these are decisions, which are taken directly by the Private Equity firm?</i> Correct. And also large capital investments to expand facilities or to build sales forces.			
BES	<i>Når det handlede om kapital og finans, så var det vel kapitalfondene, der suverænt besluttede?</i> Ja, det var det.			
CEO	<i>Hvem førte forhandlingerne med bankerne, var det dig?</i> Nej, det var ikke mig, der har jeg ikke min kompetence. Jeg er jo ikke...Det var jo kapitalfondene og Runar og i høj grad også Christian			<i>Det er jo interessant, fordi de fleste, jeg har talt med, synes jo, at kapitalfonden skal fokusere på det finansielle. Det vigtigste er, at de ansætter den rigtige til at...</i> Det er vel i og for sig korrekt. Men det gælder jo

	Seidelin. Det var dem, der gjorde det. <i>I have jo også en person fra Nordic Capital siddende i London, som var involveret i det med banklånene.</i> Mark Bulmer, ja. Han var jo med hele tiden. Han var en vældig vigtig person fra kapitalfondenes side, når det gjaldt forhandlinger. <i>Var han den, der forhandlede med bankerne?</i> Det var ikke sådan, at det var en enkelt person, men han havde en vigtig rolle i forhandlingerne, absolut. Hans rolle på Nordic Capital er jo kun at arbejde med bankerne. Han arbejder jo ikke med andet. Når nogen kommer med en ide, så arbejder han med finansieringen. ... <i>Var der nogle beslutninger, som de træf suverænt?</i> Det kan der have været på den finansielle side. Det kan jeg ikke udelukke. <i>F. eks. den der Payment-in-Kind note?</i> Det var i hvert fald ikke noget, hvor jeg havde et stærkt synspunkt. Det fik Runar og Christian Seidelin afstemt med kapitalfondene. Der er ikke mit kompetenceområde.			også om at gøre de rigtige forretninger. Og det er det jo noget nemmere, hvis man kan noget industrielt, når man gør forretningen. Har man gjort en dårlig forretning hjælper det jo ikke meget, at man har en god CEO.
CFO	<i>Hvilke typer beslutninger blev truffet direkte af kapitalfonden, hvor den daglige ledelse havde <u>lidt</u> indflydelse.</i> Du kommer selv med et eksempel, PIK-noten. Der var vi relativt kritiske, så der var det ligesom bordet fanger. Så det var et eksempel. <i>Hele finansieringssiden, det var kapitalfonden, der traf de grundlæggende beslutninger?</i> Ja, det kan du sige, det var det. Vi fik større og større indflydelse efterhånden. Når de lærte os at kende, så blev vi også brugt mere som samtalepartner.		<i>Hvad var kapitalfondens væsentligste egne initiativer i ejerperioden?</i> Nu bliver jeg dig svar skyldig. Det er også et svar. Ja.	
COF	<i>Hvad tror du var baggrunden for, at man lavede den struktur?</i> Jamen, jeg tror det var, som sagt, en manglende forståelse er nok ikke det rigtige ord, men en manglende tro på, at vi reelt set som Nycomed reelt kunne løfte en anden finansiering igennem i det skandinaviske marked. Men		Jeg kan give et lille eksempel. Alle vores forsikringer ... da vi lige pludseligt blev ejet af CSFB-konsortiet, så lagde de krav på, at det skulle køre via en specifik udbyder af forsikringer. Det var ikke nødvendigvis noget, der var givtigt for Nycomed. Det virkede lidt som om, de ikke troede på, at vi kunne selv, for at sige det lige ud.	

det beviste vi så et år efter, at de var kommet ind, at vi faktisk kunne refinansiere det hele. ... <i>Men blev I i finansafdelingen ikke taget med på råd omkring den struktur?</i> Jo, vi havde lange diskussioner omkring det, om hvorvidt det var den rigtige måde at gøre det på. Jeg tror også, at man fra CSFB havde et ønske om at vise markedet, at man kunne udstede PIK-notes. <i>Tror du, at det var lige så meget en markedstest, som det var...?</i> Ja, det tror jeg. Det var en markedstest, det var en markedsføring af selskabet også, det kunne man godt gøre på det pågældende tidspunkt. ... Det vi så gjorde, er år efter at de var kommet på banen, der var vi ude og undersøge det skandinaviske marked. Håkan og jeg turede rundt til dem, som stod os meget nær. Dem kan vi så tælle på to hænder. Så har vi de banker, som kunne og ville hjælpe os. Der viste vi jo så faktisk over for dem, at en refinansiering var det rigtige, og vi kunne have finansieret både vores seniorfacilitet plus PIK-note under en samlet finansiering. ... <i>I CSFB-perioden, der var den væsentligste forskel, det var den der PIK-note, som fordyrede Jeres finansieringsomkostninger, og det siger du, det var så primært, fordi CSFB måske ikke havde mod på at prøve en traditionel struktur af?</i> Ja, hvis man skal sige det meget konstant, så tror jeg ikke, de troede på, at det kunne lade sig gøre. Og vi forsøgte aldrig nogensinde, om det egentlig kunne lade sig gøre. Men det viste vi så senere hen fra selskabets side, at det kunne vi godt have gjort. ... <i>Hvem førte forhandlingerne med, hhv. holdt kontakten til bankerne?</i> Forhandlingerne er et samspil mellem selskabet og kapitalfonden. I den senere tid, hvor Mark	... <i>Hvad var kapitalfondens væsentligste egeninitiativer så i ejerperioden?</i> Ja, og den har jeg siddet og kigget på rigtig, rigtig mange gange. I begyndelsen, de førte tre år, hvor Nordic kommer ind, Nordic tager så Håkan ind, og skaber en helt ny ledelse og skaber en helt ny kultur for selskabet. <i>Der kan man sige, det første var drevet af kapitalfonden, i sagens natur, og de efterfølgende er vel så mere direktionsdrevne?</i> Ja, det kan man sige. <i>Men du kan ikke påpege, i anden og tredje periode, at kapitalfonde havde nogle væsentlige egne initiativer?</i> Nej, det kan jeg ikke. ... <i>Var købet af Altana et direktions- eller et kapitalfondsinitiativ?</i> Det var en kombination.	
--	--	--

	Bulmer repræsenterede Nordic Capital på hele finansieringssiden, der sad han og jeg til forhandlinger med de forskellige banker. Den efterfølgende diskussion og opfølgning og kommunikation til banker for så vidt angår Nycomed, det kom kun fra Nycomed, det kom ikke fra selskabet (kapitalfonden). ... Kapitalfondene er jo typisk med i finansieringen. Det er jo noget af det, de gerne vil, det er noget af det, de kan, og der er jo der, hvor de har alle deres regnedrenge, som kan sidde og regne på kryds og tværs, frem og tilbage. Kapitalfondene er typisk ikke storspillere på områder omkring større produktudviklingsprojekter, som man kører i farma. <i>Sådan noget med indlicensing, det var de heller ikke...?</i> Nej, hvis det kommer over et vist niveau, så er de med, pga. størrelsen synes de skal have en eller anden...			
PRO			<i>Kom der nogle initiativer fra kapitalfondene i perioden, direkte?</i> Nej, det var mere, at vi skulle kigge på nogle due diligences og hjælpe dem med det.	
BANK	Og så refinansierer vi den i 2005, 4-5 banker lavede en nordisk club dengang, SEB, DnB Nord og os og FIH, tror jeg det var. Nykredit var vist også med. ... Vi var agent, og vi havde otte mand siddende i vores agentfunktion, der kun lavede Nycomed. Der var så meget handel i de sekundære transaktioner. Nu var den jo meget speciel, fordi Altana havde jo et specielt produkt, der hed Pantoprazole, som løb ud i 12-13 eller 11-12. Og det var jo en cash cow uden lige, men betød også, at virksomhedens produktmix ændrede sig markant i det øjeblik, patentet udløb. <i>Hvordan tog I hensyn til det forventede fald i cash flow?</i> Det gjorde vi ved at lægge finansieringen, så du skulle afdrage så meget som overhovedet muligt, mens cash flowet var stærkt. Det lykkedes selskabet i perioden. Men så opstod der jo løbende nogle			

muligheder. Der var væsentlige amendments i lånedokumentationen, så at sige hvert eneste år. Fordi hele tiden opstod der nogle nye muligheder, som man prøvede at udnytte fra Nycomed's side af forskellig kaliber. <i>Altså opkøbsmuligheder og indicensering?</i> Ja, opkøb og nye produkter og hvor man ændrede produktionen, købte sig nogle nye markeder. Man købte noget i USA, skin care og sådan noget. <i>Men i alle de tre perioder, der var det primært Nycomed, I førte forhandlinger med, og ikke med de respektive...</i> Det var Nycomed, som var principalen, men vi havde en tæt dialog med Nordic Capital hele tiden, som ligesom var den finansieringsmæssige ... Kristoffer Melinder var der som partner, men SEB havde en finansieringsgut, der kendte det her selskab rigtig godt, som hed Mark Bulmer. Og han blev så på et tidspunkt i 8 købt over af Nordic og var med til at etablere Nordics finansfunktion. Så lige pludselig var det Mark Bulmer, som var forhandlingsmodparten. ... Ja, de lavede en finansfunktion i Nordic, der skulle håndtere fondens finansieringsbehov, det var der flere andre, der gjorde på det tidspunkt. Den skulle ligesom være den professionelle modpart over for bankerne omkring dokumentationen. Så efter 7-8 stykker (2007-8), så var det deres finansfunktion, ud over Kristoffer Melinder, vi snakkede med. ... Jamen, Seidelin kørte primært waiverne og forhandlingerne omkring struktur behov og juraen i det der, mens kapitalfondene selvfølgelig tog de principielle diskussioner om, hvad for en konstruktion, man nu skulle vælge. Baseret selvfølgelig også på indspark fra Christian Seidelin. Så han spillede en væsentlig rolle dér, Runar (Bjørklund) selvfølgelig også. Og selvfølgelig også			
--	--	--	--

	Håkan (Björklund). Det var et fantastisk team. Vi så dem ufatteligt meget på det tidspunkt. Vi var sammen med dem hver måned, vil jeg tro.			
--	--	--	--	--

E.6.4. Betydning af kapitalfondens urgency Hvilken betydning har kapitalfondens aktive involvering for opnåelsen af de strategiske mål?				
Person	Stærk CEO	Modet til at træffe beslutninger	Pres på medarbejderne	Andet
KF1				Hurtig omsætning Synes du ikke, at 12 års urgency har været for meget for Nycomed? Har det ikke stresset virksomheden meget på nogle punkter? Jeg synes det ikke. Jeg ved ikke, hvad Håkan siger, men jeg oplevede ikke, at han havde planer, som var så stressede. Jeg tror, at den store forskel mellem kapitalfonde og andre ejerformer, fx offentligt eller institutionelt ejerskab, det er mere, at beslutningshastigheden er meget hurtigere i Private Equity. Vi er jo som ejere mere involverede end AP-fonden eller et forsikringsselskab. Der bliver mere pres på ledelsen til at levere according to plan.
KF2	We thought Håkan was a very talented executive, we thought the company had a very strong base of good products. That we could help accelerate taking those products and then using the cash flow of those products to build up more products with the inlicensing strategy to build the company into a Pan European presence, and then to a more aggressive launch of emerging markets. That was our core investment thesis, when we first bought the business. ... <i>Would you say that Håkan Björklund had more influence on Nycomed than CEOs in Private Equity owned companies normally do?</i> Well, by the tenth year, when we had grown the company from a billion dollar company to a ten billion dollar company, yes, for sure. I think that's a function of sustained good performance over a decade. As you have sustained			

	performance and you are making people 3, 4, 5, 6, 7 times their money and you are executing your strategy as you have outlined and you are achieving the numbers as you have budgeted, you get more and more confidence from your owners. That's not unique.			
BES	<i>Men selve udviklingen af virksomheden, hvad for en retning den skulle gå, var det noget, der var udtænkt primært af Håkan, eller blev det udtænkt primært af kapitalfondene?</i> Det var Håkan. <i>Det vil sige, det var også ham, der udviklede hele Nycomeds strategi?</i> Absolut. Håkan var vældig eksekutiv og var arkitekten bag væksten gennem køb og indlicenseringer. <i>Det var så typisk Håkan Björklund, der forelagde ting i bestyrelsen, og bestyrelsen, der på baggrund af hans initiativer sagde ja eller nej?</i> Ja. ... <i>Hvad er din forklaring på, at det lykkedes så godt med integrationen af Altana?</i> Det findes der kun én forklaring på, det er Håkan Björklund. Han lykkedes enormt, han var vældig vellidt, også blandt Altana-ansatte, hvilket er usædvanligt. <i>Så en meget stor del af forklaringen på Nycomeds succes, det er Håkan Björklund, simpelt hen?</i> Det er en meget stor del.			
CEO	<i>Men jeg kan forstå, at du har været en væsentligere drivere i hele processen, end kapitalfondene har, for de har købt sig ind på din strategi?</i> Jo, det er klart, jeg har jo været der hele tiden. De er jo kommet og gået. Jeg har jo været der i tolv år, så det er klart, at mod slutningen var jeg ikke bare en almindelig CEO i et kapitalfondsejet selskab. ... <i>Hvordan kom Takeda overhovedet ind i billedet?</i> De sendte mig en e-mail, deres head of business development, som jeg havde mødt i anden sammenhæng, da hun var på Millenium. Og hun ville træffe mig sammen med	Det tror jeg ikke. <i>På grund af manglende beslutsomhed?</i> Fordi det ikke var core business, fordi der skulle træffes ganske hårde beslutninger i Norge, som man ikke var sikre på, at man ville gøre. <i>Altså lukke fabrikkerne, simpelt hen?</i> Ja. Og desuden var Nycomed en del af en større virksomhed, som gik vældigt godt. Og så får du ikke samme sense of urgency.		Rigtig ejer Ville direktionen have kunnet gennemføre sine planer uden kapitalfondens "urgency"? Det tror jeg ikke. Hvis Nycomed var blevet hos Amersham havde man ikke kunnet gennemføre de forandringer, der krævedes.

	deres internationale chef for at diskutere forretningsmuligheder. <i>Er det ikke normalt bestyrelsesformanden, man kontakter.</i> Jo, men jeg var ikke en almindelig CEO. ... <i>Købet af Altana, var det dit initiativ?</i> Altana var jo til salg, og de ville ikke sælge til en kapitalfond, det havde de udtalt til aviserne. Vi kendte Altana ganske godt, eftersom vi havde pantoprazole på visse markeder. Så ringede Goldman Sachs, det var deres bank, til mig i februar og spørger, om vi var interesserede. Ja, det er vi. Så ringede de tilbage og sagde nej, de vil ikke sælges til en kapitalfond. Jeg undrede mig over, hvorfor de overhovedet ringede. Så ringede de til mig igen i juli og sagde, at nu taler vi med kapitalfonde. De kom til mig, de kom ikke til bestyrelsen.			
CFO	<i>Vil du sige, at Håkan Björklund havde større indflydelse på Nycomed end kapitalfondene, hvis du kigger over hele ejerperioden?</i> Ja, når det gælder driften og udviklingen af Nycomed, så vil jeg sige, at der er Håkan og, med en vis beskedenhed, resten af management.		<i>Men det er jo alligevel i 12 år, at I har skullet have hurtige forandringer igennem hele tiden. Det er jo forskellige kapitalfonde. Så det har ikke været stressende?</i> Om det har været stressende? Jo, vist har det været stressende. Man går jo ikke på arbejde for at sove.	Rigtig ejer Det var en lille del af det gamle Nycomed. På det tidspunkt var vi ejede af Amersham, en stor engelsk koncern. Og Nycomed Pharma var jo, som jeg kaldte det, the ugly duckling. Der var jo ingen, der brød sig om den, og vi var et stedbarn i den store familie. Og så fik vi nogle ejere, som ville bruges os som platform til at bygge et europæisk farmaselskab. Det er klart, der var en helt anden attention og en helt anden tilgang til at hjælpe os med at udvikle selskabet. Tilstedeværelse <i>Vil du sige, at Håkan Björklund havde større indflydelse på Nycomed end kapitalfondene, hvis du kigger over hele ejerperioden?</i> Ja, når det gælder driften og udviklingen af Nycomed, så vil jeg sige, at der er Håkan og, med en vis beskedenhed, resten af management.
COF	<i>Ville direktionen kunne have gennemført sine planer uden kapitalfondens "urgency"?</i> <i>Sagt på en anden måde, var det kapitalfondene, der drev hastigheden i</i>	<i>CSFB-konsortiet fik en betydelig gevinst ved at eje Nycomed i 28 måneder. I hvilket omfang mener du, at det skyldtes aktivt ejerskab hhv. timing?</i> Det er både og. Altså		

	<i>arbejdet.</i> Arh, altså en god kombination mellem kapitalfonden og Håkan. Nycomed var ikke blevet den succes, hvis ikke Håkan havde været der. Nu skal jeg ikke sidde og pudse hans glorie, men der er ingen tvivl om, at han er ensbetydende med succes i så stor en udstrækning, at jeg tror de færreste forstår, hvor han egentlig har gjort for selskabet. Han har været superdygtig til at drive selskabet, han var superdygtig i sin tilgang til industrien, og så har han været supergod til at holde sammen. ... Han har en helt klar holdning til, at han vil gerne havde det i den retning. Så det kan være lidt svært at diskutere med ham engang imellem. Det kan også være meget hårdt at diskutere med ham engang imellem. <i>Sådan er det at have en stærk leder.</i> Men jeg har al respekt for manden. Og stod han der i morgen og sagde, nu samler vi teamet igen, så er jeg ret sikker på, at ud af de ti, han måske ville samle, så ville de ti sikkert sige yes. ... <i>Hvorfor tror du ikke, man kunne finde plads til sådan en som Håkan?</i> Jamen, han var ikke interesseret. <i>Han ville blive divisionschef?</i> Ja, men han ville have sit eget. Nu taler jeg for, hvad jeg tror. Og han har måske en helt anden holdning til det, når du møder ham i morgen og stiller ham de samme spørgsmål. Men Håkan ville ikke være nummer to. Altså, han ville være nummer ét, og det er ham, der styrer.	tingen var jo her, at de var parate til at gå med på de ekspansionsmuligheder, som vi så i Nycomed på det tidspunkt.		
PRO	<i>Det vil sige, at den gamle Nycomed-ånd, den har ikke fået lov til at overleve?</i> Den forsvinder nok. Men der er stadigvæk faktisk et stort ønske, også fra vores CEO Yasu Hasagawa at bevare den entreprenørånd, som blev købt, den var der megen fokus på ved overtagelsen. Den måde, vi gjorde tingene på, var meget anderledes, og man vil gerne beholde det, men	Når man taler med nogen fra den gamle ledelse i Altana, så siger de jo også, jamen det var jo et spørgsmål om tid. Så det vi gjorde, det skulle de selv have haft gjort. Mange syntes at de selv skulle have gjort dette i stedet for at sætte virksomheden til salg og lade nogle andre rydde op. Men for medarbejderne var det slemt.		

	det er ikke så nemt i praksis,			
MRB			Til sidste lavede man... man satte igen og igen McKinsey ind for at finde ud af, hvor man kunne spare noget. Og hvor man kunne lave tingene smartere og så skulle man outsource. Vi var blevet gjort lean, til sidst blev vi anorektiske. Folk, de knoklede. Jeg havde det også svært med, at der var ret mange mennesker, der endte op med at blive fyret, som jeg ikke mener var nogen rigtig beslutning. ... Altså, nu har jeg jo ikke selv siddet med det, men jeg kan høre, når man går ind diskuterer på tværs af landegrænser i Takeda nu. Hvad er det for nogle ressourcer, vi skal have, vi skriger på at få ressourcer, fordi folk de er ved at være fuldstændigt strest out. ... Altså, jeg synes, at det havde været en smuk, smuk gesture, på grund af, at de tjente så mange penge, hvis man bare havde givet – der var så mange medarbejdere, der knoklede, vi knoklede nede i organisationen, og de fik intet ud af det. ... I og med, at de alle sammen havde det her kapitalfonds-kortsigtede view på tingene, så handlede det jo hele tiden om, hvordan du kunne squeeze organisationen mere og mere, og hvordan du kunne få folk til at løbe stærkere og stærkere og gøre tingene smartere. ... Det blev lagt for meget pres. Der blev lagt pres på en måde, at man fjernede grundlaget for vedligeholdelse af vejene. Du fjernet grundlagt for at bygge langtidsholdbare løsninger. <i>Hvordan tror du, Nycomed ville have været i dag uden det pres?</i> Jamen, jeg mener ikke man skal være helt uden det. For du skal også have nogle ambitiøse mål. Det tror jeg er vigtigt for den organisation, der får folk til at være motiverede. Den type medarbejdere, som vi	Rigtig ejer Den ejer, vi havde, havde ikke fokus på farma. De havde fokus på den anden del af forretningen. Og så endte vi op med at have nogle ejere, der havde en professionel måde at gå ind og lave tingene lean. Så kan man have en holdning til den strategi, de ligger for dagen. Men måden det bliver udført på og den professionalisme, der også kommer ind i det med de mennesker, der bliver sat ind i det, den kan man ikke klage over. ... Jeg havde da stor respekt for deres kunnen. De <u>har</u> professionalisme. Det <u>har</u> været en god ide for Nycomed at være ejet af en kapitalfond. Altså, vi var meget, meget, meget bedre tjent med dem i rigtig lang tid.

			gerne vil have. Men der er bare også en eller anden grænse.	
--	--	--	---	--

E.7. Specialisering

E.7.1. Kapitalfondenes industrielle kompetencer			
Hvorledes bidrager kapitalfondene med industriel kompetence?			
Person	Kapitalfondens egne industrielle kompetencer	Bestyrelsens industrielle kompetence	Overraskelser
KF1	<i>Hvis vi nu kigger på Nordic Capital, var der så andre end dig, som havde industrielle kompetencer i medicinalindustrien?</i> Nej. ... <i>Matchede dine kompetencer Håkans?</i> <i>Det må de jo så gøre, når I havde den samme baggrund?</i> Ja, vi havde næsten samme baggrund. Han startede i medicinalindustrien på forskningssiden. Håkan er jo uddannet læge og disputeret forsker. Håkan kan jo forskning meget mere, end jeg kan. <i>Så han er mere specialist på det område?</i> Ja, det må man vel sige, selv om han også har arbejdet meget med kommercielle ting. Men hvis du skal sammenligne vores kompetencer, så tror jeg at jeg havde mere marketing. <i>Du havde mere kommerciel, og han havde mere forskning?</i> Ja, men en stor del af hans tid på Astra var han jo en marketing og commercial guy. Jeg er skal ikke sige, at jeg er bedre på det området, det var ikke sådan jeg mente det. <i>Jeg forstår, I har forskellige udgangspunkter.</i> Ja, han har nemmere ved at forstå R&D-issues, end jeg måske har. Jeg har mere erfaring inden for global marketing.	<i>Hvis vi så går frem til den anden periode, hvem ville du sige var de vigtigste industrialister i bestyrelsen?</i> Det var jo nok mig selv. <i>Ud over dig, selvfølgelig?</i> Jeg vil ikke fremhæve mig selv, men jeg var jo formand i hele perioden og jeg havde mere en industribaggrund end en private equity baggrund fra starten. Nu har jeg snart være i private equity i 14 år, så nu har jeg snart været lige så langt tid i private equity som i farma. Men jeg har jo arbejdet næsten 20 år i farma. De, som havde en industriel erfaring i vores ejerperiode, det var mig selv, og C. G. Johansson. ... <i>Matchede dine kompetencer Håkans?</i> <i>Det må de jo så gøre, når I havde den samme baggrund?</i> Ja, vi havde næsten samme baggrund. Han startede i medicinalindustrien på forskningssiden. Håkan er jo uddannet læge og disputeret forsker. Håkan kan jo forskning meget mere, end jeg kan. <i>Så han er mere specialist på det område?</i> Ja, det må man vel sige, selv om han også har arbejdet meget med kommercielle ting. Men hvis du skal sammenligne vores kompetencer, så tror jeg at jeg havde mere marketing. <i>Du havde mere kommerciel, og han havde mere forskning?</i> Ja, men en stor del af hans tid på Astra var han jo en marketing og commercial guy. Jeg er skal ikke sige, at jeg er bedre på det området, det var ikke sådan jeg mente det. <i>Jeg forstår, I har forskellige udgangspunkter.</i> Ja, han har nemmere ved at forstå R&D-issues, end jeg måske har. Jeg har mere erfaring inden for global marketing.	
KF2	<i>Why did you in the first place find Nycomed an interesting investment?</i> Prior to the acquisition of Nycomed our firm had a concentration in health care where we had been working with industry executives, that had recently left the industry, and having them helping us identify interesting opportunities in the specialty pharma and the medical device space. We had had, prior to this deal, some very successful investments in companies	<i>I looked at the list of the Nycomed's Board of Directors, and I can see that you had Avinash Kenkare, Javed Khan and Aleksander Erdeljan on board. Are they some of the persons you are talking about?</i> No, not Javed. Javed was a professional working for me. Aleksander Erdekljan was exactly one of those. Avinash concentrated in health care, but Aleks Erdeljan was the former CEO of RP Scherer, so he	

	like Charles River Labs, Warner Chilcott and medical device companies McGaw and Ivac. So we had a group of industry experts comprising of ex-CEOs we consulted and that especially on our Private Equity fund ... My background point is that DLJ Merchant Banking had a specialization in health care and we were looking for specialty pharma companies and we had a good team and a good track record. So when the Nycomed opportunity surfaced we rapidly created an investment thesis in close collaboration with Håkan Björklund, the then CEO, which was that we could take a company, that was predominantly a Scandinavian based pharma specialty company, and through a more aggressive strategy on inlicensing and acquisitions, we could build that company into a Pan European business and ultimately into an emerging markets business.	was an industry executive, an ex-CEO. And Bill Steere from Pfizer he was also engaged in the board some way. I don't know if he was formally a member of the board of Nycomed, but as far as I understand he was at some of the board meetings? Yes, he was, that's correct. ... <i>If you look at your role and Toni Weitzberg's role as chairmen. Toni Weitzberg came directly from the pharmaceutical industry and I guess your skills are first of all in the financial markets. What did you do to compensate for this difference? I guess you have been more dependent on advise from others in the industrial area and he, on the other hand, has been more dependent on other people in the financial area. Am I right?</i> I think you try to make a too big distinction. I probably served on 25 boards in the last decade and in the background made decisions affecting another 50 companies. Probably 10 or 15 of those have been health care related. Being a good board member and understanding good business practice ... you obviously have to have a deep understanding of the company and the industry the company is in. You don't necessarily have to have worked in that industry for 20 years to be a good board member and decision maker. <i>When Nordic Capital returned in the driver's seat, what change did that have for you? Was it an advantage to have Toni Weitzberg back again? Did you take a more passive role after that?</i> No, we didn't do, it was still a very large investment for us. No, we didn't take a more passive role. I would say, not much changed other than, of course, we had to be more collaborative. Which was okay, because we had a lot of confidence on Toni and the Nordic team. So we had to do things in a joint basis. <i>Is it different to work together with a Nordic Private Equity house compared to an American? Do you see any other flavours or is it exactly the same?</i> I wouldn't care to raise a difference being cultural, it's more individual. Each individual is different. Two different American Private Equity guys might have very, very different personalities and approaches. One might be very easy to work with; one might be very difficult to work with. Similarly in European or Scandinavian ... I would say that the Nordic team, universally, was very easy to work with. We shared a common vision, we shared respectfully each other's decision making and each other's interest. So I think we worked really, really well and	
--	---	--	--

		in fact we have went on to work well in another big deal, called Computec, where we and Nordic are together. I think it's trying to reach to big a generalisation to make a conclusion about a Nordic Private Equity guy versus an American Private Equity guy. <i>That is what research is about, trying to generalise. So that's the reason, I am trying to find some patterns. _</i>	
BES	<i>Hvordan tilførte kapitalfonden som sådan industriel kompetence? Var det kun via de bestyrelsesmedlemmer, de udpegede?</i> Ja, det var det vel. Men samtidigt, som jeg sagde, jo mere man kan, jo mere man forstår, desto lettere er det at stille nye spørgsmål, og så bliver det også mere interessant for bestyrelsesmedlemmerne. De indhentede sikkert viden fra andre kilder end bestyrelsesmoderne. De havde vel andre kolleger og læste aviser, så de blev mere og mere vidende. ... <i>Var der stor forskel på den industrielle forståelse mellem Nordic Capital og DLJ?</i> Ja, det var der, specielt i begyndelsen, men det udjævnedes efterhånden.	I begyndelsen havde ejernes repræsentanter desuden meget lidt viden om medicinalindustrien. Men det blev bedre med årene. De blev uddannede, vel i første omgang af Håkan og mig. Men også Toni Weitzberg havde jo egen brancheerfaring from Pharmacia. ... <i>Er der ikke stor forskel på at have operationel erfaring og bestyrelseserfaring?</i> Jo, der er stor forskel. Og der havde Toni en vis fordel. Han havde arbejdet et antal år, måske ikke så mange, i medicinalindustrien, i Pharmacia. Men Tom Dean lærte det også efterhånden, og der var stor forskel hen imod slutningen i forhold til første gang, jeg tráf ham. ... <i>Men i første omgang havde du også Blackstone med inde. Havde de en rolle i bestyrelsen? De havde jo Aleksander Erdeljan, han var udpeget af Blackstone, ikke?</i> Han var med, ja. <i>Han er tidligere CEO for RP Scherer. Havde han stor faglig kompetence?</i> Ja, jeg husker ham ikke så godt, men han var en vældig flink mand. Han bidrog også positivt til bestyrelsesarbejdet, husker jeg. Men han var ikke med så længe. <i>Var han mere finansielt eller industrielt orienteret?</i> Han var nok mere finansielt interesseret. <i>Det er jo meget typisk med amerikanske CEOs, at de generelt er mere finansielt orienterede?</i> Ja, sådan er det. <i>Avinash Kenkare, kan du huske ham?</i> Nej. <i>Så var der Bill Steere, han var jo også med på et tidspunkt.</i> Ja, Bill kender jeg, javist. Han var jo med i en kortere periode. <i>Men var han aktiv i bestyrelsen?</i> Han var med i bestyrelsen som ... hvad kaldes det ... han var ikke formelt bestyrelsesmedlem, jeg husker ikke hvilken titel, han havde. Han var der som en slags adviser. <i>Kan du huske, hvor mange møder, han var med på?</i> Måske på 4-5 møder. <i>Bidrog han aktivt til det industrielle, eller var han også mere finansielt orienteret?</i> Nej, han var mere aktiv på det operationelle. Han havde jo en enorm	

		erfaring. ... <i>På hvilket detailniveau monitorerede kapitalfonden Nycomed, hvor meget gik de i detaljer med udviklingen i de enkelte produkter og markeder?</i> Ikke så meget, fordi de havde jo ikke rigtig nogen viden om det. Det handlede mest om at analysere tal fra økonomiske rapporter. Desværre synes Håkan og jeg, at det tog lidt for meget overhånd. <i>Det vil sige, at hver gang der blev diskuteret indlicensering af produkter, der var det dig og Håkan primært?</i> Ja, det var det, og delvist Toni. <i>I tre var de primære industrielle drivere efter 2005?</i> Ja, det var vi. ... <i>Men kapitalfondene som sådan, udover Toni som bestyrelsesformand, involverede de sig i branchespecifikke spørgsmål?</i> Ja, efterhånden gjorde de det. Som jeg tidligere nævnte, forstod de mere og mere om virksomheden og havde også flere synspunkter, så de kunne begynde at stille spørgsmål i hvert fald, så det blev bedre på det område. På den anden side, jo nærmere vi kom en exit, så kom der igen overvægt på diskussioner om, hvordan vi skulle køre virksomheden finansielt og kapitalmæssigt. Der er ingen tvivl om, hvor den centrale interesse ligger hos kapitalfondene. ... <i>Hvis du nu skulle pege på et af bestyrelsesmedlemmerne, udover dig og Toni, som gav et stort bidrag på det industrielle område, hvem skulle det så være?</i> Jeg tror jeg vil svare Tom Dean, til sidst. I de sidste år bidrog han også stærkt. Han og Håkan Björklund havde et godt forhold til hinanden, det samme gjaldt Toni og Tom Dean.	
CEO	... <i>Men det er jo en kompliceret industri?</i> Jo, men det var ikke sådan, at jeg diskutererede forskningsprojekter med ham. <i>Men det må da alligevel være anderledes for dig at diskutere med Toni Weitzberg, som kender...</i> En lille smule, men Tom lærte hurtigt. ... <i>Kan man sige, at Nordic Capital eller CSFB tilførte nogen industriel kompetence som sådan?</i> Ja, det synes jeg de gjorde, absolut. Dels tilførte Toni det. Men de tilførte en generel industriel kompetence. Hvordan man driver en virksomhed effektivt. Ud over Toni var det måske ikke farma-specifikt, men generelt har de faktisk en høj kompetence. <i>Altså, sådan mere procesorienterede ting?</i> Ja, præcist.	Nej, der var ingen nævneværdig forskel i den måde, selskabet blev ledet på. Den største forskel var jo mere på det personlige plan. Toni Weitzberg havde jo betydelig medicinal-kompetence. Det havde Tom Dean, som var bestyrelsesformand, da CSFB kom ind, jo ikke. Så der er en forskel. Men andre forskelle var der ikke. Bestyrelsens industrielle interesse <i>Men når du diskuterede med Tom, så han var hans udgangspunkt jo hele tiden det finansielle.</i> Arh, det vil jeg ikke sige. Han var også interesseret i det industrielle. <i>Hvor lang tid tog det for ham at forstå det industrielle?</i> Det tog ikke langt tid.	

	<i>Men deres branchekendskab er jo ikke specielt godt?</i> Men Toni har det, og han tilførte det. ... <i>Var der forskel på den industrielle forståelse i henholdsvis Nordic Capital og CSFB?</i> Ja, altså du kan sige, at Nordic havde større kompetence. Men hvad CSFB gjorde, det var at de indsatte et par personer i bestyrelsen på kort tid, som havde industriel kompetence.		
CFO	<i>Hvad var de væsentligste forskelle i Toni Weitzbergs og Tom Deans roller som bestyrelsesformænd?</i> Ingen. Det var to forskellige personer. <i>Jamen, det er jo også væsentligt. Hvad var forskellen i den måde, de ledte bestyrelsen på? De spørgsmål, de stillede og det, de fokuserede på?</i> De var relativt ens, du kan sige en Weitzberg er lidt mere forsigtig, mere omkostningsbevidst. Han stillede måske flere spørgsmål til mig, har vi styr på omkostningerne. En Tom Dean er også det, men måske mere amerikansk, mere aggressivt, skal vi dit og skal vi dat. <i>Der var vel også den forskel, at Toni Weitzberg er industrialist, farmamand, mens Tom Dean er mere financial?</i> Helt klart. Toni forstod mere de problemer, vi havde om produktsammensætning, og Tom havde mere erfaring, når det gjaldt finansiering. ... <i>Hvordan tilførte kapitalfondene industriel kompetence til Jer?</i> Det gjorde de jo først og fremmest gennem deres bestyrelsesmedlemmer. <i>Det gjorde de ikke direkte, f. eks. Strömholm eller Melinder, de tilførte ikke direkte noget?</i> Ikke direkte industriel kompetence, men på andre områder, som det finansielle.	<i>I havde jo også nogle industrialister i bestyrelsen. F. eks. havde I som observatør Bill Steere fra Pfizer, og så havde I jo C. G. Johansson. C. G. Johansson var med, Bill Steere og Alex Erdeljan (tidligere CEO R. P. Scherer).</i> <i>Hvor kom han fra, den sidste?</i> Han kom via Blackstone. Han havde arbejdet i en farmavirksomhed i USA, som de havde valgt. Jeg husker ikke selskabet, det var et farmaselskab, som Blackstone har valgt. <i>Men de industrialister, som var repræsenteret i bestyrelsen, var de aktive deltagere i bestyrelsen?</i> Absolut. De var jo bragt ind af ... de kompenserede jo for den viden, Tom Dean og andre bankfolk ikke havde. Måske var de ikke lige så vigtige for en Toni Weitzberg, som for Tom Dean og andre. ... <i>Hvis vi kigger på bestyrelsesmedlemmerne, kan du huske nogle af de industrielle kompetencer, de havde, altså nogle specielt vigtige bidrag fra nogle af bestyrelsesmedlemmerne?</i> Det vigtigste bidrag for de industrielle er jo at sidde og have en mening på de indkomne forslag til indlicensing, indførelse af nye produkter og indtagelse af nye markeder. <i>Når det drejer sig om virksomhedsovertagelser, så var det ikke deres kompetence?</i> Nej, ikke på samme måde. Men indirekte havde de også kompetencer der. For der var en mængde produkter i de selskaber, vi ville overtage. Det var mere knyttet til produkter og markeder. C. G. Johanson, som havde boet i Brasilien, kendte jo hele Sydamerika. Så han brugte vi sådan set også til at få bekræftet over for de andre bestyrelsesmedlemmer, til at få en second opinion på det, management påstår. Og det kan også være en restrukturerer eller en ændring af en fabrik, når vi skulle nedlægge forskning. Bespareser tager lang tid, og kapitalfondene vil måske havde det hurtigere igennem. Så kan vi sige, nej, det er vanskeligt, og så hører man C. G., som kan bekræfte, at det tager tid at afvikle en fabrik.	<i>Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfonden mest, tror du, efter de overtog Jer?</i> Jeg tror, at alle mulige regulativer, det at få registreret et produkt i et land, tiden det tager at få prisgodkendelse... Derfor var det vel også godt at få Nordic Capital ind anden gang, fordi der havde I én, der kendte alle de der ting? Netop, men for Nordic, så var det også en læreperiode. Da de kom ind for anden gang, så havde de jo en helt anden kompetence til at overtage en farma-virksomhed.
COF	<i>Det er også derfor, jeg siger, det må have været nogle andre ting, der har været fokus på i hans periode, end det var i Toni Weitzbergs periode, ikke?</i>	I alle de bestyrelser, der har været i Nycomeds tur her, der har der været selvfølgelig repræsentanter fra kapitalfondene, typisk fokuseret på	<i>Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfondene mest efter overtagelsen af virksomheden? Kan du sige, at CSFB ... var der nogle</i>

	Jo, i den senere del af CSFB, hvor Tom Dean, kom ind...Tom Dean, som er meget fokuseret på, selvfølgelig, afkast og kapitalisering af selskabet. Det er det samme, når du taler med Toni Weitzberg, men han havde jo den finste, at han var farma-mand. Han kendte markedet, han vidste hvad der skete. Hvor Tom Dean jo slet ikke var specialist på det område i samme udstrækning som Toni Weitzberg. Og det var der ikke noget galt i. Tom Dean er en lynende intelligent person og har haft et fantastisk samarbejde... <i>Men det var bare nogle andre temaer, der blev diskuteret?</i> Ja, det har det nok været, men Tom Dean har jo også været meget åben og forstående over for de ting. Hver gang du diskuterer f. eks. større udviklingsprojekter, som af visse årsager, typisk pga. størrelse, skulle via bestyrelsen, så har Tom Dean en forretningsmæssig tilgang, hvor en Toni Weitzberg måske har mere fokus på det farma-mæssige i det, om det her nu kan lade sig gøre. ... Folk var glade, det var en god ting, og vi har altid haft det godt med Nordic Capital, helt klart. <i>Men det var også på grund af, at de var tættere på det industrielle, hvor CSFB var lidt mere finansielt orienteret?</i> Ja, helt klart. For sådan en som Håkan, som jo kommer fra farma-verdenen, så er det jo rart at have nogen specialister at tale med på det område også. ... <i>Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence? Gjorde den det?</i> Ja, det gjorde den jo specifikt i forbindelse med Nordic Capital. Fordi der har du Toni, som kunne det. Ellers, CSFB havde ikke decideret folk, som var branchekendte, om du vil. <i>Det vil sige, kapitalfondens industrielle kompetence, den matchede i hvert fald ikke den daglige ledelses?</i> Nej, det gjorde den ikke. ... <i>Jeg kan godt se, at Toni Weitzberg har i denne forbindelse en lidt speciel rolle.</i> Han har en meget speciel rolle, og der sad også andre i bestyrelsen igennem mange år, som havde en stor kompetence inden for industrien.	investering og return, og så har der været folk, som har haft en meget indgående forståelse af industrien. <i>Det har der været i alle tre perioder?</i> Ja, det har der. <i>Du kan ikke huske nogen navne?</i> Du har haft C. G.... Det kan Håkan også fortælle. Men der har siddet folk, altså Toni Weitzberg, som er jo er farma-mand. Det har siddet andre farma-folk med hele vejen. Rigtig, rigtig dygtige folk. Bestyrelsens industrielle interesse <i>Du siger sådan set, at CSFB var en lige så god ejer?</i> Ja, det synes jeg, men Tom Dean er også en exceptionel god person og var meget vidende, videbegærlig. Han sugede jo til sig af viden.	<i>forhold, hvor du kan sige, at sådan havde de ikke lige set branchen?</i> Det var jo lidt det, der overraskede os også. Det var så den udvikling, der skete på området omkring CIS. Den udvikling, der skete på basisbeholdningen i Nycomed, som vi jo ofte sad og diskuterede og havde meget svært ved at lægge vækstrater på. Jeg tror, det der principielt har overrasket mange, det er jo, at industrien bliver ved og ved og ved med at vækste. ... <i>Hvilke branchemæssige forhold overraskede kapitalfondene mest efter overtagelsen af virksomheden?</i> <i>Kan du sige, at CSFB ... var der nogle forhold, hvor du kan sige, at sådan havde de ikke lige set branchen?</i> Det var jo lidt det, der overraskede os også. Det var så den udvikling, der skete på området omkring CIS. Den udvikling, der skete på basisbeholdningen i Nycomed, som vi jo ofte sad og diskuterede og havde meget svært ved at lægge vækstrater på. Jeg tror, det der principielt har overrasket mange, det er jo, at industrien bliver ved og ved og ved med at vækste.
PRO	<i>Men synes du, der var forskel på den industrielle forståelse, som Nordic Capital udviste, og den som CSFB-konsortiet udviste. Havde de forskellige industrielle kompetencer?</i> Ikke som jeg har oplevet det. ... <i>Er det anderledes nu i Takeda?</i> Nej.	<i>Hvis du tager CSFB-perioden fra 2-5, kan du se nogen forandring der i den måde, man...</i> At CSFB arbejdede meget forskelligt frem for Nordic Capital? Nej, det synes jeg ikke. Men jeg er helt sikker på, at det forhold, der var til key-personerne i investorkredsen ... både hos Nordic og senere hos Blackstone	

	<i>Det er også tallene, de primært kigger på?</i> Ja. <i>Men de må da have langt mere industriel kompetence i sådan en virksomhed?</i> Det synes jeg ikke. Jeg er meget overrasket over kompetenceniveauet.	(CSFB-konsortiet) var godt og gjorde tingene nemmere, da de var orienteret om forretningen. Der var altid repræsentanter inviteret med, når vi havde managementmøder på tværs. ... Tom var med til mange af vores møder. <i>Han var jo ikke industrimand.</i> <i>Hvordan fik han sat sig ind i alt det der?</i> I bestyrelsen havde vi C. G. (Carl-Gustav Johansson), som kom fra industrien, som havde viden om den industri, de havde købt sig ind i. ... <i>Hvilke industrielle kompetencer havde de enkelte bestyrelsesmedlemmer, Kan du huske, hvem der sad i bestyrelsen i de enkelte perioder?</i> Nej, det kan jeg ikke. Men altså, Kristoffer og Jonas og Toni sad der jo. <i>Toni var den eneste, der havde industriel erfaring?</i> Ja, og C. G. ... <i>Så man kan heller ikke sige, at deres kompetencer matchede den daglige ledelse?</i> Det gjorde den til dels, for de tog nogen ind, som havde den kompetence	
MRB	<i>Hvorledes tilførte kapitalfonden virksomheden industriel kompetence?</i> Der gjorde nummer to kapitalfond jo det, at de satte nogle andre professionelle folk ind i bestyrelsen. <i>Så den industrielle kompetence kom via bestyrelsen?</i> Den kom via bestyrelsen, ja.		

E.7.2. Betydningen af kapitalfondenes industrielle kompetencer			
Hvilken betydning har det for virksomheden, at kapitalfonden besidder specifik industriel kompetence?			
Person	Betydning af kapitalfondens egne industrielle kompetencer	Betydning af bestyrelsens industrielle kompetencer	
KF1	Men forskellen på, om du arbejder med rådgivere, som du tager ind eksternt og du, som jeg, har egen viden ... det bliver en helt anden diskussion med ledelsen, end hvis du skal gå via en ekstern. ... <i>Mener du, at det bør forventes, at en kapitalfond har brancheekspertise, eller bør man generelt kunne forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Jeg synes, det er en fordel, at man har egen ekspertise. Men jeg taler ud fra mit eget udgangspunkt, men jeg synes, at jeg har set så mange eksempler, ikke bare i Nycomed, men også i andre investeringer, som vi har gjort inden for health care. Det er en styrke at have intern viden. Du kan stole mere på dig selv end på rådgivere.		
KF2		Being a good board member and understanding good business practice ... you obviously have to have a deep understanding of the company and the industry the company is in. You don't necessarily have to have worked in that industry for 20 years to be a good board member and decision maker.	
BES	<i>Mener du, at man skal forvente, at en kapitalfond har brancheekspertise, eller mener du, at kapitalfonden generelt skal forlade sig på direktionens ekspertise?</i> En blanding er altid godt. Det blev bedre og bedre i Nycomeds bestyrelse på det punkt. Men det er klart, at		

	deres kernekompetence skal være det finansielle, og det kommer det også altid til at være. Diskussionerne bliver bedre, hvis de har lidt forståelse for, hvad virksomheden handler om. Nu er der jo nogle kapitalfonde, for eksempel Avista og til dels også Nordic Capital, som har specialiseret sig i farma, de har jo virkelig gjort det centralt. <i>Mener du, at det er en god udvikling, eller mener du, at de tager meget indflydelse væk fra den daglige ledelse?</i> Nej, jeg synes det er en god udvikling. Bestyrelsesmøderne bliver mere effektive, hvis alle ved, hvad virksomheden handler om. <i>Hvis du tager et typisk bestyrelsesmøde, hvor mange procent af tiden brugte man på at diskutere brancherelevante ting, altså indlicensering og markedet og hvor meget brugte man på at diskutere det finansielle?</i> Over tiden, jeg var der i 8-10 år, jeg gætter på, at mindst to tredjedele af diskussionerne var brancherelaterede.	
CEO	<i>Fordi det har jo været diskuteret meget, om det vil give mening, at en kapitalfond specialiserer sig?</i> Det er jeg sikker på, at det gør. <i>Tror du det?</i> Det tror jeg. <i>Men betyder det så ikke, at deres investeringsunivers bliver meget indskrænket, plus at det betyder måske også, at kapitalfonden blander sig for meget i industrielle spørgsmål, som egentlig bør være direktionens domæne.</i> Hvis du kigger på Nordic Capital, så har de sagt, at de i princippet laver nordiske forretninger, undtagen på health care, hvor de kan agere world wide. Dermed kompenserer de jo for den branchemæssige indskrænkning, fordi man jo øger det geografiske sigte. Desuden tror jeg, at man kan gøre bedre forretninger, for man kender industrien bedre end sine konkurrenter. Jeg ser det som en fordel. ... <i>Men har en kapitalfond ikke også bedre forudsætninger for management selection end de har for at være branche ... ville det ikke koste et meget stort apparat at være branchespecialist?</i> Jamen, det afhænger af, hvor mange brancher man skal være specialist i. Nordic Capital ville jo sige, at de var generalister ... <i>Ved du, hvor mange farma-investeringer, de har lavet.</i> Ikke farma, men de har gjort mange health care. Og det har Avista og Credit Suisse også gjort. <i>Og Toni har været med i dem generelt?</i> De fleste, absolut. Nogle er foretaget inden Toni, men derefter.	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Hvis de ikke har brancheekspertise, så må de sørge for, at de sætter nok folk ind i bestyrelsen, som har det. ... <i>Mener du at den kompetence skal sidde hos de bestyrelsesmedlemmer, der udpeges, eller skal kapitalfonden også råde over specialister?</i> Det tror jeg ikke har så stor betydning. En industrifond kan godt have nogle få industrispecialister, og Nordic har kun én, og det er Toni. Har man ikke det, så må man tage nogle eksterne ind, som på en eller anden måde er tilknyttet kapitalfonden, som kan sidde i bestyrelsen. Hvis jeg havde været kapitalfond, og vi sidder fem fra kapitalfonden i bestyrelsen, ingen af os ved noget om farma, så sidder vi bare og håber på, at ledelsen gør det rigtige. For vi har ingen muligheder for at bedømme, om de gør det. Det vil jo ikke gå. <i>Men CSFB, de bragt jo ingen eksterne...?</i> Jo, det gjorde de. De indsatte et par personer. Der var én, der hed Roberts, som havde været chef for Merck Darmstadt. Han sad i bestyrelsen i en periode. Blackstone, de udpegede Bill Steere, som havde været Pfizers koncernchef og bestyrelsesformand. <i>Var han med i bestyrelsen?</i> Ja, som observatør. Men det var kun på papiret. For han var fortsat bestyrelsesmedlem i Pfizer, og derfor kunne han ikke formelt sidde i vores bestyrelse. Men han var med på alle møderne. Mellem 2002 og 2005 sad Bill Steere. Bill havde jo en stor kompetence, og han var med på alle bestyrelsesmøderne. Han tog hellere til vores bestyrelsesmøder end til møder i Dow Jones-selskaber. ... <i>Bragte de bestyrelsesmedlemmer noget for dig, eller var de en fordel for kapitalfondene?</i> Jeg så det altid som en fordel for mig. For jeg kunne altid læne mig op ad dem. Hvis der var en situation, hvor kapitalfondene ikke rigtig forstod eller ikke rigtig havde samme syn som jeg, så kunne jeg altid kunnet læne mig op ad de her personer, særligt Bill. De bakkede altid op. <i>Så det var en fordel for dig, at der sad nogle, som vidste noget?</i> Absolut, det var derfor, jeg gerne ville have dem ind. <i>Du brugte meget tid på at skabe et tillidsforhold til dem?</i> For mig var den en fordel. For dem betød det, at de kunne se de komplicerede forhold. That's the way it works. <i>Der var ikke nogle tilfælde, hvor du sagde: it doesn't work?</i> Nej, vi havde vel diskussioner og forskellige holdninger, men der var aldrig nogle dramatiske situationer. Det kan jeg ikke mindes.
CFO	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller mener du, at en kapitalfond skal</i>	

	<i>forlade sig mere på direktionens ekspertise?</i> Nej, det er helt klart en fordel at have ekspertise selv. <i>Men skal man forvente det?</i> Nordic har jo helt klart erhvervet sig den kompetence i alle de år, de har haft ejerskab i Nycomed. <i>Så du mener i virkeligheden, at Nordic havde mere brancheekspertise end de andre?</i> Ja. ... <i>Der var jo altså forskel på den industrielle forståelse hos Nordic og det andet CSFB-konsortium?</i> Ja, hvor længe det har holdt, og hvor længe får du kompetencer, sådan som nu med Avista, som var med i flere år. Jeg ved, at de og Nordic arbejder jo sammen med andre farma-eksperter. Så de får jo kompetencer over tid.	
COF	<i>Bør det forventes, at kapitalfonden besidder brancheekspertise, eller bør kapitalfonden generelt forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Jeg vil sige, det er en god ting, at kende industrien. Jeg synes ikke nødvendigvis, man behøver at være specialist på området.	
PRO	<i>Mener du, at det bør forventes, at en kapitalfond har brancheekspertise, eller bør man generelt kunne forlade sig på direktionens ekspertise?</i> Jeg synes, det er en fordel, at man har egen ekspertise. Men jeg taler ud fra mit eget udgangspunkt, men jeg synes, at jeg har set så mange eksempler, ikke bare i Nycomed, men også i andre investeringer, som vi har gjort inden for health care. Det er en styrke at have intern viden. Du kan stole mere på dig selv end på rådgivere.	

E.8. Nycomeds økonomiske nøgletal (mio. DKK)

Nycomed købte Altana i 09/2006 for en EV på 4.124 mio. EUR. Det er af følgende grunde vanskeligt at sammenligne resultaterne før og efter akkvisitionen:

1. Altana havde et en meget højt EBITDA, men stod foran betydelige patentudløn.
2. Marginstrukturen var meget forskellig fra det gamle Nycomed.
3. Finansieringsstrukturen blev ændret radikalt i forbindelse med akkvisitionen.

Før købet af Altana								
Mio. EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Resultat								
Omsætning	263	466	508	563	636	645	748	870
Bruttoindtjening	124	239	269	307	319	360	378	520
EBITDA	44	92	108	121	126	129	157	168
EBIT	13	41	49	53	-15	53	-17	46
Finansielle poster	-21	-31	-24	-23	-63	-67	-89	-156
Årsresultat	-8	-5	12	12	-66	6	-81	-83
Balance								
Egenkapital	102	94	110	636	562	549	819	1232
Langfristet gæld		387	280	295	584	591	1.531	6.065
Gæld i alt		522	449	737	721	725	2.351	7.944

Efter købet af Altana					
Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010
Resultat					
Omsætning	3394	3.497	3.348	3.228	3.171
Bruttoindtjening	2.489	2.538	2.463	2.333	2.182
EBITDA	933	1.222	1.208	1.075	851
EBIT	217	354	352	288	-44
Finansielle poster	-361	-77	-476	-15	-202
Årsresultat	-98	235	-78	233	-229
Balance					
Egenkapital	1.232	1.381	1.321	1.538	1.491
Langfristet gæld	6.065	6.088	5.600	5.450	4.920
Gæld i alt	7.944	7.010	6.651	5.986	6.346

E.9. Medlemmer af Nycomed's bestyrelse og direktion

Bestyrelse			
Ejerskabsperiode	Navn	Bestyrelsesfunktion	Anden funktion
Første ejerskabsperiode	Toni Weitzberg	Bestyrelsesformand	Partner, Nordic Capital
	Robert Andréén	Medlem udpeget af kapitalfonden	Ledende partner, Nordic Capital
	Håkan Björklund	Medlem udpeget af kapitalfonden	CEO, Nycomed
	Lars Ingelmark	Medlem udpeget af kapitalfonden	Leder af Life Science. 6. AP-fond
	Michael Stevens	Medlem udpeget af kapitalfonden	Coporate Dev. Director, Nycomed
	Bo Söderberg	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Nordic Capital
	Fredrik Strömholm	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Nordic Capital
	Runar Björklund	Stedfortræder udpeget af kapitalfonden	CFO, Nycomed
	Kristoffer Melinder	Stedfortræder udpeget af kapitalfonden	Partner, Nordic Capital
	Conny Ditlevsen	Medlem udpeget af medarbejderne	Medarbejder, Nycomed
Nordic Capital	Jorunn Gaarder	Medlem udpeget af medarbejderne	Medarbejder, Nycomed
Anden ejerskabsperiode	Thompson Dean	Bestyrelsesformand	Managing partner, CSFB PE
	Håkan Björklund	Medlem udpeget af kapitalfonden	CEO, Nycomed
	Chinh Chu	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Blackstone
	Reid Perper	Medlem udpeget af kapitalfonden	Tidl. CSFB PE
	Edward Richard Roberts	Medlem udpeget af kapitalfonden	Advisor, CSFB PE
	Harry Wilson	Medlem udpeget af kapitalfonden	Principal, Blackstone
	Carl-Gustav Johansson	Medlem udpeget af kapitalfonden	Tidl. CEO AstraZeneca USA
	Alex Morey	Medlem udpeget af kapitalfonden	Director, CSFB PE
	Joseph Baratta	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Blackstone
	Javed Khan	Medlem udpeget af kapitalfonden	CSFB PE
	Alex Erdeljan	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Blackstone
	Runar Björklund	Stedfortræder udpeget af kapitalfonden	CFO, Nycomed
	Anita Helland	Medlem udpeget af medarbejderne	Medarbejder, Nycomed
	Jesper Schröder	Medlem udpeget af medarbejderne	Medarbejder, Nycomed
Tredje ejerskabsperiode	Toni Weitzberg	Bestyrelsesformand	Partner, Nordic Capital
	Thompson Dean	Medlem udpeget af kapitalfonden	Managing partner, Avista
	Håkan Björklund	Medlem udpeget af kapitalfonden	CEO, Nycomed
	Kristoffer Melinder	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Nordic Capital
	Alex Erdeljan	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Blackstone
	Carl-Gustav Johansson	Medlem udpeget af kapitalfonden	Tidl. CEO AstraZeneca USA
	Newton Aguiar	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Avista
	Colin Taylor	Medlem udpeget af kapitalfonden	CSFB PE
	Runar Björklund	Stedfortræder udpeget af kapitalfonden	CFO, Nycomed
	Jonas Agnblad	Stedfortræder udpeget af kapitalfonden	Partner, Nordic Capital
	Anita Helland	Medlem udpeget af medarbejderne	Medarbejder, Nycomed
	Jesper Schröder	Medlem udpeget af medarbejderne	Medarbejder, Nycomed
Fjerde ejerskabsperiode	Toni Weitzberg	Bestyrelsesformand	Partner, Nordic Capital
	Thompson Dean	Medlem udpeget af kapitalfonden	Managing partner, Avista
	Håkan Björklund	Medlem udpeget af kapitalfonden	CEO, Nycomed
	Kristoffer Melinder	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Nordic Capital
	Carl-Gustav Johansson	Medlem udpeget af kapitalfonden	Tidl. CEO AstraZeneca USA
	Newton Aguiar	Medlem udpeget af kapitalfonden	Partner, Avista
	Colin Taylor	Medlem udpeget af kapitalfonden	CSFB PE
	Runar Björklund	Stedfortræder udpeget af kapitalfonden	CFO, Nycomed
	Jonas Agnblad	Stedfortræder udpeget af kapitalfonden	Partner, Nordic Capital

Direktion	
Ejerskabsperiode	Navn
Første ejerskabsperiode	Håkan Björklund
Anden ejerskabsperiode	Håkan Björklund
Tredje ejerskabsperiode	Håkan Björklund
Fjerde ejerskabsperiode	Håkan Björklund

F. Litteraturliste

Acharya, Viral V. & Moritz Hahn & Conor Kehoe (2009), *Corporate Governance and Value Creation. Evidence from Private Equity*, London Business School, LMU Munich, McKinsey & Co.

Achleitner, Ann-Kristin & Kay Müller (2008), *Private Equity entities and conglomerates. What are the differences?*, Technische Universität München.

Achleitner, Ann-Kristin & Katarina Lichtner (2011), *Value Creation in Danish Private Equity Exits*. Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Capital Dynamics.

Aichholzer, Clemens & Jan Petzel (2003), *The Challenges of German Turnaround Investing*. Harvard Business School, Cambridge.

Akerlof, George A. (1970), *The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug. 1970), pp. 488-500.

Anders, Georg (1992), *Merchants of Debt. KKR and the Mortgaging of American Business*. Basis Books.

Anders, Georg (2000), *The Barbarians in the Boardroom*, Harvard Business Review July-August, pp. 79-87.

Angrist, Joshua D. & Alan B. Krueger, (2001), *Instrumental variables and the search for identification: supply and demand to natural experiments*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8456.

Asquith, Paul & David W. Mullins Jr. (1986), *Equity Issues and Offering Dilution*, Journal of Financial Economics 15 (1986), pp. 61-89.

Asquith, P. & T. Wizman (1990), *Event risk, wealth redistribution, and its return to existing bondholders in corporate buyouts*, Journal of Financial Economics, pp. 195-213.

Baker, George P. & Cynthia A. Montgomery (1994), *Conglomerates and LBO Associations. A Comparison of Organizational Forms*, Harvard Business School working paper pp. 1-34.

Baker, George P. & George D. Smith (1998), *The New Financial Capitalists. Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge University Press.

Bargeron, L. & F. Schlingemann & R. Stulz & C. Zutter (2007), *Why do Private Acquirers pay so Little Compared to Public Acquirers?*, NBER Working paper no.13061.

Barney, J.B. (1988), *Returns to bidding firms in mergers and acquisitions, reconsidering the relatedness Hypothesis*. Strategic Management Journal, 9 (Special Issue), pp. 71-78.

Bennedsen, Morten & SteenThomsen & Søren Bo Nielsen & Jakob Bundgaard & Kasper M. Nielsen & Thomas Poulsen (2008), *Private Equity i Danmark*, Centre for Economic and Business Research.

Berg, Achim, Witten/Herdecke University & Oliver Gottschalg (2004), *Understanding Value Generation in Buyouts*, HEC School of Management, Paris.

Berger, Philip G. & Eli Ofek (1995), *Diversification's effect on firm value*, University of Pennsylvania, New York University.

Bhattacharya, Sudipto & Jay R. Ritter (1983), *Innovation and Communication: Signalling with Partial Disclosure*, Review of Economic Studies (1983) 50 (2), pp. 331-346.

Billett, Matthew T. & Zhan Jiang & Erik Lie (2008), *The role of bondholder wealth expropriation in LBO transactions*, University of Iowa.

Blind, K. & K. Cremers & E. Müller (2007), *The Influence of Strategic Patenting on Companies' Patent Portfolios*, ZEW, Discussion Paper No. 07-013.

- Bloom, Nick & Raffaella Sadun & John van Reenen (2009), *The Influence of Strategic Patenting on Companies' Patent Portfolios*, Centre for Economic Performance, Occasional Paper No. 24.
- Boolsen, Merete Watt (2006), *Kvalitative analyser, at finde årsager og sammenhænge*, Hans Reitzels Forlag.
- Bull, Ivan (1989), *Financial Performance of Leveraged Buyouts. An Empirical Analysis*. University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Butler, Paul A. (2001), *The alchemy of LBO*, The McKinsey Quarterly 2001 Number 2, pp. 140-151.
- Bygrave, William D. (1988), *The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms*, Journal of Business Venturing 3, pp. 137-157.
- Carter, R. B. & H. E. van Auken (1994), *Venture Capital Firms' preferences for projects in particular stage of development*, Journal of Small Business Management, 9, pp. 335-356.
- Campbell, T. (1979), *Optimal Investment Decisions and the Value of Confidentiality*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 14 (5), pp. 913-924.
- Chapman, John L. & Peter G. Klein (2009), *Value Creation in Middle-Market Buyouts. A Transaction-Level Analysis*, University of Missouri, CORI Working Paper No. 2009-01.
- Chung, Ji-Woong (2009), *Leverage buyouts of private companies*. The Chinese University of Hong Kong, Working Paper.
- Collins, M & M. Shatell & Sandra Thomas (2005), *An Exploration of problematic Interviewee behaviours in qualitative research*, Western Journal of Nursing Research, pp. 188-199.
- Corbin, Juliet & Anselm Strauss (1996), *Basics of Qualitative Research 3e*, SAGE Publications.
- Cornelli, Francesca & Öguzhan Karakas (2008), *Private Equity and corporate governance, do LBOs have more effective boards?*, London Business School.
- Cotter, James F., *New Mexico State University* & Sarah W. Peck (2001), *The Structure of Debt and Active Equity Investors. The Case of Buyout Specialists*, Marquette University.
- Cressy, Robert & Alessandro Maliepiro & Federico Munari (2007), *Playing to their strengths. Evidence that specialization in the Private Equity industry confers competitive advantage*, University of Birmingham & University of Bologna.
- Cuny, Charles J. (2006), & Ellis Talmor, *A Theory of Private Equity Turnaround*, Washington University in St. Louis and London Business School.
- Davis, Steven J. & John Haltiwanger & Ron Jarmin & Josh Lerner & Javier Miranda (2011), *Private Equity and Employment*, Center for Economic Studies, Working Paper CES 08-07R.
- DeAngelo, L. (1986), *Accounting numbers as market valuation substitutes. A study of management buyouts of public stockholders*, Accounting Review, 61. pp. 400-420.
- DeAngelo, Harry & Linda DeAngelo (1987), *Management Buyouts of Publicly Traded Corporations*, Financial Analysts Journal, Maj/June 1987, Vol. 43, No. 3, pp. 38-49.
- DeAngelo, Harry & Linda DeAngelo (2000), *Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy, a study of the Time Mirror Company*, Journal of Financial Economics 56, pp 153-207.
- Denzin, N. (1984), *On understanding emotion*, San Francisco: Jossey-Bass.
- Easterwood, J. C. & A. Seth & R. F. Singer (1989), *The impacts of LBOs on strategic direction*, California Management Review.
- Eisenhardt, Kathleen M. & Melissa E. Graebner (2007), *Theory Building from Cases. Opportunities and Challenges*, Academy of Management Journal 2007, vol. 50, no. 1, pp. 25-32.

- European Centralbank (2008). *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*.
- European Private Equity & Venture Capital Association in cooperation with Thomson Reuters (2008). *Pan-European Survey of Performance*.
- Faludi, Susan (1990), *The Reckoning. Safeway LBO Yields Vast Profits but Exacts a Heavy Human Toll*, Wall Street Journal, 16.05.1990.
- Fenn, G. & N. Liang & S. Prowse (1997), The Private Equity Market, an Overview. Artikel i "Private Equity" (6).
- Financial Services Authorities (2006). *Private Equity, a discussion of risk and regulatory engagement*.
- Fox, Isaac & Alfred Marcus (1992), *The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts*, The Academy of Management Review, vol. 17, No. 1, pp. 62-85.
- Frankfurter, George M. & Erdal Gunay (1992), *Management Buy-outs. The Sources and Sharing of Wealth Between Insiders and Outsiders*, Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 32, No. 3, pp. 82-95.
- Franks, Julian & Colin Mayer & Paolo Volpin & Hannes F. Wagner (2012), *The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence*, The Review of Financial Studies, v. 23, n. 6 2012.
- Gephart, Robert (2004), *Qualitative Research and the Academy of Management Journal*, Academy of Management Journal 2004, vol. 47, no. 4, pp. 454-462.
- Gladstone, David (1988), *Venture Capital Handbook*, FT Press.
- Graham, John R. (2000), *How Big are the Tax Benefits of Debt?*, The Journal of Finance, vol. 55, no. 5 (Oct. 2000), pp. 1901-1941.
- Graves, S. (1988), *Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry*, Academy of Management Journal, 31, pp. 417-427.
- Grimpe, Christoph & Katrin Hussinger (2008), *Firm Acquisitions and Technology Strategy. Corporate versus Private Equity Investors*, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Discussion Paper no. 07-066.
- Grossman, Sanford J. & Oliver D. Hart (1983), *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, Econometrica, Vol. 51, No. 1 (January 1983).
- Guo, Shouron & Edith Hotchkiss & Weihong Song (2009), *Do Buyouts (Still) Create Value?*, Journal of Finance 2011.
- Hall, B. H. (1988). *The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development*, A. Auerbach (Ed.), Corporate takeovers, pp. 69-100. University of Chicago Press.
- Hall, B. H. (1990), *The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development*, Brookings Papers on Economic Activity, (1), pp. 85-136.
- Hamel, Gary (1991), *Competition for Competence and Inter-Partner Learning Within International Strategic Alliances*, Strategic Management Journal, Vol. 12, Special Issue. Global Strategy, pp. 83-103.
- Hansmann, Henry (1988), *Ownership of the Firm*, Journal of Law, Economics, and Organization, vol. 4, no. 2, Fall 1988.
- Hart, Oliver & John Moore (1988), *Incomplete Contracts and Renegotiation*, Econometrica, Vol. 56, No. 4 (jul. 1988), pp. 755-785.
- Hirsch, P. M. & R. Friedman & M. P. Koza (1990), *Collaboration or paradigm shift? Caveat emptor and the risk of romance with economic models for strategy and policy research*, Organization Science, Vol. 1, No. 1.
- Hofstede, Geert (1980, 2010), *Cultures and Organizations: Software of the Mind*, New York: McGraw-Hill USA.
- Hoskinsson, R. E. & M. A. Hitt (1988), *Strategic control systems and relative R&D investment in large multiproduct firms*, Strategy Management Journal, 9, pp. 605-621.

House, Robert J. & Paul J. Hanges & Mansour Javidan & Peter W. Dorfman & Vipin Gupta (2004), *Culture, Leadership, and Organizations*, SAGE Publications.

Ivashina, Victoria & Anna Kovner (2009), *The Private Equity Advantage. Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, Harvard Business School, Federal Reserve Bank of New York.

Jagadeesh, Narasimhan & Roman Kräussl & Joshua Pollet (2010), *Risk and Expected Returns of Private Equity Investments. Evidence Based on Market Prices*, NBER, VU University Amsterdam, Michigan State University.

James, Barrie G. (1973), *The Theory of the Corporate Life Cycle*, Long Range Planning, June 1973, Vol. 6 Issue 2, pp. 68-74.

Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976), *Theory of the Firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

Jensen, Michael C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

Jensen, Michael C. (1989), *The eclipse of the public corporation*, Harvard Business Review, 89, pp. 61-74.

Jensen, Michael C. (2007), *The Economic Case For Private Equity*, Harvard NOM Research Paper No. 07-02 2007.

Kaplan, Steven (1988), *The Effects of Management Buyouts on Operation Performance and Value*, Journal of Financial Economics 24 (1989), pp 217-254.

Kaplan, Steven (1989), *Management Buyouts. Evidence on Taxes as a Source of Value*, The Journal of Finance, Vol. XLIV, No. 3, July 1989, pp 611-632.

Kaplan, Steven & Antoinette Schoar (2003), *Private Equity Performance. Returns, Persistence and Capital Flows*, NBER Working Paper No. 9807.

Kaplan, Steven & Per Strömberg (2008), *Leveraged Buyouts and Private Equity*, NBER Working Paper No. 14207.

Kraft, Volker (2001), *Erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, Universität St. Gallen.

Kraft, Volker (2001), *Erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, Universität St. Gallen.

Kraus, Alan & Robert H. Litzenberger, *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, The Journal of Finance, Volume 28, Issue 4, pp. 911-922, September 1983.

Kvale, Steinar & Sved Brinkmann (2009), *Interview, introduktion til et håndværk*, Hans Reitzels forlag.

Lee, D. Scott (1992), *Management Buyout Proposals and Inside Information*, The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 3, July 1992.

Lei, David & Michael A. Hitt (1995), *Strategic Restructuring and Outsourcing. The Effect of Mergers and Acquisitions and LBOs on Building Firm Skills and Capabilities*. Journal of Management, vol. 21, no. 5, pp. 835-859.

Leland, Hayne E. & David H. Pyle (1977), *Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, The Journal of Finance, Volume 32, Issue 2, September 16-18, 1977, pp. 371-387.

Lerner, Josh & Per Strömberg & Morten Sørensen (2011), *Private equity and long-run investment. the case of innovation*, The Journal of Finance, Vol. LXVI, April 2011.

Levy, H. (1978), *Equilibrium in an Imperfect Market, A Constraint in the Number of Securities in a Portfolio*. American Economic Review 68, pp. 643-658.

Lichtenberg, Frank R. & Donald Siegel (1990), *The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior*, Journal of Financial Economics 27 (1990), pp 165-194.

- Liebeskind, Julia & Margarethe Wiersema & Gary Hansen (1992), *LBOs, corporate Restructuring and the Incentive-Intensity Hypothesis*, Financial Management, vol. 21, no. 1, pp. 73-88.
- Long, W., & D. Ravenscraft (1989), *The record of LBO performance*, Paper prepared for the Conference on Corporate Governance, Restructuring, and the Market for Corporate Control, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, May 22-23.
- Long, William F & David J. Ravenscraft (1993), *LBOs, debt and R&D intensity*, Strategic Management Journal, Vol. 14, pp. 119-135.
- Lowenstein, Louis (1985), *Management Buyouts*, Columbia Law Review, vol. 85, No. 4 (May), pp. 770-784.
- MacMillan, Ian C & Davis M. Kulow & Roubina Khoylian (1988), *Venture Capitalists' Involvement in Their Investments. Extent and Performance*, Journal of Business Venturing 4, pp. 27-47.
- Magowan, Peter A. (1989), *The case for LBOs. The Safeway Experience*, California Management Review, Fall 1989, pp. 9-18.
- Markowitz, Harry (1952), *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. 8, No. 1, March 1952
- Meerkat, Heino & John Rose & Michael Brigl & Heinrich Liechtenstein & Julia M. Prats & Alejandro Herrera (2008), *The Advantage of Persistence – How the Best Private-Equity Firms "Beat the Fade"*, Boston Consulting Group and IESE Business School.
- Meerkat, Heino & Heinrich Liechtenstein (2008), *Get Ready for the Private-Equity Shakeout*, Boston Consulting Group and IESE Business School.
- Meier, Degenhard (2005), *Analysis of European Private Equity Firms*, Deutscher Universitäts-Verlag. Post-Investment Value Addition to Buyouts.
- Merton, R. C. (1987), *A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, The Journal of Finance 42, pp. 483-510.
- Metrick, Andrew & Ayako Yasuda (2011), *Venture Capital and Other Private Equity, a Survey*, European Financial Management, Vol. 17, No 4, 2011, pp. 619-654.
- Miller, Daniel & Peter H. Friesen (1984), *A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle*, Management Science, Vol. 30, No. 10, October 1984.
- Miller, Merton H. & Franco Modigliani (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, vol. XXXIV, October 1961, No. 1.
- Mishel, Lawrence & Natalie Sabadish, *Methodoly for measuring CEO compensation and the ratio of CEO-to-worker compensation*, Economic Policy Institute, Working Paper, May 2, 2012.
- Modigliani, Franco & Merton H. Miller (1958), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, American Economic Review (48).
- Modigliani, Franco & Merton H. Miller (1963), *Corporate income taxes and the cost of equity*, A correction. American Economic Review (53).
- Mooney, Ann (2007), *Core Competence, Distinctive Competence and Competitive Advantage. What Is the Difference?*, Journal of Education for Business, November/December 2007.
- Morck, R. & A. Shleifer & R. Vishny (1988), *Management ownership and market valuation, an empirical analysis*, Journal of Financial Economics.
- Munari, Federico & Robert Cressy & Alessandro Malipiero (2006), *The Heterogeneity of Private Equity Firms and its Impact on Post-Buyout Performance. Evidence from the United Kingdom*, University of Bologna & City University London.

- Muscarella, C. J., & M. R. Vetsuypens (1990), *Efficiency and organizational structure, a study of Reverse LBOs*, The Journal of Finance, 45(5), pp. 1389-1413.
- Myers, Stewart C. (2001), *Capital Structure. Some Legal and Policy Issues*, Journal of Economic Perspectives, Volume 15, Number 2, Spring 2001, pp. 81-102.
- Myers, Stewart C. & Nicholas S. Majluf (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*, Journal of Financial Economics 13 (1984), pp. 187-221.
- Nikoskelainen, Erkki & Mike Wright (2007), *The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts*, Journal of Corporate Finance, 2007, vol. 13, issue 4, pp. 511-537.
- Norton, E & B. Tenenbaum (1993), *Specialization versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy*. Journal of Business Venturing, 8, pp. 431-442.
- Nyrup Rasmussen, Poul (2007), *I grådighedens tid, kapitalfonde og kasinoøkonomi*, Informations forlag.
- Opler, T. (1990), *Moral Hazard, Reputation and Debt. Evidence From the LBO Market*, Working Paper, University of California at Los Angeles.
- Opler, T. C. (1992), *Operating performance in leveraged buyouts*. Financial Management 2, pp. 27-34.
- Oxelheim, Lars & Aleksandra Gregoric & Trond Randøy & Steen Thomsen (2012), *On the internationalization of corporate boards: The case of Nordic firms*, Journal of International Business Studies (2005) 36, pp 470-483.
- Oxelheim, Lars & Trond Randøy (2005), *The Anglo-American influence on CEO compensation in non-Anglo-American firms*, Journal of International Business Studies (2013) 44, pp 173-194.
- Piekkari, Rebecca & Lars Oxelheim & Trond Randøy (2013), *The Role of Language in Corporate Governance The Case of Boards Internationalization*, IFN Working Paper No.974, 213.
- Phalippou, Ludovic & Oliver Gottschalg (2009), *The Performance of Private Equity*, The Review of Financial Studies, Volume 22, Issue 4, pp. 1747-1776.
- Phan, Phillip H. & Charles W. L. Hill (1995), *Organizational restructuring and economic performance in leveraged Buyouts. An ex post study*, Academy of Management Journal, vol. 38, No. 3, pp 704-739.
- Polit, D. F. & C. T. Beck (2004), *Nursing Research: Principles and methods (7th edition)*, Philadelphia: Lippincott, Williams & Wilkins.
- Porter, Michael E. (1985), *Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance*, New York Free Press.
- PWC (2005), *Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft*.
- Ramian, Knud (2012), *Casestudiet i praksis*, Hans Reitzels forlag.
- Rappaport, Alfred, H. (1990), *The Staying Power of the Public Corporation*, Harvard Business Review, vol. 68, no. 1, pp. 96-104.
- Reich, R. (1989), *Leveraged buyouts. America pays the price*, New York Times Magazine, January 29, pp. 32-40.
- Rendleman, R. J. (1980), *Information asymmetries and optimal project financing*, Working Paper, Duke University Graduate School of Business
- Renneboog, Luc & Tomas Simons (2005), *Public-to-Private Transactions. LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, Tilburg University and ECGI.
- Ross, Stephen A. (1977), *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1. Spring 1977, pp. 23-40.

- Sahlman, William A. (1990), *The structure and governance of venture-capital organizations*, Harvard Business School.
- Salter, Malcolm (2007), *Learning from Private Equity Boards*, Harvard Business School.
- Schäfer, Dorothea & Alexander Fisher (2008), *Die Bedeutung von Buyouts/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance*, DIW Berlin.
- Schich, Sebastian & Byoung-Hwan Kim (2012), *Developments in the Value of Implicit Guarantees for Bank Debt: The Role of Resolution Regimes and Practices*, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2, Issue 2.
- Shepherd, D. & A. Zacharakis & R. A. Baron (2003), *VC's decision processes. evidence suggesting more experience may not always be better*, Journal of Business Venturing, Vol. 18, Iss. 3, pp. 381-401.
- Shleifer, Andrei & Lawrence H. Summers (1988), *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, University of Chicago Press.
- Siggelkow, Nicolaj (2007), *Persuasion with Case Studies*, Academy of Management Journal 2007, vol. 50, no. 1, pp. 20-24.
- Siming, Linus (2010), *Your Former Employees Matter: Private Equity Firms and Their Financial Advisors*, Bocconi University and Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research.
- Singh, Harbir (1990), *Management Buyouts. Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior To Public Offering*, Strategic Management Journal, vol. 11, no. 4, pp. 111-129.
- Smit, Han T. J. & Wouter De Maeseneire (2004), *The Role of Investor Capabilities in Public-to-Private Transaction*, Erasmus University Rotterdam & Ghent University Belgium.
- Smith, A. (1990), *Corporate ownership structure and performance. the case of management buyouts*, Journal of Financial Economics, 27(1), pp. 143-164.
- Spence, Michael (1973), *Job Market Signaling*, The Quarterly Journal of Economics, 87 (3), pp. 355-374.
- Spliid, Robert (2007), *Kapitalfonde, rå pengemagt eller aktivt ejerskab*, Børsens Forlag.
- Spliid, Robert (2013), *Is Nordic Private Equity Different*, The Journal of Private Equity, Spring 2013, Vol. 16, No. 2, pp. 20-37.
- Stabell, Charles B. & Oystein D. Fjeldstad (1998), *Configuring for Competitive Advantage: On Chains, Shops and Networks*, Strategic Management Journal, vol. 19, no. 5, pp. 413-437.
- Stahlschmidt, Anders & Peter Knoop Christensen (2007), *Sørgeteknik*, Børsens Forlag.
- Stake, Robert E. (1995), *The Art of Case Study Research*, SAGE Publications.
- Strömberg, Per (2007), *The new demography of private equity*, Stockholm School of Economics.
- Thompson, Steve & Mike Wright & Ken Robbie (1992), *Buy-Outs, Divestment and Leverage. Restructuring*, Oxford Review of Economic Policy, vol. 8, no. 3, pp. 58-69.
- Thomas, Jason M. (2010), *The Credit Performance of Private Equity-Backed Companies in the Great Recession of 2008-2009*, Private Equity Council.
- Thomsen, Steen & Torben Pedersen (1998), *Industry and Ownership Structure*, International Review of Law and Economics 18.1998, pp. 385-402.
- Thomsen S., & F. Vinten (2007), *Equity Market Timing and the Decision to Delist*, Copenhagen Business School, PhD Series 1.2008.
- Travlos, N. G. & M. M. Cornett (1993), *Going Private Buyouts and Determinants of Shareholders' Returns*, Journal of Accounting Auditing and Finance, January 1993, vol. 8, no. 1, pp. 1-25.

- Tykvová, Tereza & Mariela Borell (2012), *Do Private Equity Owners Increase Risk of Financial Distress and Bankruptcy*, Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 11-076.
- Vinten, Frederik (2008), *The Performance of Private Equity Buyout Fund Owned Firms*, Copenhagen Business School.
- Vinten, F. & S. Thomsen (2008), *A Review of Private Equity*, Copenhagen Business School, Danish Corporate Governance in Practice, Working Paper no. 1.
- Warga, Arthur & Ivo Welch (1993), *Bondholder Losses in Leveraged Buyouts*, The Review of Financial Studies, Winter 1993, Vol. & No. 4, pp. 959-982.
- Warner, Joan (2005), *Wanted. real CEOs*, ChiefExecutive.net.
- Wright, Mike & Andres Burrows, & Rod Ball & Louise Scholes (2007), *Private Equity and Buy-Outs. Jobs, Leverage, Longevity and Sell-offs*, Nottingham University Business School.
- Wright, Mike & Ken Robbie (1996), *The Investor-led Buy-out. A New Strategic Option*, Long Range Planning vol. 29, October 1996.
- Yin, R. K. (1994), *Case Study Research. Design and Methods*, Newbury Park.
- Zahra, Shaker A. & Michael Fescina (1991), *Will Leveraged Buyouts kill U. S. Corporate Research and Development?*, Academy
- Zattoni, Alessandro & Hans Van Ees (2012), *How to Contribute to the Development of a Global Understanding of Corporate Governance? Reflections from Submitted and Published Articles in CGIR*, Corporate Governance: An International review, 2012, 20(1), pp. 106-118.
- Zattoni, Alessandro & Thomas Douglas & William Judge (2013), *Developing Corporate Governance Theory through Qualitative Research*, Corporate Governance: An International review, 2013, 21(2), pp. 119-122.
- Zey, Mary (1993), *Banking on Fraud. Drexel, Junk Bonds, and Buyouts*, Walter de Gruyter Inc., New York.
- Økonomi- og Erhvervsministeriet (2006), *Kapitalfonde i Danmark*, Økonomisk Tema nr. 4, November 2006.

TITLER I PH.D.SERIEN:

2004

1. Martin Grieger
Internet-based Electronic Marketplaces and Supply Chain Management
2. Thomas Basbøll
*LIKENESS
A Philosophical Investigation*
3. Morten Knudsen
*Beslutningens vaklen
En systemteoretisk analyse af moderniseringen af et amtskommunalt sundhedsvæsen 1980-2000*
4. Lars Bo Jeppesen
*Organizing Consumer Innovation
A product development strategy that is based on online communities and allows some firms to benefit from a distributed process of innovation by consumers*
5. Barbara Dragsted
*SEGMENTATION IN TRANSLATION AND TRANSLATION MEMORY SYSTEMS
An empirical investigation of cognitive segmentation and effects of integrating a TM system into the translation process*
6. Jeanet Hardis
*Sociale partnerskaber
Et socialkonstruktivistisk casestudie af partnerskabsaktørers virkelighedsopfattelse mellem identitet og legitimitet*
7. Henriette Hallberg Thygesen
System Dynamics in Action
8. Carsten Mejer Plath
Strategisk Økonomistyring
9. Annemette Kjærgaard
Knowledge Management as Internal Corporate Venturing
10. Knut Arne Hovdal
*De professionelle i endring
Norsk ph.d., ej til salg gennem Samfundslitteratur*
11. Søren Jeppesen
*Environmental Practices and Greening Strategies in Small Manufacturing Enterprises in South Africa
– A Critical Realist Approach*
12. Lars Frode Frederiksen
*Industriel forskningsledelse
– på sporet af mønstre og samarbejde i danske forskningsintensive virksomheder*
13. Martin Jes Iversen
*The Governance of GN Great Nordic
– in an age of strategic and structural transitions 1939-1988*
14. Lars Pynt Andersen
*The Rhetorical Strategies of Danish TV Advertising
A study of the first fifteen years with special emphasis on genre and irony*
15. Jakob Rasmussen
Business Perspectives on E-learning
16. Sof Thrane
*The Social and Economic Dynamics of Networks
– a Weberian Analysis of Three Formalised Horizontal Networks*
17. Lene Nielsen
Engaging Personas and Narrative Scenarios – a study on how a user-centered approach influenced the perception of the design process in the e-business group at AstraZeneca
18. S.J Valstad
*Organisationsidentitet
Norsk ph.d., ej til salg gennem Samfundslitteratur*

19. Thomas Lyse Hansen
Six Essays on Pricing and Weather risk in Energy Markets
transformation af mennesket og subjektiviteten
 20. Sabine Madsen
Emerging Methods – An Interpretive Study of ISD Methods in Practice
 21. Evis Sinani
The Impact of Foreign Direct Investment on Efficiency, Productivity Growth and Trade: An Empirical Investigation
 22. Bent Meier Sørensen
Making Events Work Or, How to Multiply Your Crisis
 23. Pernille Schnoor
Brand Ethos
Om troværdige brand- og virksomhedsidentiteter i et retorisk og diskursteoretisk perspektiv
 24. Sidsel Fabech
Von welchem Österreich ist hier die Rede?
Diskursive forhandlinger og magtkampe mellem rivaliserende nationale identitetskonstruktioner i østrigske pressediskurser
 25. Klavs Odgaard Christensen
Sprogpolitik og identitetsdannelse i flersprogede forbundsstater
Et komparativt studie af Schweiz og Canada
 26. Dana B. Minbaeva
Human Resource Practices and Knowledge Transfer in Multinational Corporations
 27. Holger Højlund
Markedets politiske fornuft
Et studie af velfærdens organisering i perioden 1990-2003
 28. Christine Mølgaard Frandsen
A.s erfaring
Om mellemværendets praktik i en
 29. Sine Nørholm Just
The Constitution of Meaning – A Meaningful Constitution? Legitimacy, identity, and public opinion in the debate on the future of Europe
- 2005**
1. Claus J. Varnes
Managing product innovation through rules – The role of formal and structured methods in product development
 2. Helle Hedegaard Hein
Mellem konflikt og konsensus – Dialogudvikling på hospitalsklinikker
 3. Axel Rosenø
Customer Value Driven Product Innovation – A Study of Market Learning in New Product Development
 4. Søren Buhl Pedersen
Making space
An outline of place branding
 5. Camilla Funck Ellehave
Differences that Matter
An analysis of practices of gender and organizing in contemporary workplaces
 6. Rigmor Madeleine Lond
Styring af kommunale forvaltninger
 7. Mette Aagaard Andreassen
Supply Chain versus Supply Chain Benchmarking as a Means to Managing Supply Chains
 8. Caroline Aggestam-Pontoppidan
From an idea to a standard
The UN and the global governance of accountants' competence
 9. Norsk ph.d.
 10. Vivienne Heng Ker-ni
An Experimental Field Study on the

- Effectiveness of Grocer Media Advertising*
Measuring Ad Recall and Recognition, Purchase Intentions and Short-Term Sales
11. Allan Mortensen
Essays on the Pricing of Corporate Bonds and Credit Derivatives
12. Remo Stefano Chiari
Figure che fanno conoscere
Itinerario sull'idea del valore cognitivo e espressivo della metafora e di altri tropi da Aristotele e da Vico fino al cognitivismo contemporaneo
13. Anders McIlquham-Schmidt
Strategic Planning and Corporate Performance
An integrative research review and a meta-analysis of the strategic planning and corporate performance literature from 1956 to 2003
14. Jens Geersbro
The TDF – PMI Case
Making Sense of the Dynamics of Business Relationships and Networks
15. Mette Andersen
Corporate Social Responsibility in Global Supply Chains
Understanding the uniqueness of firm behaviour
16. Eva Boxenbaum
Institutional Genesis: Micro – Dynamic Foundations of Institutional Change
17. Peter Lund-Thomsen
Capacity Development, Environmental Justice NGOs, and Governance: The Case of South Africa
18. Signe Jarlov
Konstruktioner af offentlig ledelse
19. Lars Stæhr Jensen
Vocabulary Knowledge and Listening Comprehension in English as a Foreign Language
- An empirical study employing data elicited from Danish EFL learners*
20. Christian Nielsen
Essays on Business Reporting
Production and consumption of strategic information in the market for information
21. Marianne Thejls Fischer
Egos and Ethics of Management Consultants
22. Annie Bekke Kjær
Performance management i Process-innovation
– belyst i et social-konstruktivistisk perspektiv
23. Suzanne Dee Pedersen
GENTAGELSENS METAMORFOSE
Om organisering af den kreative gørem i den kunstneriske arbejdspraksis
24. Benedikte Dorte Rosenbrink
Revenue Management
Økonomiske, konkurrencemæssige & organisatoriske konsekvenser
25. Thomas Riise Johansen
Written Accounts and Verbal Accounts
The Danish Case of Accounting and Accountability to Employees
26. Ann Fogelgren-Pedersen
The Mobile Internet: Pioneering Users' Adoption Decisions
27. Birgitte Rasmussen
Ledelse i fællesskab – de tillidsvalgte fornyende rolle
28. Gitte Thit Nielsen
Remerger
– skabende ledelseskrafter i fusion og opkøb
29. Carmine Gioia
A MICROECONOMETRIC ANALYSIS OF MERGERS AND ACQUISITIONS

30. Ole Hinz
Den effektive forandringsleder: pilot, pædagog eller politiker?
Et studie i arbejdslederes meningstilskrivninger i forbindelse med vellykket gennemførelse af ledelsesinitierede forandringsprojekter
 31. Kjell-Åge Gotvassli
Et praksisbasert perspektiv på dynamiske læringsnettverk i toppidretten
Norsk ph.d., ej til salg gennem Samfundslitteratur
 32. Henriette Langstrup Nielsen
Linking Healthcare
An inquiry into the changing performances of web-based technology for asthma monitoring
 33. Karin Tweddell Levinsen
Virtual Uddannelsespraksis
Master i IKT og Læring – et casestudie i hvordan proaktiv proceshåndtering kan forbedre praksis i virtuelle læringsmiljøer
 34. Anika Liversage
Finding a Path
Labour Market Life Stories of Immigrant Professionals
 35. Kasper Elmquist Jørgensen
Studier i samspillet mellem stat og erhvervsliv i Danmark under 1. verdenskrig
 36. Finn Janning
A DIFFERENT STORY
Seduction, Conquest and Discovery
 37. Patricia Ann Plackett
Strategic Management of the Radical Innovation Process
Leveraging Social Capital for Market Uncertainty Management
 2. Niels Rom-Poulsen
Essays in Computational Finance
 3. Tina Brandt Husman
Organisational Capabilities, Competitive Advantage & Project-Based Organisations
The Case of Advertising and Creative Good Production
 4. Mette Rosenkrands Johansen
Practice at the top
– how top managers mobilise and use non-financial performance measures
 5. Eva Parum
Corporate governance som strategisk kommunikations- og ledelsesværktøj
 6. Susan Aagaard Petersen
Culture's Influence on Performance Management: The Case of a Danish Company in China
 7. Thomas Nicolai Pedersen
The Discursive Constitution of Organizational Governance – Between unity and differentiation
The Case of the governance of environmental risks by World Bank environmental staff
 8. Cynthia Selin
Volatile Visions: Transactons in Anticipatory Knowledge
 9. Jesper Banghøj
Financial Accounting Information and Compensation in Danish Companies
 10. Mikkel Lucas Overby
Strategic Alliances in Emerging High-Tech Markets: What's the Difference and does it Matter?
 11. Tine Aage
External Information Acquisition of Industrial Districts and the Impact of Different Knowledge Creation Dimensions
- 2006**
1. Christian Vintergaard
Early Phases of Corporate Venturing

- A case study of the Fashion and Design Branch of the Industrial District of Montebelluna, NE Italy*
12. Mikkel Flyverbom
Making the Global Information Society Governable
On the Governmentality of Multi-Stakeholder Networks
 13. Anette Grønning
Personen bag
Tilstedevær i e-mail som interaktionsform mellem kunde og medarbejder i dansk forsikringskontekst
 14. Jørn Helder
One Company – One Language?
The NN-case
 15. Lars Bjerregaard Mikkelsen
Differing perceptions of customer value
Development and application of a tool for mapping perceptions of customer value at both ends of customer-supplier dyads in industrial markets
 16. Lise Granerud
Exploring Learning
Technological learning within small manufacturers in South Africa
 17. Esben Rahbek Pedersen
Between Hopes and Realities: Reflections on the Promises and Practices of Corporate Social Responsibility (CSR)
 18. Ramona Samson
The Cultural Integration Model and European Transformation.
The Case of Romania
- 2007**
1. Jakob Vestergaard
Discipline in The Global Economy
Panopticism and the Post-Washington Consensus
 2. Heidi Lund Hansen
Spaces for learning and working
A qualitative study of change of work, management, vehicles of power and social practices in open offices
 3. Sudhanshu Rai
Exploring the internal dynamics of software development teams during user analysis
A tension enabled Institutionalization Model; "Where process becomes the objective"
 4. Norsk ph.d.
Ej til salg gennem Samfundslitteratur
 5. Serden Ozcan
EXPLORING HETEROGENEITY IN ORGANIZATIONAL ACTIONS AND OUTCOMES
A Behavioural Perspective
 6. Kim Sundtoft Hald
Inter-organizational Performance Measurement and Management in Action
– An Ethnography on the Construction of Management, Identity and Relationships
 7. Tobias Lindeberg
Evaluative Technologies
Quality and the Multiplicity of Performance
 8. Merete Wedell-Wedellsborg
Den globale soldat
Identitetsdannelse og identitetsledelse i multinationale militære organisationer
 9. Lars Frederiksen
Open Innovation Business Models
Innovation in firm-hosted online user communities and inter-firm project ventures in the music industry
– A collection of essays
 10. Jonas Gabrielsen
Retorisk toposlære – fra statisk 'sted' til persuasiv aktivitet

11. Christian Moldt-Jørgensen
*Fra meningsløs til meningsfuld evaluering.
Anvendelsen af studentertilfredsheds-målinger på de korte og mellemlange videregående uddannelser set fra et psykodynamisk systemperspektiv*
12. Ping Gao
*Extending the application of actor-network theory
Cases of innovation in the telecommunications industry*
13. Peter Mejlby
*Frihed og fængsel, en del af den samme drøm?
Et phronetisk baseret casestudie af frigørelsens og kontrollens sam-eksistens i værdibaseret ledelse!*
14. Kristina Birch
Statistical Modelling in Marketing
15. Signe Poulsen
*Sense and sensibility:
The language of emotional appeals in insurance marketing*
16. Anders Bjerre Trolle
Essays on derivatives pricing and dynamic asset allocation
17. Peter Feldhütter
Empirical Studies of Bond and Credit Markets
18. Jens Henrik Eggert Christensen
Default and Recovery Risk Modeling and Estimation
19. Maria Theresa Larsen
*Academic Enterprise: A New Mission for Universities or a Contradiction in Terms?
Four papers on the long-term implications of increasing industry involvement and commercialization in academia*
20. Morten Wellendorf
*Postimplementering af teknologi i den offentlige forvaltning
Analyser af en organisations kontinuerlige arbejde med informations-teknologi*
21. Ekaterina Mhaanna
Concept Relations for Terminological Process Analysis
22. Stefan Ring Thorbjørnsen
*Forsvaret i forandring
Et studie i officerers kapabiliteter under påvirkning af omverdenens forandringspres mod øget styring og læring*
23. Christa Breum Amhøj
Det selvskabte medlemskab om managementstaten, dens styringsteknologier og indbyggere
24. Karoline Bromose
*Between Technological Turbulence and Operational Stability
– An empirical case study of corporate venturing in TDC*
25. Susanne Justesen
*Navigating the Paradoxes of Diversity in Innovation Practice
– A Longitudinal study of six very different innovation processes – in practice*
26. Luise Noring Henler
*Conceptualising successful supply chain partnerships
– Viewing supply chain partnerships from an organisational culture perspective*
27. Mark Mau
*Kampen om telefonen
Det danske telefonvæsen under den tyske besættelse 1940-45*
28. Jakob Halskov
The semiautomatic expansion of existing terminological ontologies using knowledge patterns discovered

- on the WWW – an implementation and evaluation
29. Gergana Koleva
European Policy Instruments Beyond Networks and Structure: The Innovative Medicines Initiative
 30. Christian Geisler Asmussen
Global Strategy and International Diversity: A Double-Edged Sword?
 31. Christina Holm-Petersen
*Stolthed og fordom
Kultur- og identitetsarbejde ved skabelsen af en ny sengeafdeling gennem fusion*
 32. Hans Peter Olsen
*Hybrid Governance of Standardized States
Causes and Contours of the Global Regulation of Government Auditing*
 33. Lars Bøge Sørensen
Risk Management in the Supply Chain
 34. Peter Aagaard
*Det unikkes dynamikker
De institutionelle mulighedsbetingelser bag den individuelle udforskning i professionelt og frivilligt arbejde*
 35. Yun Mi Antorini
*Brand Community Innovation
An Intrinsic Case Study of the Adult Fans of LEGO Community*
 36. Joachim Lynggaard Boll
*Labor Related Corporate Social Performance in Denmark
Organizational and Institutional Perspectives*
- 2008**
1. Frederik Christian Vinten
Essays on Private Equity
 2. Jesper Clement
Visual Influence of Packaging Design on In-Store Buying Decisions
 3. Marius Brostrøm Kousgaard
*Tid til kvalitetsmåling?
– Studier af indrulleringsprocesser i forbindelse med introduktionen af kliniske kvalitetsdatabaser i speciallægepraksissektoren*
 4. Irene Skovgaard Smith
*Management Consulting in Action
Value creation and ambiguity in client-consultant relations*
 5. Anders Rom
*Management accounting and integrated information systems
How to exploit the potential for management accounting of information technology*
 6. Marina Candi
Aesthetic Design as an Element of Service Innovation in New Technology-based Firms
 7. Morten Schnack
*Teknologi og tværfaglighed
– en analyse af diskussionen omkring indførelse af EPJ på en hospitalsafdeling*
 8. Helene Balslev Clausen
Juntos pero no revueltos – un estudio sobre emigrantes norteamericanos en un pueblo mexicano
 9. Lise Justesen
*Kunsten at skrive revisionsrapporter.
En beretning om forvaltningsrevisions beretninger*
 10. Michael E. Hansen
The politics of corporate responsibility: CSR and the governance of child labor and core labor rights in the 1990s
 11. Anne Roepstorff
Holdning for handling – en etnologisk undersøgelse af Virksomheders Sociale Ansvar/CSR

12. Claus Bajlum
Essays on Credit Risk and Credit Derivatives
 13. Anders Bojesen
The Performative Power of Competence – an Inquiry into Subjectivity and Social Technologies at Work
 14. Satu Reijonen
*Green and Fragile
A Study on Markets and the Natural Environment*
 15. Ilduara Busta
*Corporate Governance in Banking
A European Study*
 16. Kristian Anders Hvass
*A Boolean Analysis Predicting Industry Change: Innovation, Imitation & Business Models
The Winning Hybrid: A case study of isomorphism in the airline industry*
 17. Trine Paludan
*De uvidende og de udviklingsparate
Identitet som mulighed og restriktion
blandt fabriksarbejdere på det aftayloriserede fabriksgulv*
 18. Kristian Jakobsen
Foreign market entry in transition economies: Entry timing and mode choice
 19. Jakob Elming
Syntactic reordering in statistical machine translation
 20. Lars Brømsøe Termansen
*Regional Computable General Equilibrium Models for Denmark
Three papers laying the foundation for regional CGE models with agglomeration characteristics*
 21. Mia Reinholt
The Motivational Foundations of Knowledge Sharing
 22. Frederikke Krogh-Meibom
*The Co-Evolution of Institutions and Technology
– A Neo-Institutional Understanding of Change Processes within the Business Press – the Case Study of Financial Times*
 23. Peter D. Ørberg Jensen
OFFSHORING OF ADVANCED AND HIGH-VALUE TECHNICAL SERVICES: ANTECEDENTS, PROCESS DYNAMICS AND FIRMLEVEL IMPACTS
 24. Pham Thi Song Hanh
Functional Upgrading, Relational Capability and Export Performance of Vietnamese Wood Furniture Producers
 25. Mads Vangkilde
*Why wait?
An Exploration of first-mover advantages among Danish e-grocers through a resource perspective*
 26. Hubert Buch-Hansen
*Rethinking the History of European Level Merger Control
A Critical Political Economy Perspective*
- 2009**
1. Vivian Lindhardtsen
From Independent Ratings to Communal Ratings: A Study of CWA Raters' Decision-Making Behaviours
 2. Guðrið Weihe
Public-Private Partnerships: Meaning and Practice
 3. Chris Nøkkentved
*Enabling Supply Networks with Collaborative Information Infrastructures
An Empirical Investigation of Business Model Innovation in Supplier Relationship Management*
 4. Sara Louise Muhr
Wound, Interrupted – On the Vulnerability of Diversity Management

5. Christine Sestoft
Forbrugeradfærd i et Stats- og Livsformsteoretisk perspektiv
6. Michael Pedersen
Tune in, Breakdown, and Reboot: On the production of the stress-fit self-managing employee
7. Salla Lutz
Position and Reposition in Networks – Exemplified by the Transformation of the Danish Pine Furniture Manufacturers
8. Jens Forssbæk
Essays on market discipline in commercial and central banking
9. Tine Murphy
Sense from Silence – A Basis for Organised Action
How do Sensemaking Processes with Minimal Sharing Relate to the Reproduction of Organised Action?
10. Sara Malou Strandvad
Inspirations for a new sociology of art: A sociomaterial study of development processes in the Danish film industry
11. Nicolaas Mouton
On the evolution of social scientific metaphors: A cognitive-historical enquiry into the divergent trajectories of the idea that collective entities – states and societies, cities and corporations – are biological organisms.
12. Lars Andreas Knutsen
Mobile Data Services: Shaping of user engagements
13. Nikolaos Theodoros Korfiatis
Information Exchange and Behavior
A Multi-method Inquiry on Online Communities
14. Jens Albæk
Forestillinger om kvalitet og tværfaglighed på sygehuse
– skabelse af forestillinger i læge- og plejegrupperne angående relevans af nye idéer om kvalitetsudvikling gennem tolkningsprocesser
15. Maja Lotz
The Business of Co-Creation – and the Co-Creation of Business
16. Gitte P. Jakobsen
Narrative Construction of Leader Identity in a Leader Development Program Context
17. Dorte Hermansen
“Living the brand” som en brandorienteret dialogisk praksis: Om udvikling af medarbejdernes brandorienterede dømmekraft
18. Aseem Kinra
Supply Chain (logistics) Environmental Complexity
19. Michael Nørager
How to manage SMEs through the transformation from non innovative to innovative?
20. Kristin Wallevik
Corporate Governance in Family Firms
The Norwegian Maritime Sector
21. Bo Hansen Hansen
Beyond the Process
Enriching Software Process Improvement with Knowledge Management
22. Annemette Skot-Hansen
Franske adjektivisk afledte adverbier, der tager præpositionssyntagmer indledt med præpositionen à som argumenter
En valensgrammatisk undersøgelse
23. Line Gry Knudsen
Collaborative R&D Capabilities
In Search of Micro-Foundations

24. Christian Scheuer
*Employers meet employees
Essays on sorting and globalization*
 25. Rasmus Johnsen
*The Great Health of Melancholy
A Study of the Pathologies of Perfor-
mativity*
 26. Ha Thi Van Pham
*Internationalization, Competitiveness
Enhancement and Export Performance
of Emerging Market Firms:
Evidence from Vietnam*
 27. Henriette Balieu
*Kontrolbegrebets betydning for kausa-
tivalternationen i spansk
En kognitiv-typologisk analyse*
- 2010**
1. Yen Tran
*Organizing Innovation in Turbulent
Fashion Market
Four papers on how fashion firms crea-
te and appropriate innovation value*
 2. Anders Raastrup Kristensen
*Metaphysical Labour
Flexibility, Performance and Commit-
ment in Work-Life Management*
 3. Margrét Sigrún Sigurdardóttir
*Dependently independent
Co-existence of institutional logics in
the recorded music industry*
 4. Ásta Dis Óladóttir
*Internationalization from a small do-
mestic base:
An empirical analysis of Economics and
Management*
 5. Christine Secher
*E-deltagelse i praksis – politikernes og
forvaltningens medkonstruktion og
konsekvenserne heraf*
 6. Marianne Stang Våland
*What we talk about when we talk
about space:*
 7. Rex Degnegaard
*Strategic Change Management
Change Management Challenges in
the Danish Police Reform*
 8. Ulrik Schultz Brix
*Værdi i rekruttering – den sikre beslut-
ning
En pragmatisk analyse af perception
og synliggørelse af værdi i rekrutte-
rings- og udvælgelsesarbejdet*
 9. Jan Ole Similä
*Kontraktsledelse
Relasjonen mellom virksomhetsledelse
og kontraktshåndtering, belyst via fire
norske virksomheter*
 10. Susanne Boch Waldorff
*Emerging Organizations: In between
local translation, institutional logics
and discourse*
 11. Brian Kane
*Performance Talk
Next Generation Management of
Organizational Performance*
 12. Lars Ohnemus
*Brand Thrust: Strategic Branding and
Shareholder Value
An Empirical Reconciliation of two
Critical Concepts*
 13. Jesper Schlamovitz
*Håndtering af usikkerhed i film- og
byggeprojekter*
 14. Tommy Moesby-Jensen
*Det faktiske livs forbindtighed
Førsokratisk informeret, ny-aristotelisk
ήθος-tænkning hos Martin Heidegger*
 15. Christian Fich
*Two Nations Divided by Common
Values
French National Habitus and the
Rejection of American Power*

16. Peter Beyer
Processer, sammenhængskraft og fleksibilitet
Et empirisk casestudie af omstillingsforløb i fire virksomheder
17. Adam Buchhorn
Markets of Good Intentions
Constructing and Organizing Biogas Markets Amid Fragility and Controversy
18. Cecilie K. Moesby-Jensen
Social læring og fælles praksis
Et mixed method studie, der belyser læringskonsekvenser af et lederkursus for et praksisfællesskab af offentlige mellemledere
19. Heidi Boye
Fødevarer og sundhed i sen-modernismen
– En indsigt i hyggefænomenet og de relaterede fødevarerpraksisser
20. Kristine Munkgård Pedersen
Flygtige forbindelser og midlertidige mobiliseringer
Om kulturel produktion på Roskilde Festival
21. Oliver Jacob Weber
Causes of Intercompany Harmony in Business Markets – An Empirical Investigation from a Dyad Perspective
22. Susanne Ekman
Authority and Autonomy
Paradoxes of Modern Knowledge Work
23. Anette Frey Larsen
Kvalitetsledelse på danske hospitaler
– Ledelsernes indflydelse på introduktion og vedligeholdelse af kvalitetsstrategier i det danske sundhedsvæsen
24. Toyoko Sato
Performativity and Discourse: Japanese Advertisements on the Aesthetic Education of Desire
25. Kenneth Brinch Jensen
Identifying the Last Planner System
Lean management in the construction industry
26. Javier Busquets
Orchestrating Network Behavior for Innovation
27. Luke Patey
The Power of Resistance: India's National Oil Company and International Activism in Sudan
28. Mette Vedel
Value Creation in Triadic Business Relationships. Interaction, Interconnection and Position
29. Kristian Tørning
Knowledge Management Systems in Practice – A Work Place Study
30. Qingxin Shi
An Empirical Study of Thinking Aloud
Usability Testing from a Cultural Perspective
31. Tanja Juul Christiansen
Corporate blogging: Medarbejderes kommunikative handlekraft
32. Malgorzata Ciesielska
Hybrid Organisations.
A study of the Open Source – business setting
33. Jens Dick-Nielsen
Three Essays on Corporate Bond Market Liquidity
34. Sabrina Speiermann
Modstandens Politik
Kampagnestyling i Velfærdsstaten.
En diskussion af trafikcampagners styringspotentiale
35. Julie Uldam
Fickle Commitment. Fostering political engagement in 'the flighty world of online activism'

36. Annegrete Juul Nielsen
Traveling technologies and transformations in health care
 37. Athur Mühlen-Schulte
Organising Development Power and Organisational Reform in the United Nations Development Programme
 38. Louise Rygaard Jonas
*Branding på butiksgulvet
Et case-studie af kultur- og identitets-arbejdet i Kvickly*
- 2011**
1. Stefan Fraenkel
*Key Success Factors for Sales Force Readiness during New Product Launch
A Study of Product Launches in the Swedish Pharmaceutical Industry*
 2. Christian Plesner Rossing
International Transfer Pricing in Theory and Practice
 3. Tobias Dam Hede
*Samtalekunst og ledelsesdisciplin
– en analyse af coachingsdiskursens genealogi og governmentality*
 4. Kim Pettersson
Essays on Audit Quality, Auditor Choice, and Equity Valuation
 5. Henrik Merkelsen
The expert-lay controversy in risk research and management. Effects of institutional distances. Studies of risk definitions, perceptions, management and communication
 6. Simon S. Torp
Employee Stock Ownership: Effect on Strategic Management and Performance
 7. Mie Harder
Internal Antecedents of Management Innovation
 8. Ole Helby Petersen
Public-Private Partnerships: Policy and Regulation – With Comparative and Multi-level Case Studies from Denmark and Ireland
 9. Morten Krogh Petersen
'Good' Outcomes. Handling Multiplicity in Government Communication
 10. Kristian Tangsgaard Hvelplund
Allocation of cognitive resources in translation - an eye-tracking and key-logging study
 11. Moshe Yonatany
The Internationalization Process of Digital Service Providers
 12. Anne Vestergaard
*Distance and Suffering
Humanitarian Discourse in the age of Mediatization*
 13. Thorsten Mikkelsen
Personligheds indflydelse på forretningsrelationer
 14. Jane Thostrup Jagd
*Hvorfor fortsætter fusionsbølgen ud-over "the tipping point"?
– en empirisk analyse af information og kognitioner om fusioner*
 15. Gregory Gimpel
Value-driven Adoption and Consumption of Technology: Understanding Technology Decision Making
 16. Thomas Stengade Sønderskov
*Den nye mulighed
Social innovation i en forretningsmæssig kontekst*
 17. Jeppe Christoffersen
Donor supported strategic alliances in developing countries
 18. Vibeke Vad Baunsgaard
Dominant Ideological Modes of Rationality: Cross functional

- integration in the process of product innovation*
19. Throstur Olaf Sigurjonsson
Governance Failure and Iceland's Financial Collapse
 20. Allan Sall Tang Andersen
Essays on the modeling of risks in interest-rate and inflation markets
 21. Heidi Tscherning
Mobile Devices in Social Contexts
 22. Birgitte Gorm Hansen
*Adapting in the Knowledge Economy
Lateral Strategies for Scientists and Those Who Study Them*
 23. Kristina Vaarst Andersen
*Optimal Levels of Embeddedness
The Contingent Value of Networked Collaboration*
 24. Justine Grønbaek Pors
*Noisy Management
A History of Danish School Governing from 1970-2010*
 25. Stefan Linder
*Micro-foundations of Strategic Entrepreneurship
Essays on Autonomous Strategic Action*
 26. Xin Li
*Toward an Integrative Framework of National Competitiveness
An application to China*
 27. Rune Thorbjørn Clausen
*Værdifuld arkitektur
Et eksplorativt studie af bygningers rolle i virksomheders værdiskabelse*
 28. Monica Viken
Marksundersøgelser som bevis i varemerke- og handelsføringsrett
 29. Christian Wymann
*Tattooing
The Economic and Artistic Constitution of a Social Phenomenon*
 30. Sanne Frandsen
*Productive Incoherence
A Case Study of Branding and Identity Struggles in a Low-Prestige Organization*
 31. Mads Stenbo Nielsen
Essays on Correlation Modelling
 32. Ivan Häuser
*Følelse og sprog
Etablering af en ekspressiv kategori, eksemplificeret på russisk*
 33. Sebastian Schwenen
Security of Supply in Electricity Markets
- 2012**
1. Peter Holm Andreasen
*The Dynamics of Procurement Management
- A Complexity Approach*
 2. Martin Haulrich
Data-Driven Bitext Dependency Parsing and Alignment
 3. Line Kirkegaard
*Konsulent i den anden nat
En undersøgelse af det intense arbejdsliv*
 4. Tonny Stenheim
Decision usefulness of goodwill under IFRS
 5. Morten Lind Larsen
*Produktivitet, vækst og velfærd
Industrirådet og efterkrigstidens Danmark 1945 - 1958*
 6. Petter Berg
Cartel Damages and Cost Asymmetries
 7. Lynn Kahle
*Experiential Discourse in Marketing
A methodical inquiry into practice and theory*
 8. Anne Roelsgaard Obling
*Management of Emotions
in Accelerated Medical Relationships*

9. Thomas Frandsen
Managing Modularity of Service Processes Architecture
10. Carina Christine Skovmøller
*CSR som noget særligt
Et casestudie om styring og menings-skabelse i relation til CSR ud fra en intern optik*
11. Michael Tell
*Fradragsbeskæring af selskabers finansieringsudgifter
En skatteretlig analyse af SEL §§ 11, 11B og 11C*
12. Morten Holm
*Customer Profitability Measurement Models
Their Merits and Sophistication across Contexts*
13. Katja Joo Dyppel
*Beskatning af derivater
En analyse af dansk skatteret*
14. Esben Anton Schultz
*Essays in Labor Economics
Evidence from Danish Micro Data*
15. Carina Risvig Hansen
"Contracts not covered, or not fully covered, by the Public Sector Directive"
16. Anja Svejgaard Pors
Iværksættelse af kommunikation - patientfigurer i hospitalets strategiske kommunikation
17. Frans Bévort
*Making sense of management with logics
An ethnographic study of accountants who become managers*
18. René Kallestrup
The Dynamics of Bank and Sovereign Credit Risk
19. Brett Crawford
*Revisiting the Phenomenon of Interests in Organizational Institutionalism
The Case of U.S. Chambers of Commerce*
20. Mario Daniele Amore
Essays on Empirical Corporate Finance
21. Arne Stjernholm Madsen
The evolution of innovation strategy Studied in the context of medical device activities at the pharmaceutical company Novo Nordisk A/S in the period 1980-2008
22. Jacob Holm Hansen
*Is Social Integration Necessary for Corporate Branding?
A study of corporate branding strategies at Novo Nordisk*
23. Stuart Webber
Corporate Profit Shifting and the Multinational Enterprise
24. Helene Ratner
*Promises of Reflexivity
Managing and Researching Inclusive Schools*
25. Therese Strand
The Owners and the Power: Insights from Annual General Meetings
26. Robert Gavin Strand
In Praise of Corporate Social Responsibility Bureaucracy
27. Nina Sormunen
*Auditor's going-concern reporting
Reporting decision and content of the report*
28. John Bang Mathiasen
*Learning within a product development working practice:
- an understanding anchored in pragmatism*
29. Philip Holst Riis
Understanding Role-Oriented Enterprise Systems: From Vendors to Customers
30. Marie Lisa Dacanay
*Social Enterprises and the Poor
Enhancing Social Entrepreneurship and Stakeholder Theory*

31. Fumiko Kano Glückstad
Bridging Remote Cultures: Cross-lingual concept mapping based on the information receiver's prior-knowledge
 32. Henrik Barslund Fosse
Empirical Essays in International Trade
 33. Peter Alexander Albrecht
*Foundational hybridity and its reproduction
Security sector reform in Sierra Leone*
 34. Maja Rosenstock
*CSR - hvor svært kan det være?
Kulturanalytisk casestudie om
udfordringer og dilemmaer med at
forankre Coops CSR-strategi*
 35. Jeanette Rasmussen
*Tweens, medier og forbrug
Et studie af 10-12 årige danske børns
brug af internettet, opfattelse og for-
ståelse af markedsføring og forbrug*
 36. Ib Tunby Gulbrandsen
*'This page is not intended for a
US Audience'
A five-act spectacle on online
communication, collaboration
& organization.*
 37. Kasper Aalling Teilmann
*Interactive Approaches to
Rural Development*
 38. Mette Mogensen
*The Organization(s) of Well-being
and Productivity
(Re)assembling work in the Danish Post*
 39. Søren Friis Møller
*From Disinterestedness to Engagement
Towards Relational Leadership In the
Cultural Sector*
 40. Nico Peter Berhausen
*Management Control, Innovation and
Strategic Objectives – Interactions and
Convergence in Product Development
Networks*
 41. Balder Onarheim
*Creativity under Constraints
Creativity as Balancing
'Constrainedness'*
 42. Haoyong Zhou
Essays on Family Firms
 43. Elisabeth Naima Mikkelsen
*Making sense of organisational conflict
An empirical study of enacted sense-
making in everyday conflict at work*
- 2013**
1. Jacob Lyngsie
*Entrepreneurship in an Organizational
Context*
 2. Signe Groth-Brodersen
*Fra ledelse til selvet
En socialpsykologisk analyse af
forholdet imellem selvledelse, ledelse
og stress i det moderne arbejdsliv*
 3. Nis Høyrup Christensen
*Shaping Markets: A Neoinstitutional
Analysis of the Emerging
Organizational Field of Renewable
Energy in China*
 4. Christian Edelvold Berg
*As a matter of size
THE IMPORTANCE OF CRITICAL
MASS AND THE CONSEQUENCES OF
SCARCITY FOR TELEVISION MARKETS*
 5. Christine D. Isakson
*Coworker Influence and Labor Mobility
Essays on Turnover, Entrepreneurship
and Location Choice in the Danish
Maritime Industry*
 6. Niels Joseph Jerne Lennon
*Accounting Qualities in Practice
Rhizomatic stories of representational
faithfulness, decision making and
control*
 7. Shannon O'Donnell
*Making Ensemble Possible
How special groups organize for
collaborative creativity in conditions
of spatial variability and distance*

8. Robert W. D. Veitch
Access Decisions in a Partly-Digital World
Comparing Digital Piracy and Legal Modes for Film and Music
9. Marie Mathiesen
Making Strategy Work
An Organizational Ethnography
10. Arisa Shollo
The role of business intelligence in organizational decision-making
11. Mia Kaspersen
The construction of social and environmental reporting
12. Marcus Møller Larsen
The organizational design of offshoring
13. Mette Ohm Rørdam
EU Law on Food Naming
The prohibition against misleading names in an internal market context
14. Hans Peter Rasmussen
GIV EN GED!
Kan giver-idealtyper forklare støtte til velgørenhed og understøtte relationsopbygning?
15. Ruben Schachtenhaufen
Fonetisk reduktion i dansk
16. Peter Koerver Schmidt
Dansk CFC-beskatning
I et internationalt og komparativt perspektiv
17. Morten Froholdt
Strategi i den offentlige sektor
En kortlægning af styringsmæssig kontekst, strategisk tilgang, samt anvendte redskaber og teknologier for udvalgte danske statslige styrelser
18. Annette Camilla Sjørup
Cognitive effort in metaphor translation
An eye-tracking and key-logging study
19. Tamara Stucchi
The Internationalization of Emerging Market Firms: A Context-Specific Study
20. Thomas Lopdrup-Hjorth
"Let's Go Outside": The Value of Co-Creation
21. Ana Alačovska
Genre and Autonomy in Cultural Production
The case of travel guidebook production
22. Marius Gudmand-Høyer
Stemningssindssygdommenes historie i det 19. århundrede
Omtydningen af melankolien og manien som bipolære stemningslidelser i dansk sammenhæng under hensyn til dannelsen af det moderne følelseslivs relative autonomi.
En problematiserings- og erfarings-analytisk undersøgelse
23. Lichen Alex Yu
Fabricating an S&OP Process
Circulating References and Matters of Concern
24. Esben Alfort
The Expression of a Need
Understanding search
25. Trine Pallesen
Assembling Markets for Wind Power
An Inquiry into the Making of Market Devices
26. Anders Koed Madsen
Web-Visions
Repurposing digital traces to organize social attention
27. Lærke Højgaard Christiansen
BREWING ORGANIZATIONAL RESPONSES TO INSTITUTIONAL LOGICS
28. Tommy Kjær Lassen
EGENTLIG SELVLEDELSE
En ledelsesfilosofisk afhandling om selvedelsens paradoksale dynamik og eksistentielle engagement

29. Morten Rossing
Local Adaption and Meaning Creation in Performance Appraisal
 30. Søren Obed Madsen
*Lederen som oversætter
Et oversættelsesteoretisk perspektiv på strategisk arbejde*
 31. Thomas Høgenhaven
*Open Government Communities
Does Design Affect Participation?*
 32. Kirstine Zinck Pedersen
*Failsafe Organizing?
A Pragmatic Stance on Patient Safety*
 33. Anne Petersen
*Hverdagslogikker i psykiatrisk arbejde
En institutionsetnografisk undersøgelse af hverdagen i psykiatriske organisationer*
 34. Didde Maria Humle
Fortællinger om arbejde
 35. Mark Holst-Mikkelsen
*Strategieksekvering i praksis
– barrierer og muligheder!*
 36. Malek Maalouf
*Sustaining lean
Strategies for dealing with
organizational paradoxes*
 37. Nicolaj Tofte Brenneche
*Systemic Innovation In The Making
The Social Productivity of
Cartographic Crisis and Transitions
in the Case of SEEIT*
 38. Morten Gylling
*The Structure of Discourse
A Corpus-Based Cross-Linguistic Study*
 39. Binzhang YANG
*Urban Green Spaces for Quality Life
- Case Study: the landscape
architecture for people in Copenhagen*
 40. Michael Friis Pedersen
*Finance and Organization:
The Implications for Whole Farm
Risk Management*
 41. Even Fallan
*Issues on supply and demand for
environmental accounting information*
 42. Ather Nawaz
*Website user experience
A cross-cultural study of the relation
between users' cognitive style, context
of use, and information architecture
of local websites*
 43. Karin Beukel
*The Determinants for Creating
Valuable Inventions*
 44. Arjan Markus
*External Knowledge Sourcing
and Firm Innovation
Essays on the Micro-Foundations
of Firms' Search for Innovation*
- 2014**
1. Solon Moreira
*Four Essays on Technology Licensing
and Firm Innovation*
 2. Karin Strzeletz Ivertsen
*Partnership Drift in Innovation
Processes
A study of the Think City electric
car development*
 3. Kathrine Hoffmann Pii
*Responsibility Flows in Patient-centred
Prevention*
 4. Jane Bjørn Vedel
*Managing Strategic Research
An empirical analysis of
science-industry collaboration in a
pharmaceutical company*
 5. Martin Gylling
*Processuel strategi i organisationer
Monografi om dobbeltheden i
tænkning af strategi, dels som
vidensfelt i organisationsteori, dels
som kunstnerisk tilgang til at skabe
i erhvervsmæssig innovation*

6. Linne Marie Lauesen
*Corporate Social Responsibility
in the Water Sector:
How Material Practices and their
Symbolic and Physical Meanings Form
a Colonising Logic*
7. Maggie Qiuzhu Mei
*LEARNING TO INNOVATE:
The role of ambidexterity, standard,
and decision process*
8. Inger Høedt-Rasmussen
*Developing Identity for Lawyers
Towards Sustainable Lawyering*
9. Sebastian Fux
*Essays on Return Predictability and
Term Structure Modelling*
10. Thorbjørn N. M. Lund-Poulsen
Essays on Value Based Management
11. Oana Brindusa Albu
*Transparency in Organizing:
A Performative Approach*
12. Lena Olaison
Entrepreneurship at the limits
13. Hanne Sørum
*DRESSED FOR WEB SUCCESS?
An Empirical Study of Website Quality
in the Public Sector*
14. Lasse Folke Henriksen
*Knowing networks
How experts shape transnational
governance*
15. Maria Halbinger
*Entrepreneurial Individuals
Empirical Investigations into
Entrepreneurial Activities of
Hackers and Makers*
16. Robert Spliid
*Kapitalfondenes metoder
og kompetencer*

TITLER I ATV PH.D.-SERIEN

1992

1. Niels Kornum
Servicesamkørsel – organisation, økonomi og planlægningsmetode

1995

2. Verner Worm
*Nordiske virksomheder i Kina
Kulturspecifikke interaktionsrelationer
ved nordiske virksomhedsetableringer i Kina*

1999

3. Mogens Bjerre
*Key Account Management of Complex
Strategic Relationships
An Empirical Study of the Fast Moving
Consumer Goods Industry*

2000

4. Lotte Darsø
*Innovation in the Making
Interaction Research with heterogeneous
Groups of Knowledge Workers
creating new Knowledge and new
Leads*

2001

5. Peter Hobolt Jensen
*Managing Strategic Design Identities
The case of the Lego Developer Network*

2002

6. Peter Lohmann
*The Deleuzian Other of Organizational
Change – Moving Perspectives of the
Human*
7. Anne Marie Jess Hansen
*To lead from a distance: The dynamic
interplay between strategy and strategizing – A case study of the strategic
management process*

2003

8. Lotte Henriksen
*Videndeling
– om organisatoriske og ledelsesmæssige
udfordringer ved videndeling i
praksis*
9. Niels Christian Nickelsen
*Arrangements of Knowing: Coordinating
Procedures Tools and Bodies in
Industrial Production – a case study of
the collective making of new products*

2005

10. Carsten Ørts Hansen
*Konstruktion af ledelsesteknologier og
effektivitet*

TITLER I DBA PH.D.-SERIEN

2007

1. Peter Kastrup-Misir
*Endeavoring to Understand Market
Orientation – and the concomitant
co-mutation of the researched, the
researcher, the research itself and the
truth*

2009

1. Torkild Leo Thellefsen
*Fundamental Signs and Significance
effects
A Semeiotic outline of Fundamental
Signs, Significance-effects, Knowledge
Profiling and their use in Knowledge
Organization and Branding*
2. Daniel Ronzani
*When Bits Learn to Walk Don't Make
Them Trip. Technological Innovation
and the Role of Regulation by Law
in Information Systems Research: the
Case of Radio Frequency Identification
(RFID)*

2010

1. Alexander Carnera
*Magten over livet og livet som magt
Studier i den biopolitiske ambivalens*