

Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde

Retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse





Ole Steen Andersen

Ole Steen Andersen blev formand for DVCA i marts 2008.

Ole Steen Andersen har en lang karriere i centraladministrationen, NKT og Danfoss bag sig. Senest har han været koncerndirektør og CFO i Danfoss A/S, hvor han i forbindelse med generalforsamlingen i 2007 gik på pension.

Ole Steen Andersen er medlem af bestyrelsen i SPEAS og Nordic Industrial Advisor for CVC Capital Partner samt medlem af Advisory Board i Dansk Merchant Capital.

Herudover er Ole Steen Andersen formand for bestyrelsen i venturvirksomheden HedgeCorp A/S og medlem af en lang række bestyrelser i ind- og udland.

Christian Frigast

Christian Frigast er managing partner hos Axcel, som han var med til at etablere i 1994.

Tidligere har Christian Frigast været ansat som koncerndirektør i Incentive (1993-94) og direktør i det tidligere Unibank, nu Nordea (1973-92).

Christian Frigast er cand.polit. og har bl.a. videreuddannet sig på Stanford University i USA. Ud over at sidde i bestyrelsen i selskaber ejet af Axcel er han næstformand i Dampskibsselskabet Torm.

Christian Frigast er næstformand i DVCA og formand for DVCA's Private Equity-udvalg.

Mere åbenhed skaber værdi for kapitalfonde og deres investorer

Forord

En bred kreds af DVCA's medlemmer har siden efteråret 2007 arbejdet på at skabe rammerne for større åbenhed og transparens i kapitalfonde. DVCA ønsker med disse retningslinjer at give bolden op til dialog om aktivt ejerskab.

Retningslinjerne skal sætte nye standarder for kapitalfondenes kommunikation med omverdenen. DVCA er opmærksom på, at dele af vores omverden hidtil har haft en opfattelse af, at branchen har været for lukket, og det har vi naturligvis selv et hovedansvar for. DVCA anerkender, at dialog med omverdenen ikke alene vil kunne bringe større forståelse for, hvordan vi arbejder, men også, at det i sig selv kan være værdiskabende, at branchen formår at opfange de signaler, som omverdenen sender.

Ud over retningslinjerne har DVCA også lavet en baggrundsrapport, der giver en udførlig beskrivelse af, hvad aktivt ejerskab går ud på. Den bliver suppleret af 10 interessante investeringer, der på hver sin måde fortæller, hvordan kapitalfonde arbejder med virksomheder. En vigtig del af grundlaget for vores rapport er et større forskningsprojekt, som forskere fra CEBR (Centre for Economic and Business Research ved Copenhagen Business School) har gennemført i løbet af det seneste år. Arbejdet, der er finansieret af DVCA, er mundet ud i en selvstændig rapport, der senere vil kunne downloades på DVCA's hjemmeside – www.dvca.dk.

Retningslinjerne er kun en begyndelse. Nu skal de tages i brug, og det vil i den kommende tid afspejle sig i større åbenhed i kapitalfonde og i de virksomheder, som fondene ejer. DVCA vil selv gå foran i en mere proaktiv rolle, der kan bidrage til at sætte mere fokus på, hvordan aktivt ejerskab kan skabe sunde og stærke virksomheder. Blandt andet vil DVCA fremover udgive en årlig rapport, der vil rumme udførlige oversigter over udviklingen i branchen.

DVCA har under arbejdet trukket på en ekstern følgegruppe bestående af afdelingsleder Ingerlise Buck, LO, professor Jan Schans Christensen, Københavns Universitet, adm. dir. Jørgen Mads Clausen, Danfoss, fondsdirektør Bjarne Graven Larsen, ATP, bankdirektør Peter Schütze, Nordea, og formand Bente Sorgenfrey, FTF. Vi vil gerne benytte lejligheden til at takke for det store engagement, som denne gruppe har lagt i arbejdet med retningslinjerne. Det skal dog understreges, at ansvaret for retningslinjerne alene ligger hos DVCA.

En særlig tak skal også gå til den arbejdsgruppe, der på branchens vegne har brugt tid på at udforme retningslinjerne.

DVCA vil nu følge, hvordan retningslinjerne bliver efterlevet, og hvilken betydning det har i forhold til vores interessenter. På den baggrund vil vi i 2010 tage bestik af behovet for at revidere retningslinjerne.

Ole Steen Andersen

Formand, DVCA

Christian Frigast

Formand for DVCA's arbejdsgruppe og næstformand, DVCA

»En kapitalfond kan med et populært begreb beskrives som en professionel investeringsenhed, hvor en række investorer – typisk pensionskasser, finansielle institutioner samt større virksomheder – foretager investeringer i opkøbsmodne virksomheder.«

Hvad er en kapitalfond, og hvordan arbejder den?

Det er kendetegnende for kapitalfondes investeringer i virksomheder, at der ved finansieringen af købet indskydes en kombination af egen- og lånekapital, og at en kreds af nøglemedarbejdere bliver medejere af virksomheden sammen med kapitalfonden.

En kapitalfond er en professionel investeringsenhed, hvor en række investorer¹ – typisk pensionskasser, finansielle institutioner samt større virksomheder – foretager investeringer i opkøbsmodne virksomheder via et managementselskab, som rådgiver i forbindelse med investeringer i virksomheder, der matcher de kriterier, som investorerne og fonden har aftalt.

Kapitalfonden udøver aktivt ejerskab på vegne af investorerne og udvikler virksomhederne med henblik på at øge deres værdi. Aktivt ejerskab betyder, at fonden, ud over at stille kapital til rådighed, samarbejder aktivt med virksomhedens bestyrelse og ledelse om virksomhedens udvikling.

Den typiske investeringshorisont for investorer, som investerer i kapitalfonde, er 10–12 år. I løbet af denne periode – der kaldes investor commitment-perioden – bruger fondene tiden på at finde de rigtige selskaber at investere i, og herefter bruges den resterende tid på at udvikle og senere sælge selskaberne.

Det er kendetegnende for kapitalfondes investeringer i virksomheder, at der ved finansieringen af købet indskydes en kombination af egen- og lånekapital, og at en kreds af nøglemedarbejdere bliver medejere af virksomheden sammen med kapitalfonden.

Kapitalfonden får ved stiftelsen et bindende tilsagn om tilførsel af kapital fra sine investorer. Det sker i Danmark typisk via et kommanditselskab eller tilsvarende selskabsform, som investorerne kender fra internationale kapitalfonde. Fondens tilknyttede managementselskab har herefter inden for aftalte rammer råderet over kapitalen.

Fondens managementselskab benytter sin mulighed for at trække kapitalen i takt med, at der opkøbes virksomheder. Investorernes kapital forbliver derved hos investorerne, indtil der foretages en konkret investering, og tilbagebetaling sker løbende i form af salg af virksomheder. Det giver den bedst mulige udnyttelse af kapitalen for investorerne.

Fondens samlede afkast afhænger af udviklingen i de enkelte virksomheder, som fonden har investeret i. For at vurdere afkastet kan man anvende to forskellige metoder. Man kan se på den årlige forrentning (kaldet IRR eller intern rente) og den såkaldte multipl, som er forholdet mellem det beløb, der kommer til

1. Investorerne kaldes også Limited Partners.



Hvorfor er der brug for retningslinjer for kapitalfonde?

udbetaling, når fonden er afsluttet, og det beløb, fonden har trukket fra sine investorer.

Det gennemsnitlige afkast fra investeringer i selskaber ejet af kapitalfonde i Europa i perioden 1996–2006 målt ved IRR-metoden udgjorde 13,6% p.a.² I Danmark udgør afkastet på solgte virksomheder i perioden 2000–2007 godt 30% p.a.

Kapitalfonde og de virksomheder, som de investerer i, er i Danmark underlagt samme lovgivning som andre virksomheder. Kapitalfonde har imidlertid et ansvar for og interesse i, at branchen generelt agerer og bliver opfattet som en troværdig samfundsmæssig aktør, og at der er en bred forståelse for kapitalfondes forretningsmodel. Det kræver, at fondene udviser *ansvarligt ejerskab*.

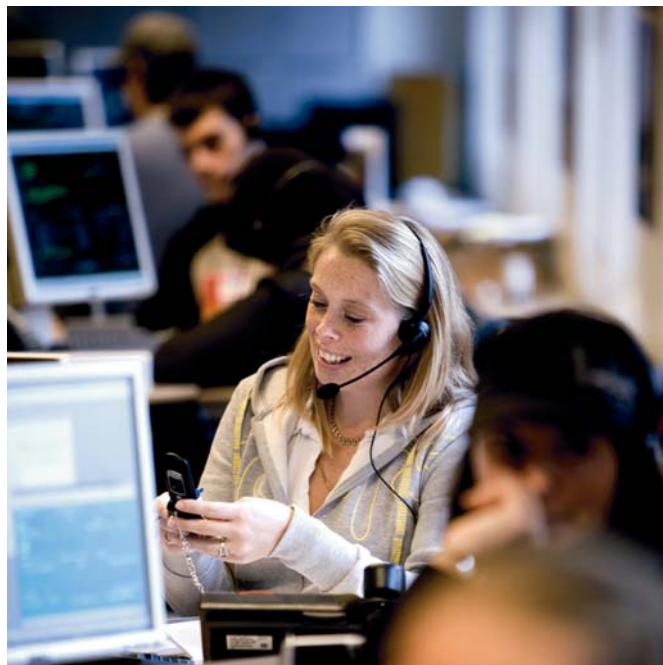
Som følge af det forholdsvis høje afkast, mange fonde har genereret igennem de senere år, investeres stadig flere midler i kapitalfonde. Kapitalfonde ejer derfor en stigende andel af både danske og internationale virksomheder. Eksempelvis regnede man i 2006 med, at ca. 4% af de beskæftigede i den private sektor i Danmark arbejdede i virksomheder ejet af kapitalfonde.³

Når en virksomhed overtages af en kapitalfond, er det overordnede mål at øge værdien af virksomheden ved at udvikle og styrke den. Det opnås typisk ved at accelerere væksten og øge rentabiliteten, hvilket ofte kombineres med tilkøb af yderligere virksomheder eller aktiviteter. Fokusering af virksomheden ved frasalg af ikke-kerneaktiviteter ses også.

I forbindelse med, at en virksomhed bliver overtaget af en kapitalfond, vil der i de fleste tilfælde blive gennemført væsentlige strategiske forandringer, så den pågældende virksomhed er bedst muligt rustet til at tackle de specifikke udfordringer, den står over for. Disse mere eller mindre omfattende forandringsprocesser – og de seneste års øgede aktivitet blandt kapitalfonde – har skabt en øget offentlig interesse for fondene, såvel i Danmark som internationalt. Det skaber et stigende ønske om gennemsigtighed med hensyn til måden, hvorpå kapitalfonde driver forretning. Det gælder hele perioden fra det initiale opkøb af virksomhederne over den videre udvikling af virksomhederne, til de efter en årrække sælges videre til nye ejere.

2. Kilde: European Venture Capital Association (EVCA)

3. Kilde: Kapitalfonde i Danmark, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Økonomisk Tema November 2006.



Kapitalfonde, investorer og det øvrige samfund har en fælles interesse i, at de selskaber, som kapitalfondene ejer, er konkurrencedygtige på et sundt grundlag. Ansvarligt ejerskab i kapitalfonde indebærer, at fondene har mulighed for at udvikle deres selskaber i tæt samspil med bestyrelse, direktion og medarbejdere.

Kapitalfonde, investorer og det øvrige samfund har en fælles interesse i, at de selskaber, som kapitalfondene ejer, er konkurrencedygtige på et sundt grundlag. Ansvarligt ejerskab i kapitalfonde indebærer, at fondene har mulighed for at udvikle deres selskaber i tæt samspil med bestyrelse, direktion og medarbejdere. En vigtig forudsætning herfor er, at det omkringliggende samfund har tillid til, at kapitalfondene opererer på kendte og gennemsigtige vilkår. Det ønsker DVCA at understøtte gennem disse retningslinjer, der lægger op til åbenhed og dialog gennem øget rapportering og større gennemsigtighed.

Kapitalfondsejede virksomheder befinder sig et sted imellem personligt ejede og fondsejede virksomheder, der ikke er undergivet krav om omfattende kommunikation og rapportering, og så børsnoterede selskaber, der er detailreguleret med hensyn til den rapportering, de skal foretage over for omverdenen. Det er derfor vigtigt at understrege, at der er en række afgørende forskelle i den kommunikation, der flyder fra et børsnoteret selskab og et selskab ejet af kapitalfonde.

I børsnoterede selskaber er ejerskabet typisk spredt på tusindvis af ejere (aktionærer), som løbende handler virksomhedens aktier, og derfor skal virksomheden kommunikere proaktivt til offentligheden for at sikre, at væsentlig information om virksomheden tilgår såvel nuværende som nye potentielle aktionærer samtidig. Virksomheder ejet af kapitalfonde adskiller sig væsentligt herfra, fordi virksomhederne har helt ned til én ejer. Derudover er der den vigtige forskel, at der ikke handles løbende med virksomhedens aktier. Virksomheden og fonden, der ejer den, har en direkte og mere uformel adgang til at kommunikere med såvel fondens ultimative investorer (Limited Partners) som virksomhedens medarbejdere.

Hvad angår kommunikation mellem en fond og dens investorer, adskiller denne sig også væsentligt fra de børsnoterede virksomheders kommunikation med deres aktionærer og markedet i øvrigt. Det skyldes, at en investor i en fond binder sin investering i en portefølje af virksomheder over en længere årrække (svarende til fondens levetid), mens en aktionær i en børsnoteret virksomhed, som nævnt i foregående afsnit, i princippet hele tiden kan beslutte, om aktiebeholdningen skal beholdes eller afhændes. Således er informationsbehovet for fondes investorer anderledes og typisk af mere langsigtet/strategisk karakter, end det er for en aktionær i en børsnoteret virksomhed.

Børsnoterede selskaber er underlagt formelle krav om detaljeret finansiel kvartalsrapportering. Det er nødvendigt for at sikre, at alle aktionærer løbende har samme indsigt i virksomhedens præstationer. I modsætning hertil kan kapitalfondens tætte relation til investorerne give bedre mulighed for at arbejde lang-



sigtet, for det er fra starten aftalt, at man arbejder ud fra en strategi for den enkelte virksomhed, der kan strække sig i 5-7 år.

Det betyder ikke nødvendigvis, at investorerne får mindre information. De modtager den blot løbende og ikke afgrænset til kvartalsvise rapporter. Dermed undgår virksomheder, som er ejet af fonde, den administrative byrde, der er forbundet med udarbejdelse af formelle kvartalsrapporter mv.

Det må imidlertid konstateres, at kapitalfonde i dag ejer virksomheder, der kan have bred samfundsmæssig interesse. Det kan være virksomheder, som har betydning for infrastruktur, eller som har stor betydning i lokalområdet. Det kan også være virksomheder, som beskæftiger mange medarbejdere. Hertil kommer, at kapitalfondes investorer i stort omfang er pensionskasser, hvis vigtigste interesser er pensionsindbetalere – dvs. typisk almindelige lønmodtagere.

Offentligheden kan derfor have interesse i at få indsigt i, hvordan en kapitalfond arbejder og skaber værdi. Det er baggrunden for, at der i disse retningslinjer er angivet en række områder, som kapitalfonde og deres virksomheder bør informere offentligt om.

4%

I 2006 arbejdede ca. 4% af de beskæftigede i den private sektor i Danmark i virksomheder ejet af kapitalfonde.

DVCA's retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse i kapitalfonde i Danmark

Introduktion til retningslinjerne

Retningslinjerne forholder sig til både virksomhedsniveau og kapitalfondsniveau. Derudover berøres DVCA's kommunikation på brancheniveau. Der indledes med en kort beskrivelse af interessenter samt anvendelsen og omfanget af disse retningslinjer.

Der er i et vist omfang knyttet kommentarer til retningslinjerne. Disse kommentarer er ikke en del af retningslinjerne, men angiver kort baggrunden for disse.

Det er tilstræbt at give DVCA's retningslinjer den grad af fleksibilitet, som er nødvendig for, at de kan anvendes i den verden, som kapitalfonde og deres virksomheder befinder sig i, og som er præget af en løbende ændring af vilkår og forventninger. Det er derfor hensigten, at der tages bestik af behovet for at revidere retningslinjerne i 2010.

Retningslinjerne tager højde for den forskellighed, der er blandt kapitalfondene og deres virksomheder, og som indebærer, at der kan være forskel på god selskabsledelse og den måde, det aktive ejerskab udøves på. Det er efter DVCA's opfattelse ikke muligt eller ønskeligt med specifik og detaljeret lovgivning på dette område.

Anvendelsen af retningslinjerne kædet sammen med et »comply or explain«-princip (»følg eller forklar«-princip) frem for lovgivning tager udgangspunkt i den ansvarlighed, der udvises fra kapitalfondenes side. I selvreguleringstilgangen er der således indbygget en forventning om, at kapitalfondene som udgangspunkt følger disse retningslinjer, og at de er et velegnet instrument til at øge det generelle informationsniveau. Det skyldes først og fremmest, at selvregulering i høj grad bygger på værdier, der er accepteret af et bredt flertal af aktørerne. Fonde eller virksomheder er imidlertid ikke ens, hvorfor der er behov for en vis fleksibilitet og rummelighed.

Indhold

I. Retningslinjernes tilblivelse, målgruppe og interessenter	08
1. Indhold og anvendelse af DVCA's retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god ledelsesskik i kapitalfonde i Danmark	08
2. Hvem har interesse i disse retningslinjer?	08
3. DVCA's arbejdsgruppe om åbenhed og aktivt ejerskab i kapitalfonde	10
4. Ikrafttræden	10
5. Hvilke kapitalfonde og virksomheder er omfattet?	11
II. Retningslinjer på virksomhedsniveau	12
1. Krav til rapportering og corporate governance	12
2. Indrapportering til DVCA for kapitalfondsejede virksomheder	14
III. Retningslinjer på kapitalfunds niveau	16
1. Kommunikation og rapportering for en kapitalfond	16
2. Indrapportering til DVCA	18
3. Rapportering til Limited Partners	18
4. Krav til kommunikation for kapitalfondsejede virksomheder	19
5. Kapitalfondes relationer til industrielt netværk	21
IV. DVCA i fremtiden	22
1. Krav til DVCA's kommunikation og databeredskab	22
2. DVCA's komite for god selskabsledelse i kapitalfonde	22
Bilag	
Bilag A: Fonde omfattet af DVCA's retningslinjer	23
Introduktion til bilag B: Walker Working Group	24
Bilag B: Sammenligning af danske og britiske retningslinjer for kapitalfonde	26

I. Retningslinjernes tilblivelse, målgruppe og interesser

1. Indhold og anvendelse af DVCA's retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god ledelsesskik i kapitalfonde i Danmark

Disse retningslinjer er udarbejdet i regi af DVCA, og ansvaret herfor er DVCA's. For at sikre, at retningslinjerne modsvarer relevante interessenters krav om åbenhed, har arbejdet været tilknyttet en ekstern følgegruppe, der har fulgt og kommenteret udarbejdelsen af retningslinjerne. Følgegruppen, som repræsenterer kapitalfondenes vigtigste interesser, bestod af:

Afdelingsleder Ingerlise Buck, LO
Professor, dr. jur. Jan Schans Christensen, Københavns Universitet
Adm. dir. Jørgen Mads Clausen, Danfoss
Fonddirektør Bjarne Graven Larsen, ATP
Bankdirektør Peter Schütze, Nordea
Formand Bente Sorgenfrey, FTF

Jan Schans Christensen har ud over at kommentere retningslinjernes indhold ydet rådgivning til DVCA vedrørende retningslinjernes form.

2. Hvem har interesse i disse retningslinjer?

Målgruppen for disse retningslinjer er først og fremmest kapitalfonde, der opererer i Danmark, og de virksomheder, som de har investeret i. Retningslinjerne forventes tillige at have interesse for investorerne i fondene samt ansatte, kreditorer, rådgivere og offentlige myndigheder. Herudover kan den brede offentlighed have en interesse i at få indsigt i, hvordan kapitalfonde arbejder.

Som medlem af DVCA forventes kapitalfonde og deres tilhørende virksomheder, der opfylder de nedenfor angivne krav, at følge disse retningslinjer ud fra det såkaldte comply or explain-princip. Det betyder, at disse fonde og deres virksomheder som udgangspunkt forventes at følge retningslinjerne. Hvis en fond eller virksomhed ikke følger retningslinjerne, skal der redegøres for årsagen hertil.

DVCA ønsker, at disse retningslinjer skal være et praktisk anvendeligt værktøj. Derfor vil DVCA altid indlede en dialog med fonde og fondsejede virksomheder, som må formodes at falde ind under disse retningslinjer. Nedenstående afgrænsning skal derfor ses som en overordnet rettesnor ved stillingtagen til, hvilke fonde og virksomheder, der er omfattet af retningslinjerne.

DVCA opfordrer også andre aktører, der opererer som kapitalfonde, og som ikke umiddelbart falder ind under definitionen, til at tilslutte sig retningslinjerne.



DVCA's følgegruppe

Adm. dir. Jørgen Mads Clausen, Danfoss
Professor, dr. jur. Jan Schans Christensen, Københavns Universitet
Direktør Ole Steen Andersen, formand for DVCA
Bankdirektør Peter Schütze, Nordea
Afdelingsleder Ingerise Buck, LO

Ikke med på billedet:
Fondsdirektør Bjarne Graven Larsen, ATP
Formand Bente Sorgenfrey, FTF



DVCA's arbejdsgruppe

Søren Vestergaard-Poulsen, CVC
Thomas Schleicher, EQT
Michael Haaning, Nordic Capital
Christian Frigast, Axcel (formand)
Søren Møller, LD Equity
Viggo Nedergaard Jensen, Polaris
Anders Bruun Schmidt, Dania Capital
Bill Haudal Pedersen, Deloitte

Ikke med på billedet:
Christian Dyvig, Nordic Capital
Lars Berg-Nielsen, Deloitte

3. DVCA's arbejdsgruppe om åbenhed og aktivt ejerskab i kapitalfonde

DVCA's projekt om åbenhed og aktivt ejerskab er blevet ledet af en arbejdsgruppe bestående af en række repræsentanter fra de kapitalfonde, der arbejder i Danmark:

Lars Berg-Nielsen, Deloitte
Anders Bruun-Schmidt, Dania Capital
Christian Dyvig⁴, Nordic Capital
Christian Frigast, Axcel (formand)
Søren Møller, LD Equity
Viggo Nedergaard Jensen, Polaris Private Equity
Thomas Schleicher, EQT
Søren Vestergaard-Poulsen, CVC

Arbejdsgruppen er blevet bistået af kommunikationsrådgiver Joachim Sperling (projektleder), statsautoriseret revisor Bill Haudal Pedersen, Deloitte, chefkonsulent Gorm Boe Petersen, DVCA, samt CFO Lars Thomassen og kommunikationschef Trine Juul Wengel, Axcel.

4. Christian Dyvig blev i januar 2008 afløst af Michael Haaning.

4. Ikrafttræden

Den del af retningslinjerne, der vedrører kapitalfonde, træder i kraft pr. 1. januar 2009. Forhold vedrørende habilitet træder i kraft pr. dags dato, jf. kapitel III, afsnit 5 om kapitalfondes relationer til industrielt netværk.

På virksomhedsniveau træder retningslinjerne i kraft for regnskabsår, der begynder 1. januar 2008 eller senere.

5. Hvilke kapitalfonde og virksomheder er omfattet?

En **kapitalfond** er omfattet af disse retningslinjer, hvis den er:

- ♣ Private equity-medlem af DVCA og
- ♣ Har kapitaltilsagn på mindst 500 mio. kr. opgjort som det samlede tilsagn for alle fonde, der ledes af et givent managementselskab (General Partner), og som investerer direkte i virksomheder og
- ♣ Har en selskabskonstruktion, hvor en eller flere investorer (Limited Partners) indgår og
- ♣ Hvor de væsentligste aktiviteter foregår i Danmark

Medlemmer af DVCA, hvis ultimative moderselskab er hjemmehørende i et andet land end Danmark, kan dermed ikke fuldt ud forpligtes til at leve op til DVCA's retningslinjer, da de kan være underlagt andre retningslinjer, som gælder der, hvor fonden er registreret.

For den del af de udenlandske kapitalfondes aktiviteter, der kan henføres til danske investeringer, er de på linje med de danske kapitalfonde omfattet af retningslinjerne i kapitel III, afsnit 2–5.

En **kapitalfondsejet virksomhed** omfattet af disse retningslinjer er en dansk virksomhed (koncern), der:

- ♣ er kontrolleret⁵ af en eller flere danske eller udenlandske kapitalfonde (uanset om disse fonde måtte være omfattet af retningslinjerne eller ej)
- ♣ som minimum har en størrelse, der medfører en klassificering som en klasse »C-stor virksomhed« i henhold til den danske årsregnskabslov.

Grænserne for klasse »C-stor virksomhed« er pr. 1. januar 2008⁶:

- ♣ Omsætning større end 238 mio. kr. (€ 32 mio.)
- ♣ Balancesum større end 119 mio. kr. (€ 16 mio.)
- ♣ Antal ansatte overstiger 250

5. Kontrol betyder, at en kapitalfond har bestemmende indflydelse over den pågældende virksomhed.

6. Folketinget vedtog den 3. juni 2008 lov om ændring af årsregnskabsloven (L 100), der bl.a. medfører, at beløbsgrænserne for regnskabsklasse »C-stor« er ændret med virkning fra regnskabsår, der begynder den 1. september 2008 eller senere. Herefter er beløbsgrænsen for omsætning 286 mio. kr. og balancesum 143 mio. kr.

II. Retningslinjer på virksomhedsniveau

1. Krav til rapportering og corporate governance

A. Baggrund

I forhold til mange andre lande, herunder Storbritannien, stilles der i Danmark relativt store krav til virksomheders årsrapporter. Kapitalfondsejede virksomheder, der er omfattet af nærværende retningslinjer, er således allerede via årsregnskabsloven forpligtet til bl.a. at indarbejde en ledelsesberetning i årsrapporten, der generelt medfører et højt informationsniveau.

Årsregnskabsloven efterlader dog relativt vide rammer for, hvilket detaljeringsniveau oplysningerne i ledelsesberetningen bør have, hvortil kommer, at der kan være et informationsbehov, der ikke er dækket af den gældende lovgivning. Det er derfor fundet hensigtsmæssigt at supplere eller udfylde årsregnskabslovens bestemmelser.

B. Retningslinjer

Generelt om årsrapporten

Virksomhederne skal som supplement til den gældende lovgivning i deres årsrapporter give yderligere detaljeret information om nedenstående forhold:

- ♣ Udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold
- ♣ Corporate governance
- ♣ Finansielle og øvrige risici
- ♣ Medarbejderforhold

Disse udvidede krav til årsrapportens ledelsesberetning bygger på to grundlæggende principper: indhold frem for formalia samt væsentlighed frem for tjeklisteafkrydsning. Dette betyder bl.a., at virksomhederne skal præsentere den information, der er relevant i forhold til virksomhedens konkrete situation i lyset af, at den er kapitalfondsejet.

Det anbefales, at det af ledelsesberetningen fremgår, at virksomhedens ejer og dermed også virksomheden er omfattet af DVCA's retningslinjer. Det anbefales endvidere, at der henvises til DVCA's hjemmeside, hvor retningslinjerne kan findes.

Den reviderede årsrapport skal være tilgængelig på virksomhedens hjemmeside umiddelbart efter offentliggørelsen.

Udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold

Redegørelsen for den økonomiske udvikling skal indeholde en omtale af omsætning og indtjening fordelt på hovedforretningssegmenter samt en overordnet vurdering i forhold til den lagte strategi.

Derudover skal ledelsesberetningen indeholde en beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling i omsætning og indtjening, samt om der er sket væsentlige ændringer i den lagte strategi.

Corporate governance

Ledelsesberetningen skal desuden indeholde en redegørelse for virksomhedens ejer- og kapitalstruktur. Hovedformålet med redegørelsen er at give et overblik over ledelsesopbygningen og kapitalstrukturen, som virksomhedens ejer – kapitalfonden – har etableret.

Redegørelsen skal indeholde oplysninger om:

- a. hvilken kapitalfond der ejer virksomheden og med hvilken ejerandel
- b. hvilke(n) partner(e) hos kapitalfonden der repræsenterer fonden(e) i den pågældende virksomhed
- c. hvem de enkelte medlemmer i bestyrelsen er indstillet af
- d. kapitalstruktur (f.eks. opdeling i aktieklasser mv.)
- e. generalforsamling (særlige bestemmelser i vedtægter om bestyrelsens beføjelser/bemyndigelser til udlodning mv.)
- f. interessenter (angivelse af, hvem der er virksomhedens primære interessenter, og hvad ledelsen gør for at imødekomme disse)
- g. bestyrelsens arbejde (antal bestyrelsesmøder, brug af bestyrelsesudvalg mv.)
- h. direktionens og bestyrelsens aktuelle vederlag
- i. bestyrelsens og direktionens direkte aktiebeholdning som samlede grupper, hvis den overstiger 5% på balancedagen

Finansielle og øvrige risici

Redegørelsen skal have særligt fokus på de finansielle risici, der knytter sig til den valgte kapitalstruktur.

Såfremt det er relevant for virksomheden, bør ledelsesberetningen ligeledes indeholde en redegørelse for virksomhedens miljøforhold og mulige indvirkning på klimaforhold.

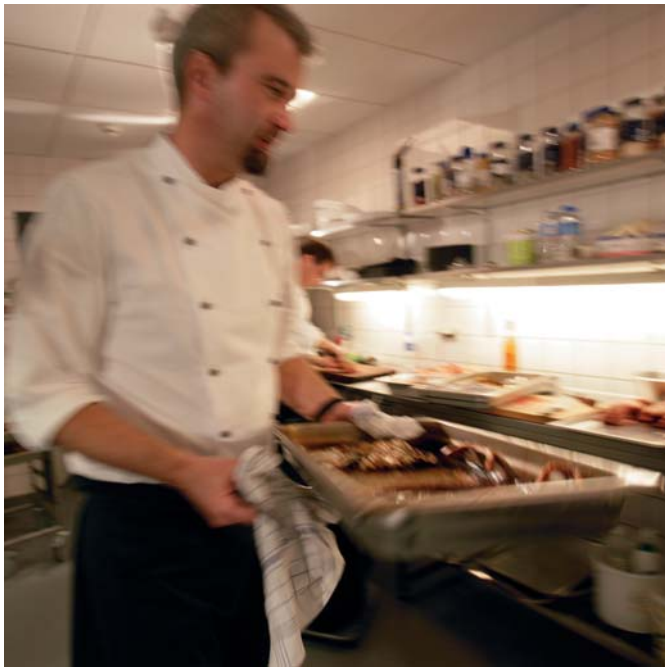
Medarbejderforhold

Redegørelsen skal omfatte medarbejderomsætning (afskedigelser, ansættelser, antal ansatte primo og ultimo året. Tallene opdeles på Danmark og resten af verden). Der skal også redegøres for andre særlige forhold, hvis disse har betydning for medarbejderne.

Selskaber, der i tilknytning til en transaktion er blevet afnoteret fra fondsbørsen

For at sikre, at den information, der har tilflydt selskabets interessenter under børsnoteringen i form af perioderapporteringer og årsrapporter i henhold til OMX Den Nordiske Børs Københavns regler, ikke forringes som umiddelbar konsekvens af kapitalfondens overtagelse og afnotering, skal selskabet i den førstkommande halv- og helårsrapportering holde samme niveau som under børsnoteringen.

Efter denne periode skal selskabet aflægge en halvårsrapport (uden detaljeret finansiel information), som beskriver, om virksomheden følger de overordnede mål, som er blevet udmeldt i sidste års årsrapport. Denne rapport skal foreligge på virksomhedens hjemmeside senest tre måneder efter halvårets afslutning.



2. Indrapportering til DVCA for kapitalfondsejede virksomheder

A. Baggrund

For at styrke det datamæssige grundlag for at vurdere kapitalfondes virke skal kapitalfondsejede virksomheder omfattet af disse retningslinjer indrapportere en række oplysninger til DVCA (eller et firma, der er udpeget af DVCA). Der henvises til bemærkningerne om DVCA's opgaver under kapitel IV.

B. Retningslinjer

Virksomheder omfattet af retningslinjerne skal indrapportere data om følgende forhold til DVCA eller det firma, som DVCA måtte udpege:

- ♣ Omsætning og indtjening
- ♣ Organisk vækst
- ♣ Kapitalstruktur
- ♣ Medarbejderomsætning (afskedigelser, ansættelser, antal ansatte primo og ultimo året – opdelt på Danmark og resten af verden)
- ♣ Investeringer i medarbejderudvikling, investeringer i kapitalapparatet, udgifter til R&D (forskning og udvikling)
- ♣ Cash flows

DVCA vil udsende en vejledning samt et rapporteringsskema til de omfattede virksomheder.



III. Retningslinjer på kapitalfondsniveau

1. Kommunikation og rapportering for en kapitalfond

A. Baggrund

Hensigten med disse retningslinjer er at tilvejebringe den nødvendige åbenhed og information fra kapitalfonde og de virksomheder, som kapitalfondene ejer. Herudover indeholder retningslinjerne ikke i sig selv anbefalinger om, hvordan ejerskabet af porteføljevirkomhederne skal forvaltes. DVCA anbefaler dog sine medlemsvirksomheder, at de formulerer retningslinjer for social ansvarlighed i investeringspolitikken. Da investorerne bag kapitalfondene mange gange selv har formuleret sådanne retningslinjer, kan opstilling af retningslinjer for social ansvarlighed med fordel ske i et samarbejde med investorerne.

B. Retningslinjer

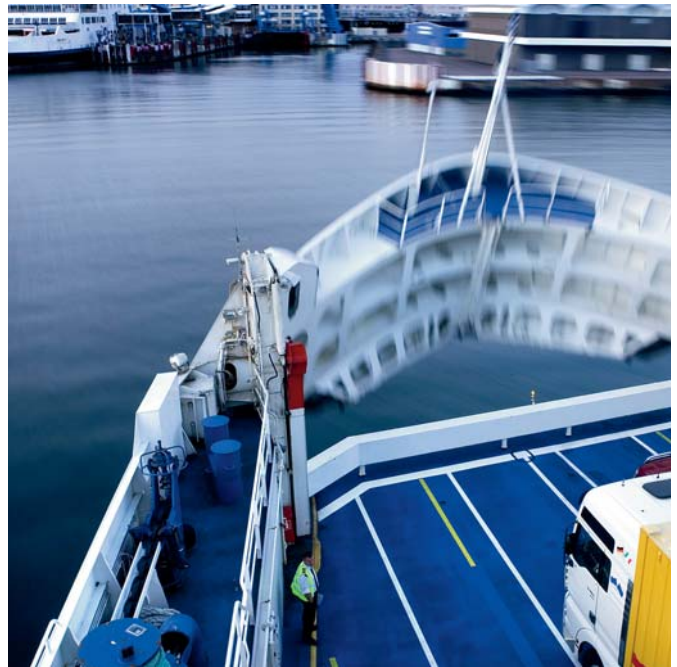
Oplysninger via kapitalfondens hjemmeside

En kapitalfond, der er omfattet af retningslinjerne, skal på sin hjemmeside have:

1. Bekræftelse af, at man følger comply or explain-princippet i forbindelse med disse retningslinjer.
2. Redegørelse for, i hvilket omfang kapitalfonden afviger fra disse retningslinjer med en begrundelse for den pågældende afvigelse.
3. Beskrivelse af fondens historie og oprindelse.
4. Beskrivelse af fondens ledelse og organisation, inkl. General Partners og bestyrelse på personniveau, hvoraf det fremgår, hvilke væsentlige bestyrelsesposter og øvrige hverv de enkelte besidder.
5. Mulighed for at downloade managementselskabets regnskab.
6. I det omfang, at carried interest-programmet for General Partners afviger væsentligt fra det markedskonforme, skal der gives en overordnet beskrivelse af programmet.

Det er p.t. markedsstandarden, at General Partners for deres investering i fonden kan opnå en »carried interest« (ekstra afkast), hvis der skabes et årligt afkast, der er større end en basisforrentning på normalt 8% af den samlede indbetalte kapital, inklusive alle omkostninger (herunder management fee mv.). Størrelsen af denne carried interest kan variere, men udgør typisk 20% af det afkast, som skabes ud over basisforrentningen på 8%. Denne basisforrentning kaldes også »hurdle rate«. Ligeledes tilbagebetales management fee og administrationsudgifter mv., før der kan udbetales carried interest.

7. Overordnet strategi for fonden, herunder beskrivelse af fondens arbejdsmetode samt strategi for udvikling af virksomheder, eksempelvis fokusering, omstrukturering eller ekspansion mv.
8. Politik for social ansvarlighed. Beskrivelse af fondens principper for social ansvarlighed i investeringspolitikken.
9. Investeringskriterier
 - a. Fondens geografiske fokusområde
 - b. Fondens industrielle fokusområde



10. Investorerne fordelt på type og land. Opdelingen skal på type være efter andel pensionskasser, forsikringselskaber, banker, funds of funds⁷, industrielle investorer, SWF'er⁸, private investorer mv. Landeopdelingen skal være Danmark, øvrige Norden, øvrige Europa, USA, resten af verden.
11. En redegørelse for aktiver under forvaltning (assets under management).
12. Beskrivelse af fondens virksomheder med angivelse af:
 - a. Geografisk placering (Danmark, Norden, øvrige Europa, USA, resten af verden)
 - b. Branche (f.eks. landbrug, fødevarer, tekstil, kemisk, etc., jf. Danmarks Statistik)
 - c. Kontaktpersoner og henvisninger til virksomheders hjemmeside, nøgletal for virksomhederne
 - d. Eksempler på, hvordan fonden har skabt værdi i relation til dens investeringer
13. Årlig redegørelse på overordnet niveau om udviklingen i porteføljeselskaberne. Hvis væsentlige ændringer er indtruffet i porteføljeselskaber, redegøres der herfor.
14. Oversigt over afhændede investeringer fordelt på branche, fond og exit-år. Beskrivelse af, hvem virksomheden er solgt til.
15. Mulighed for at downloade en årsrapport fra porteføljeselskaberne (eventuelt som et link til porteføljeselskabets hjemmeside).
16. Tilgængelig pressekontakt.

7. En *fund of funds* er et selskab, hvis primære aktivitet er at investere i kapitalfonde.

8. SWF er en forkortelse for Sovereign Wealth Fund (en statslig fond).

2. Indrapportering til DVCA

A. Baggrund

Det er hensigtsmæssigt, at kapitalfonde, der er omfattet af disse retningslinjer, indrapporterer visse oplysninger til DVCA (eller et firma, der er udpeget af DVCA) med henblik på at styrke det datamæssige grundlag for at vurdere kapitalfondenes virke. Der henvises til bemærkningerne om DVCA's opgaver under kapitel IV.

B. Retningslinjer

En kapitalfond skal videregive følgende informationer til DVCA:

- ♣ Det rejste beløb pr. fond og den øvre grænse for, hvor store egenkapitalinvesteringer kapitalfonden på den baggrund har mulighed for at gennemføre
- ♣ Køb og salg af virksomheder og enterprise value (virksomhedens værdi uden gæld) fordelt på de enkelte virksomheder

A. Baggrund

Limited Partners er kapitalfondenes investorer. Kommunikationen til Limited Partners er omfattende og følger EVCA's retningslinjer, der er en standardiseret ramme for kommunikation.

Som følge af den omfattende og ofte forretningskritiske kommunikation mellem Limited Partners og General Partners er det ikke muligt at delagtiggøre offentligheden i indholdet heraf. DVCA anbefaler dog, at fondene under hensyntagen til deres forretningsmodel pålægger fondenes investorer færrest mulige begrænsninger i forhold til, hvad disse kan offentliggøre om deres involvering i den enkelte fond.

B. Retningslinjer

Kapitalfonde, der er omfattet af nærværende retningslinjer, skal:

1. Følge etablerede retningslinjer for kommunikation til Limited Partners/investorer, hvilket normalt vil være EVCA's retningslinjer, der kan findes på www.evca.org. Informationen skal indeholde en kort beskrivelse af hver enkelt investering i fonden, en oversigt over den enkelte Limited Partners involvering i fonden og detaljer vedrørende fees til General Partners.
2. Værdiansætte porteføljevirkomheder i overensstemmelse med »valuation guidelines« (værdiansættelsesprincipper), som er offentliggjort af International Private Equity and Venture Capital Board (IPEV) eller af Private Equity Industry Guidelines Group (PEIGG), eller andre standardiserede retningslinjer, som måtte blive offentliggjort fremover.

3. Rapportering til Limited Partners

4. Krav til kommunikation for kapitalfondsejede virksomheder

A. Baggrund

Ud over et almindeligt behov for øget gennemsigtighed i forbindelse med kapitalfonde og de virksomheder, som de ejer, kan der forekomme situationer, hvor der er et særligt stort behov for at kommunikere.

B. Retningslinjer

Generelt

En kapitalfond er forpligtet til effektivt at kommunikere med ansatte og andre vigtige interessenter enten direkte eller gennem dens porteføljeselskab gennem hele ejerperioden. Det skal ske, når dette er relevant og muligt, og under hensyntagen til kapitalfondens og virksomhedens rimelige interesser i fortrolighed, som kan være til hinder for kommunikation.

Kapitalfonde prioriterer et løbende godt og åbent samarbejde med virksomhedens ansatte gennem information, høring og forhandling med tillidsrepræsentanter eller andre lønmodtagerrepræsentanter.

Kapitalfonden og/eller virksomheden skal via virksomhedens samarbejdsudvalg, medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer e.l. løbende informere tillidsrepræsentanter eller andre lønmodtagerrepræsentanter om kapitalfondens planer for virksomheden, når disse kan få væsentlig betydning for medarbejderne. Information skal altid gives under iagttagelse af lovkrav og børsregler.

Kommunikation i forbindelse med kapitalfondens køb af virksomheder

Uanset om der er tale om investering i en børsnoteret virksomhed eller en anden type virksomhed, kommunikeres der som hovedregel ikke om planlagte investeringer, før de er gennemført. Dette gælder dog ikke, hvis oplysningen er påkrævet ifølge lovgivningen eller børsregler.

Ved en kapitalfonds overtagelse af virksomheder gælder følgende:

I forbindelse med et virksomhedskøb skal omverdenen informeres om den nye ejers planer for virksomheden.

Den eksterne kommunikation, herunder pressemeddelelser, skal som minimum indeholde oplysninger om følgende:

- ♣ De nye ejeres identitet
- ♣ Det forretningsmæssige rationale for investeringen
- ♣ Udviklingsplaner for virksomheden (overordnet strategi)
- ♣ Forventninger til virksomhedens udvikling
- ♣ Forventet ejerhorisont
- ♣ Påvirkning af interessenter

Kapitalfonden og/eller virksomheden skal afholde møder med tillidsrepræsentanter eller andre lønmodtagerrepræsentanter i regi af virksomhedens samarbejdsudvalg e.l. med henblik på tilrettelæggelse af information til medarbejderne og opstilling af en plan for intern kommunikation.

4. Krav til kommunikation for kapitalfondsejede virksomheder (fortsat)

Intern kommunikation i forbindelse med en kapitalfonds køb af virksomheder

I forbindelse med køb af en virksomhed skal virksomhedens medarbejdere informeres om den nye ejers planer for virksomheden og de muligheder og konsekvenser, som det nye ejerskab betyder for medarbejderne. Det skal ske så tidligt som muligt og under iagttagelse af relevante lovkrav og børsergler.

Kommunikationsmaterialer, budskaber mv. bør udarbejdes i samarbejde med repræsentanter for virksomheden for at sikre relevans og forankring i organisationen.

En plan for intern kommunikation i forbindelse med køb af en virksomhed forventes at indeholde følgende:

- ♣ Beskrivelse af, hvad der kommunikeres til hvem og hvornår
- ♣ Plan for medarbejdermøde(r), hvor de nye ejere præsenteres
- ♣ Plan for opfølgning på medarbejdermøder, herunder opsamling på emner, som medarbejderne med rimelighed kan forventes at ønske svar på
- ♣ Intern meddelelse (uddybning af pressemeddelelsen, herunder eventuelt ejernes argumentation for beslutningen om at sælge til de nye ejere)
- ♣ Spørgsmål og svar-liste, som så vidt muligt besvarer de spørgsmål, der kan forventes fra medarbejdere og øvrige interessenter
- ♣ Relevant intern kommunikation, der er så bredt tilgængelig som muligt, enten ved udnyttelse af eksisterende kanaler eller etablering af nye (intranet, nyhedsbrev etc.)

Kapitalfonden og/eller virksomheden skal derudover sikre, at virksomheden kan leve op til sine forpligtelser i henhold til gældende samarbejdsaftaler og lovgivning om oplysning og inddragelse – så tidligt som muligt – af tillidsrepræsentanter eller andre lønmodtagerrepræsentanter i spørgsmål af væsentlig betydning for medarbejdernes ansættelsesforhold.

Kommunikation i forbindelse med en kapitalfonds salg af en virksomhed

Plan for intern og ekstern kommunikation i forbindelse med salg skal indgå som en integreret del af salgsstrategien og skal udarbejdes i samarbejde med køberen af virksomheden.

Som udgangspunkt overtager køber ansvaret for kommunikationen om overtagelsen af virksomheden ved aftalens indgåelse. Kapitalfonden skal så vidt muligt sikre, at DVCA's retningslinjer for kommunikation følges i salgsprocessen, uanset om virksomhedens nye ejer er medlem af DVCA eller ej.

5. Kapitalfondes relationer til industrielt netværk

A. Baggrund

Kapitalfondes særlige styrke er et aktivt ejerskab i form af en evne til at tilføre virksomhederne en strategisk sparring, en industriel kompetence, et passende kapitalberedskab samt et netværk med udgangspunkt i de særlige vilkår, der gælder for de specifikke selskaber.

Det industrielle netværk (dvs. de personer, som enten rådgiver management-selskabet, eller som indgår direkte i selskabernes bestyrelser) i kapitalfonde består normalt af personer, der enten har været eller er aktive erhvervsledere. Denne persongruppe kan på fondsniveau rådgive om køb og salg af virksomheder og på porteføljeselskabsniveau bidrage til udvikling af den pågældende virksomhed. Samarbejdet kan være formaliseret på mange forskellige måder, herunder som rådgivning på konsulentbasis.

B. Retningslinjer

Der må ikke kunne rejses tvivl om, hvis interesser personer, der er involveret i en transaktion, skal varetage. Det gælder navnlig, hvis en person er aktivt involveret i ledelsen af en virksomhed og har afgørende indflydelse på mulige transaktioner.

Særlige problemer kan opstå, når en eller flere kapitalfonde udviser interesse for en virksomhed i en købs- eller salgssituation. I en sådan situation har direktører, bestyrelsesmedlemmer og finansielle rådgivere for det selskab, som er et muligt opkøbsmål, der har væsentlige økonomiske eller erhvervmæssige interesser i en budgivende kapitalfond, pligt til at underrette det pågældende selskabs bestyrelsesformand herom i henhold til almindelige habilitetsprincipper. Det gælder, uanset om personen tilhører det formelle rådgivernetværk i en kapitalfond, som er offentliggjort på kapitalfondens hjemmeside.

Ovenstående gælder fra dags dato.

IV. DVCA i fremtiden

1. Krav til DVCA's kommunikation og databeredskab

For at skabe en bedre forståelsesramme for kapitalfonde er det vigtigt, at branchen selv påtager sig et ansvar for at indsamle og konsolidere data. Disse data skal både komme fra porteføljeselskaber og fra fondene.

DVCA skal udgive en årlig rapport på baggrund af en række indrapporterede oplysninger fra kapitalfondene og porteføljeselskaberne. I rapporten skal indgå en overordnet beretning om branchens udviklingstrends og en beretning fra DVCA's komite for god selskabsledelse.

Det er hensigten, at der i DVCA's årlige rapport vil indgå oversigter over:

- Samlet beløb under management
- Kapitalstruktur og finansiell gearing
- Samlet afkast ift. benchmark
- Antal ansatte i porteføljeselskaber
- Samlet antal akkvistioner og transaktionsstørrelser
- Nøgletal i porteføljeselskaber, såsom omsætning og indtjening
- Estimat over ændringer i antal ansatte som følge af afskedigelser og nyansættelser
- Estimat over investeringer i kapitalapparat, forskning og udvikling, mv.

For at understøtte forberedelsen af en aggregeret analyse på brancheniveau af hovedkilderne til værdiskabelsen skal følgende indgå:

- Kapitalstruktur og finansiell restrukturering
- Vækst i markedsmultipler
- Vækst genereret af strategisk restrukturering og operationelle forbedringer af drift

For at skabe konsekvens på tværs af landegrænser vil denne analyse blive udviklet i tæt samspil med Walker Working Group og BVCA (British Venture Capital Association).

2. DVCA's komite for god selskabsledelse i kapitalfonde

Der nedsættes en komite, der dels kan overvåge, at retningslinjerne overholdes, og dels komme med forslag til justeringer, hvis der måtte være behov herfor. Denne komite kommer til at bestå af DVCA's formand, en statsautoriseret revisor og en uafhængig industriel repræsentant.

Disse retningslinjer skal ses som et indledende initiativ til at skabe et sæt overordnede rammer for fondenes virke, og det er hensigten, at retningslinjerne skal udvikles i takt med, at praksis i branchen også udvikler sig.

Herudover afgiver komiteen en årlig beretning om, i hvilket omfang DVCA's medlemmer har fulgt retningslinjerne i tilknytning til DVCA's årlige rapport.

Fonde omfattet af DVCA's retningslinjer

Oversigt over kapitalfonde,
som er medlemmer af
DVCA og omfattet af
nærværende retningslinjer
pr. 1. juni 2008

Fuldt omfattet af retningslinjerne

Axcel
Capidea
Dania Capital
Dansk Kapitalanlæg
LD Equity
Polaris Private Equity

Delvist omfattet af retningslinjerne, jf. kapitel III, afsnit 2-5

3i
Altor
CapMan
CVC Capital Partners
EQT
Industri Kapital
Nordic Capital
Nordic Growth
Nordic Telephone Company (Apax, KKR, Permira, Blackstone, Providence)

Ikke for nærværende omfattet af retningslinjerne

ATP PEP
C.W. Obel
Danske Bank – Danske Markets
Danske Private Equity
Deltaq
Erhvervsinvest Nord
Executive Capital
Industri Udvikling⁹
Jysk Fynsk Kapital
KIRKBI
SPEAS
SR Private Brands

9. Har tilsluttet sig retningslinjerne.

Walker Working Group – de britiske retningslinjer

Baggrund

Walker Working Group blev i 2007 nedsat af en række internationale kapitalfonde med henblik på at udvikle et frivilligt sæt retningslinjer for åbenhed og transparens i kapitalfonde, der opererer i Storbritannien. Et konsultationsdokument, der fastlagde de overordnede principper for retningslinjerne, blev udsendt den 17. juli 2007, og de endelige retningslinjer blev efter en høringsproces publiceret den 20. november 2007.

Retningslinjerne følger det såkaldte comply or explain-princip. Det betyder, at man enten skal følge retningslinjerne eller forklare, hvorfor man ikke gør det.

Hvem er omfattet af retningslinjerne fra Walker Working Group?

- ♣ En kapitalfond, der er godkendt af FSA og styrer eller rådgiver fonde, og som enten ejer eller kontrollerer et eller flere UK-selskaber eller har en specifik kapacitet til at gøre dette i fremtiden
- ♣ Et firma, der er købt af en eller flere kapitalfonde i en sekundær eller anden privat handel, hvor EV på transaktionstidspunktet er over 500 mio. pund, mere end 50% af omsætningen genereres i Storbritannien, og der er mere end 1.000 fuldtidsansatte

Større krav til porteføljeselskabers kommunikation

Et porteføljeselskab skal angive følgende i sin reviderede årsrapport ud over de lovgivningsmæssige krav:

Der skal rapporteres om kravene i § 417 i Companies Act, inkl. stk. 5, der normalt kun gælder børsnoterede virksomheder. Denne paragraf stiller krav om overordnede trends og faktorer, der påvirker selskabets fremtidige udvikling, præstationer og markedsposition, og stiller desuden krav om, at der kommunikeres om miljøforhold, medarbejderforhold og CSR.

Nye krav til branchekommunikation

Den britiske brancheorganisation for kapitalfonde – BVCA – vil fremover kommunikere mere proaktivt med omverdenen. Det indebærer bl.a., at man laver en aggregeret analyse på brancheniveau af hovedkilderne til værdiskabelsen i kapitalfondsejede virksomheder. Det drejer sig om effekten fra:

- ♣ Gearing og finansiell restrukturering
- ♣ Vækst i markedsmultipler og indtjening i branchen
- ♣ Vækst genereret af strategisk restrukturering og operationelle forbedringer af drift



Om Walker Working Group

Ansvar for arbejdet med de britiske retningslinjer lå hos Sir David Walker, tidligere bestyrelsesformand for Morgan Stanley. Han havde en arbejdsgruppe – Walker Working Group – at rådføre sig med, der bestod af repræsentanter fra en række vigtige britiske og internationale fonde:

Sir Michael Rake – Chairman, British Telecom
Adrian Beecroft – Deputy Chairman, Apax Partners
David Blitzer – Senior Managing Director, Blackstone Group International Ltd.
Anne Glover – Chief Executive, Amadeus Capital Partners Ltd.
Robin Hall – Managing Partner, Cinven
Baroness Hogg – Chairman, 3i
Lord Hollick – Partner, KKR & Co Ltd.
William Jackson – Managing Partner, Bridgepoint
Dwight Poler – European Managing Director, Bain Capital Ltd.
Rod Selkirk – Chief Executive, Hermes Private Equity

En detaljeret oversigt over forskelle og ligheder mellem DVCA's retningslinjer og de britiske retningslinjer fremgår af de følgende sider.

Sammenligning af danske og britiske retningslinjer for kapitalfonde

DVCA's retningslinjer

1. Hvem er omfattet af retningslinjerne?	
Kapitalfonde	Alle kapitalfonde, som er medlem af DVCA og overstiger: – Samlet commitment > 500 mio. kr.
Porteføljeselskaber	Selskaber (årsregnskabslovens klasse C-stor), der overstiger: – Omsætning > 238 mio. kr. (€ 32 mio.) – Balancesum > 119 mio. kr. (€ 16 mio.) – Antal ansatte > 250
2. Grundlæggende principper for retningslinjerne	
Comply or explain	Ja. »Non compliance« skal offentliggøres på kapitalfondens eller porteføljeselskabets hjemmeside.
Indhold frem for formalia	Ja
Væsentlighed frem for tjeklisteafkrydsning	Ja
3. Retningslinjer for porteføljeselskabers rapportering	
3.1. Krav til årsrapporten	
Deadline for offentliggørelse	5 måneder (iht. årsregnskabslovens krav).
Krav om verbal redegørelse for den aktuelle og forventede økonomiske aktivitet	Ja. Ledelsesberetning (jf. årsregnskabslovens krav).
<i>Ledelsesberetningen/business review skal indeholde følgende forhold om operationelle forhold:</i>	
Virksomhedens hovedaktiviteter	Ja
Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold	Ja
Virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen	Ja
Miljøforhold	Ja
Medarbejdsforhold, herunder videnressourcer af væsentlig betydning for selskabet	Ja
Redegørelse for medarbejderomsætning, herunder afskedigelser, ansættelser mv.	Ja
Sociale og samfundsmæssige forhold	Ja, via de øvrige forhold
Politikker omkring miljø, personale og sociale forhold og deres effektivitet	Ja, via de øvrige forhold
Forsknings- og udviklingsaktiviteter	Ja
Betydningsfulde hændelser indtruffet efter regnskabsårets afslutning	Ja

Walker Working Groups retningslinjer

Et selskab, der er autoriseret af FSA, som ejer et porteføljeselskab omfattet af retningslinjerne.
Selskaber, der overstiger: - Enterprise value > 5 mia. kr. (500 mio. pund) - Omsætning > 50% i UK - Antal ansatte > 1.000
Ja. »Non compliance« skal offentliggøres på kapitalfondens eller porteføljeselskabets hjemmeside.
Ja
Ja
6 måneder
Ja. Business review + financial review.
Ja
Ja
Ja
Ja
Ja
Nej
Ja
Ja
Nej
Ja

Kommentarer

I UK arbejdes der med en definition baseret på FSA-autorisation, hvorimod der i Danmark arbejdes med en definition baseret på typiske karakteristika for kapitalfonde.
De danske retningslinjer omfatter næsten alle kapitalfondejede virksomheder, mens man i UK alene inkluderer de ca. 100 største selskaber. Lavere tærskelværdi i Danmark og ingen danske krav om fordeling af omsætning i Danmark.
Oplysningerne i business review er på linje med børsnoterede virksomheder i UK. Dette skal ses i lyset af, at det alene er de helt store selskaber, der omfattes af de engelske retningslinjer.

Bilag B: Sammenligning af danske og britiske retningslinjer for kapitalfonde

	DVCA's retningslinjer
<i>Ledelsesberetningen/financial review skal indeholde følgende forhold om finansielle risici/corporate governance:</i>	Ledelsesberetningen skal indeholde oplysninger om de særlige risici ud over almindeligt forekommende risici inden for virksomhedens branche, herunder forretningsmæssige og finansielle risici, som virksomheden kan påvirkes af. Der skal i denne beskrivelse være særligt fokus på de finansielle risici, der knytter sig til den valgte kapitalstruktur.
Hvilke kapitalfonde der ejer virksomheden og med hvilken ejerandel	Ja
Hvilke(n) partner(e) hos kapitalfonden der repræsenterer fonden(e) i den pågældende virksomhed	Ja
Hvem de enkelte medlemmer i bestyrelsen repræsenterer	Ja
Kapitalstruktur (f.eks. opdeling i aktieklasser mv.)	Ja
Generalforsamling (særlige bestemmelser i vedtægter om bestyrelsens beføjelser/bemyndigelser til udlodning mv.)	Ja
Interessenter (hvem er virksomhedens primære interessenter, og hvad gør ledelsen for at imødekomme disse)	Ja
Bestyrelsens opgaver og ansvar (medarbejderrepræsentanter, antal bestyrelsesmøder mv.)	Ja
Direktionens og bestyrelsens aktuelle vederlag	Ja
Bestyrelsens og direktionens direkte aktiebeholdning som samlede grupper, hvis den overstiger 5% på balancedagen	Ja
3.2. Krav til rapportering/kommunikation	
Offentliggørelse af årsrapport på hjemmesiden	Ja
Krav om halvårs-update (verbal redegørelse)	Ja, dog kun for afnoterede selskaber.
3.3. Nøgletal omfattet af rapportering til brancheforening	
Omsætning og indtjening	Ja
Medarbejderforhold	Ja
Kapitalstruktur	Ja
Investeringer i anlægsaktiver	Ja
Investering i forskning og udvikling	Ja
Cash flows	Ja
Ansvar for databehandling	Revisionsfirma/DVCA
Årlig rapport udarbejdet af	DVCA
4. Retningslinjer for kapitalfondens rapportering og åbenhed	
4.1. Offentliggørelse på kapitalfondenes hjemmeside	
Bekræftelse af, at retningslinjerne følges på hjemmesiden	Ja
Beskrivelse af fondens historie, oprindelse, ledelse og organisation	Ja
Overordnet strategi for fonden, herunder investeringskriterier (geografi/industri)	Ja
Investorerne fordelt på type og land samt investopolitik	Ja
Beskrivelse af carried interest-program	Ja, hvis det afviger væsentligt fra det markedskonforme.
Beskrivelse af politik for social ansvarlighed	Ja
Redegørelse for typer af aktiver under forvaltning	Ja
Beskrivelse af fondens virksomheder fordelt på geografi, branche mv.	Ja
Årlig redegørelse for overordnet udvikling i porteføljeselskaberne	Ja
Redegørelse for afhængede investeringer	Ja
Mulighed for at downloade årsrapporterne fra porteføljeselskaberne	Ja
Tilgængelig pressekontakt	Ja

Walker Working Groups retningslinjer

Financial review skal indeholde oplysninger om mål og politikker for risikostyring i forhold til selskabets primære finansielle risici og usikkerheder, herunder gearing (med henvisninger til relevante regnskabsposter, pengestrømme og noter).
Ja
Ja
Ja
Nej
Nej
Nej
Nej
Nej
Nej
Nej
Ja
Ja
Ja
Ja
Ja
Ja
Ja
Nej
Revisionsfirma
BVCA
Ja
Ja
Ja
Ja
Nej
Nej
Nej
Nej
Nej
Ja
Nej
Nej
Nej

Kommentarer

De danske retningslinjer stiller yderligere krav til oplysninger om corporate governance ift. UK. De udvidede krav er i overensstemmelse med de for kapitalfonde relevante anbefalinger, der stilles til børsnoterede virksomheder i Danmark, jf. Retningslinjerne for god selskabsledelse.

Bilag B: Sammenligning af danske og britiske retningslinjer for kapitalfonde

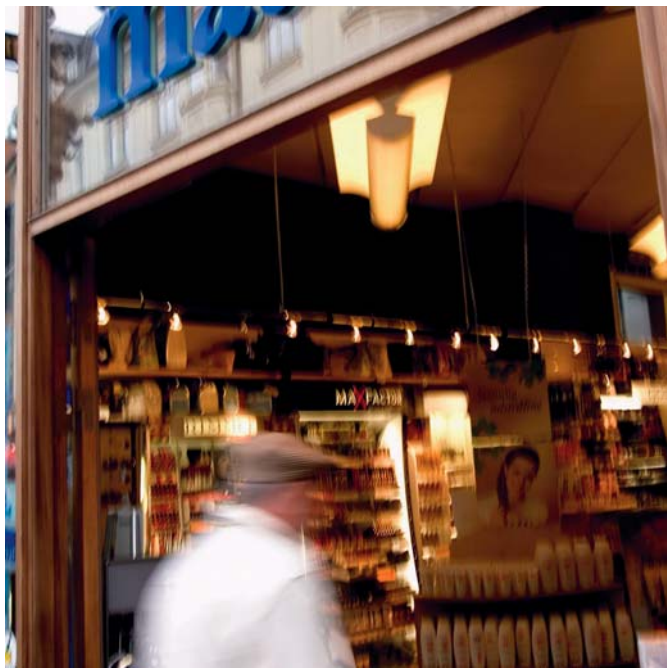
	DVCA's retningslinjer
4.2. Rapportering af data til brancheforening	
Den rejste kapital pr. fond i det forgangne år samt den øvre grænse for, hvor store transaktioner man på den baggrund har mulighed for at gennemføre	Ja
Oplistning af køb og salg af porteføljeselskaber og værdierne heraf for det forgangne år	Ja
Estimat for det samlede honorar til eksterne rådgivere og finansielle institutioner i det forgangne år	Nej
Ansvar for databehandling	Revisionsfirma
Årlig rapport udarbejdet af	DVCA
4.3. Rapportering til Limited Partners (investorerne)	
Kommunikationen med Limited Partners/investorer skal følge DVCA's retningslinjer, og den løbende fondsrapportering skal indeholde: <ul style="list-style-type: none"> – Opsummering af hver enkelt investering i fonden – Detaljeret oversigt over den enkelte Limited Partners investering og afkast i fonden – Detaljer om management og øvrige fees til General Partners 	Ja
Værdiansættelse af virksomheder skal følge »valuation guidelines«, som er offentliggjort af International Private Equity and Venture Capital Board (IPEV) eller af Private Equity Industry Guidelines Group (PEIGG), eller andre standardiserede retningslinjer, som måtte blive offentliggjort fremover	Ja
Anbefaling om, at fonden, under hensyntagen til deres foretningsmodel, pålægger fondens investorer færrest muligt begrænsninger i forhold til, hvad disse kan offentliggøre om deres investering i den enkelte fond	Ja
4.4. Kapitalfondes rapportering ved strategiske forandringer i porteføljeselskaberne	
Krav om, at kapitalfonden effektivt kommunikerer med ansatte og andre vigtige interessenter enten direkte eller gennem porteføljeselskabet i forbindelse med strategiske forandringer. Det skal ske lige så snart, det er muligt, og under hensyntagen til de fortrolighedsaspekter, der i sagens natur kan forhindre kommunikation	Ja. Indeholder desuden detaljerede retningslinjer for ekstern og intern kommunikation i forbindelse med kapitalfondes køb og salg af virksomheder samt den løbende dialog med medarbejdere via medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer og samarbejdsudvalg. Der skal effektivt kommunikeres med medarbejderne gennem hele ejerskabsperioden.
Hvis en virksomhed oplever problemer i forhold til driften, således at dens økonomiske situation er kritisk, og det ikke skønnes muligt at tilføre yderligere kapital, skal kapitalfondens bestyrelsesrepræsentanter forpligte sig til ikke blot at informere investorerne, men også facilitere de nødvendige tiltag i det omfang, det er praktisk muligt	Nej. Dansk lovgivning, herunder konkursloven, sikrer i tilstrækkeligt omfang, at bestyrelsen skal agere på økonomiske vanskeligheder.
5. Øvrige forhold	
Overordnede retningslinjer for kapitalfondes relationer og brug af industrielle og øvrige rådgivere	Ja
6. Løbende opdatering og overholdelse af retningslinjerne	
Der etableres en komite for god selskabsledelse i kapitalfonde med følgende opgaver:	Ja
Vurdere behovet for opdatering af retningslinjerne	Ja
Overvåge, at de eksisterende retningslinjer overholdes af kapitalfondene og deres porteføljeselskaber	Ja
Offentliggøre en årlig rapport om komiteens arbejde, herunder statistisk materiale om kapitalfondsindustrien	Ja

Walker Working Groups retningslinjer	Kommentarer
Ja	
Ja	
Ja	
Revisionsfirma	
BVCA	
Ja	
Ja	
Nej	
Ja. Ingen yderligere uddybning.	
Ja	
Nej	
Ja	
Ja	
Ja	
Ja	

Produktion og projektledelse:
Joachim Sperling Forretningsudvikling og Kommunikation ApS
Foto: Pernille Ringsing, POLFOTO, iStockphoto og virksomhederne
Design og produktion: Branded Design ApS
Oversættelse og korrektur: Borella projects
Trykt i Danmark af Bording A/S (DS/EN ISO14001:1996)

DVCA's sekretariat har til huse i den gamle
børsbygning ved siden af Christiansborg.
Christian IV lod Børsen opføre fra 1618 til
1624, idet bygningen skulle danne grundlag
for København som handelsplads og
metropol.





DVCA
Børsen
Slotsholmsgade
1217 København K

www.dvca.dk