



ØKONOMI- OG  
ERHVERVSMINISTEREN

Eksp.nr. 542440

## Besvarelse af spørgsmål 89 alm. del stillet af Folketingets Europa-udvalg den 13. maj 2008

ØKONOMI- OG  
ERHVERVSMINISTERIET

Slotsholmsgade 10-12  
1216 København K

### Spørgsmål 89:

Ministeren bedes – i forlængelse af den tekniske gennemgang den 9. maj 2008 – levere et notat til Europaudvalget, der beskriver opbygningen af kapital- og hedgefonde og disses aktiviteter samt redegøre for de politiske overvejelser, der knytter sig til fondenes fremgangsmåde, herunder eksisterende og planlagte EU-initiativer på området.

Tlf. 33 92 33 50  
Fax 33 12 37 78  
CVR-nr 10 09 24 85  
oem@oem.dk  
www.oem.dk

### Svar:

Jeg skal henlede opmærksomheden på, at jeg har inviteret Folketingets partier til en drøftelse om et dansk indspil vedrørende EU- og international regulering af kapital- og hedgefonde. I forbindelse med det arbejde, vil jeg fremlægge regeringens politiske overvejelser på området.

Nedenfor er der redegjort for opbygningen af hedge- og kapitalfonde og eksisterende og planlagte EU-initiativer på området.

## **I. Hedgefonde**

### **1. Hvad er en hedgefond?**

Der findes ikke en entydig og alment accepteret definition af begrebet hedgefond. Betegnelsen dækker over en lang række forskellige investeringsfonde med meget forskellige risikoprofiler og investeringsstrategier.

OECD definerer en hedgefond som en kollektiv investerings forening, som er privat organiseret og administreret af professionelle investeringsforvaltere. Hedge fonde har visse typisk visse fællestræk, hvorved de adskiller sig fra investeringsforeninger (omfattet af UCITS-direktivet, jf. Hvidbog om investeringsfonde):

- Adgangen for investorer til fondene er begrænset og typisk tillades kun velhavende individer eller institutionelle investorer.
- Portefølgeforvalterne vil forsøge at opnå et absolut positivt afkast, også selvom markedet vender. Traditionelle investeringsstrategier sætter typisk afkast op imod et fast afkastmål.

- Hvor investeringsforeninger er begrænset til enten at investere i bestemte typer aktier eller obligationer, så kan hedgefonde investere i hvad som helst og på hvilken som helst måde herunder bl.a. også for lånte penge.
- I en typisk hedgefond er porteføljeforvalteren medinvestor. Det betyder, at forvaltere står til at miste egne penge ved en forkert eller højt risikabel investeringsstrategi. Dette kan være med til at begrænse de risici, som en hedgefond er villig til at tage.
- Hedgefonde er typisk registrerede i offshore finansielle centre, hvor de ikke er underlagt regulering og tilsyn eller krav om indberetning af aktiviteter.

Hedgefondes investeringer er typisk rent finansielle – det vil sige de opkøber ikke en kontrollerende del af de virksomheder de investerer i. Der ved adskiller de sig fra kapitalfonde, der aktivt blander sig i de opkøbte virksomheders drift.

## **2. Hedgefonde og finansiell stabilitet**

Hedgefonde har ikke en entydig effekt på den finansielle stabilitet.

På den ene side betyder hedgefondenes køb af værdipapirer for lånte midler, at de kan blive tvunget til at sælge ud af deres aktiver i et faldende marked og dermed bidrage til at forstærke en eventuel finansiell krise. I forbindelse med subprimekrisen kom et mindre antal hedgefonde på det amerikanske marked i likviditetsproblemer, og en af disse måtte reddes af moderselskabet investeringsbanken Bear Sterns.

På den anden side bidrager hedgefondene til en høj likviditet på markederne. De kan endvidere virke stabiliserende, fordi hedgefonde ofte vil investere i aktiver, hvis værdi er faldet. Fx vurderer OECD, at hedgefonde har haft en vigtig stabiliserende rolle under subprime krisen, idet et antal hedgefonde har været aktive i opkøb af kriseramte lån og dermed har været med til at tilføre likviditet på et tidspunkt, hvor der var brug for det.

## **3. Hedgefonde og hedgeforeninger i Danmark**

For professionelle investorer som fx velhavende enkeltpersoner, pensionskasser o.lign, der vælger hedgefonde, er behovet for en finmasket beskyttelse ikke nødvendigt, da de kender til kapitalmarkedernes risici. Der er dog behov for regulering i de tilfælde, hvor fondene henvender sig til almindelige investorer.

Private investorer i Danmark har hele tiden haft muligheden for at investere, som hedgefonde gør på individuelt basis eller ved oprettelse af et selskab til formålet. Ligesom private investorer også har kunnet investere i udenlandske hedgefonde.

Alle udenlandske hedgefonde, skal søge om markedsføringstilladelse hos Finanstilsynet, uafhængigt af om de henvender sig til en lukket investor kreds eller den bredere offentlighed. For at opnå tilladelse skal hedgefonde bl.a. oplyse om: Fondsbestemmelser eller vedtægter, prospekt, den seneste årsrapport, redegørelse for den planlagte markedsføring, hvilke foranstaltninger, der påtænkes gennemført her i landet for at sikre deltagerens ret til udbetaling af udbytte og indløsning af andele o.a.

Det har lovgivningsmæssigt siden 1. januar 2004 været muligt at etablere danske hedgefonde, som kan udbydes til private investorer. I første omgang i form af "andre kollektive investeringsordninger" og fra 1. juli 2005 i form af hedgeforeninger. Hedgeforeningerne har ikke i modsætning til fx investeringsforeninger begrænsninger på deres investeringsmåder. Hedgeforeninger skal godkendes af Finanstilsynet.

Antallet af hedgeforeninger i Danmark og deres forvaltning af den samlede kapital i investeringsforeninger m.v. er relativt begrænset, se tabel 1.

**Tabel 1: Formuefordeling og antal, investeringsforeninger m.v, pr. 30. juni 2007**

	Formue i mia. kr.	Andel af samlede formue	Antal foreninger	Antal afdelinger
Investeringsforeninger	546,5	60,5 %	60	502
Specialforeninger	35,1	3,9 %	20	38
Fåmandsforeninger	302,2	35,4 %	26	134
Hedgeforeninger	1,8	0,2 %	5	5
<b>I alt</b>	<b>903,6</b>	<b>100 %</b>	<b>111</b>	<b>679</b>

Kilde: Finanstilsynet.

Den danske regulering af hedgeforeninger er alene en forbrugerbeskyttelsesregulering, idet der ikke i loven er regler om hedgeforeningernes markedsadfærd. Forbrugerbeskyttelsen består overvejende i, at investorerne og offentligheden i øvrigt skal kunne orientere sig om en forenings investeringspolitik og risikoprofil. Det sker via foreningens vedtægter og i foreningens prospekt. Vedtægterne skal godkendes af Finanstilsynet, som også fører tilsyn med foreningerne.

En hedgeforenings midler skal forvaltes og opbevares af et af Finanstilsynet godkendt depotselskab, som skal være et pengeinstitut med hjemsted i Danmark eller en dansk filial af et udenlandsk kreditinstitut med hjemsted i EU. Hedgeforeningens daglige drift og investeringsforvaltning skal varetages af et dansk investeringsforvaltningsselskab, som også skal påse, at foreningen overholder de risikorammer, som foreningen selv har fastlagt. Sker der overtrædelser, er det et krav, at forvaltningsselskabet indberetter det til Finanstilsynet og at det meddeles til foreningens medlemmer.

Hertil kommer at hedgefondenes låntagning mv. indirekte er reguleret ved, at Finanstilsynet løbende fører tilsyn med, at de danske banker der måtte yde lån til hedgefonde, tager højde for den reelle risici ved deres forretninger og lever op til de lovgivningsmæssige kapitaldækningskrav.

#### **4. Internationale tendenser på reguleringsområdet**

Reguleringen af hedgefonde drøftes løbende i internationale fora, herunder EU.

Under det tyske formandskab bad ECOFIN i maj 2007 Kommissionen om at se nærmere på behovet for fælles strukturer for hedgefonde i et indre marked i EU.

G7-landenes samarbejdsfora for finansiel stabilitet, *Financial Stability Forum*, kom i maj 2007 på foranledning af G7-landenes finansministre med en række anbefalinger vedrørende hedgefonde til tilsyn, investorer og hedgefond industrien selv.

I et bredere perspektiv har behovet for en øget gennemsigtighed været efterlyst af både Financial Stability Forum og ECOFIN i forbindelse med den finansielle uro, som er fulgt i kølvandet på den amerikanske sub prime krise. Specielt i forhold til de risici finansielle institutioner påtager sig i forbindelse med deres eksponering over for bl.a. hedgefonde. Analyser mv. med henblik på at styrke gennemsigtigheden i kølvandet på den finansielle uro ventes løbende færdiggjort i EU-regi i løbet af 2008 og 2009.

## **II. Kapitalfonde**

### **1. Hvad er en kapitalfond?**

Der findes ingen formel definition af kapitalfonde, og kapitalfonde er ikke en selvstændig selskabstype i juridisk forstand. Derimod kan kapitalfonde ofte karakteriseres ud fra deres formål: at deltage i ledelsen og driften af de opkøbte virksomheder, så disse kan udvikles og sælges med fortjeneste inden for en kortere årrække.

Kapitalfondenes stigende interesse for opkøb af danske virksomheder afspejles både i det stigende antal virksomheder, som ejes af kapitalfonde, og i den kapital, som kapitalfondene har til rådighed til sådanne investeringer. Fra forholdsvis få handler er antallet af handler steget til omkring 20 i de senere år. Siden 1995 har omkring 120 danske virksomheder haft en periode med kapitalfondsejerskab, og det vurderes, at omkring 80 danske virksomheder i dag er ejet af kapitalfonde. De øvrige ca. 40 virksomheder er enten solgt – fortrinsvis til industrielle ejere – og er derfor ikke længere ejet af en kapitalfond eller er ophørt med at eksistere. Antallet af kapitalfondsejede virksomheder i Danmark er naturligvis behæftet med en vis usikkerhed og vil løbende ændre sig i takt med udviklingen på dette marked.

De kapitalfondsejede virksomheder i Danmark tegner sig for i omegnen af 80.000 personer beskæftiget i kapitalfondsejede virksomheder i Danmark. Det svarer til ca. 4 pct. af den danske private beskæftigelse.

Opkøbene i Danmark har ændret karakter i de seneste par år, idet kapitalfondene har opkøbt langt større virksomheder, end det tidligere er set. Det er blevet muligt ved, at kapitalfondene slår sig sammen om opkøb af de største virksomheder, som var tilfældet med ISS og TDC, hvor henholdsvis 2 og 5 kapitalfonde stod bag købet. Hovedparten af de kapitalfonde, som har afdeling i Danmark, investerer dog i virksomheder med en omsætning på mellem 0,25 og 2,5 mia. kr. Til sammenligning udgjorde omsætningen i både ISS og TDC over 40 mia. kr. i 2004.

Kapitalfondenes opkøb er meget varierede: Der er foretaget en række mere traditionelle opkøb inden for industri-, bygge og servicesektoren – men også et stormagasin, en forlystelsespark, en fitness-kæde og lufthavne har stået på fondenes købsliste i Danmark.

## 2. Organiseringen af kapitalfonde

Kapitalfonde er en selskabsmæssig konstruktion med en begrænset investorkreds, som køber virksomheder med henblik på at udøve aktivt ejerskab og at afhænde virksomheden inden for en kortere årrække. Kapitalfondene er typisk kendetegnet ved, at de:

- Køber hele virksomheden eller majoriteten.
- Afnoterer virksomheden fra Fondsbørsen, hvis den er børsnoteret.
- Øger gældsætningen af virksomheden.
- Udøver aktivt ejerskab.
- Giver ledelsen stærke incitamentter til at skabe gode resultater.
- Kun ejer virksomheden i en kortere årrække (som regel 3-7 år).

Kapitalfondene får kapitalen fra investorer, der har givet tilsagn om at investere et givet beløb. I Danmark har fondene typisk en kapital på mellem 250 mio. kr. og 1 mia. kr. Når investeringsrådgiverne i det administrationsselskab, som håndterer fondens investeringer, har fundet frem til egnede virksomheder, kan de trække på de investeringstilsagn, som investorerne har givet. Administrationsselskabet har et tilsagn om kapital, som det kan opkræve over en nærmere fastsat periode - fx 5 år. Dermed har fondene en fleksibel kapitaladgang, som hurtigt kan udnyttes i forbindelse med køb af virksomheder og senere kapitaltilførsler. Kapitalfondene ønsker at få bestemmende indflydelse på virksomheden og opkøber derfor fortrinsvis hele virksomheden eller foretager en majoritetsinvestering.

Kapitalfondene kan være organiseret på forskellig vis, men etableres i Danmark som regel som et kommanditselskab. Langt de fleste kommanditselskaber er underlagt næsten samme åbenhed som aktie- og anpartselskaber. Ledelsen i administrationsselskabet er som regel medejere af fonden for at sikre, at den har fælles interesse med investorerne. I praksis

opfattes administrationsselskabet ofte som kapitalfonden, selvom selskabet egentlig fungerer som forvalter af den eller de fonde, som er oprettet ifølge aftalen med investorerne. Gennem kapitalfondskonstruktionen har investorkredsen således outsourcet investeringsarbejdet til administrationsselskabet, der foretager udvælgelsen, styringen og salget af kapitalfondens investeringer i de opkøbte virksomheder.

Kapitalfondene udøver aktivt ejerskab dels gennem bestyrelsesarbejdet, dels gennem et løbende og tæt samarbejde med ledelsen om udviklingen af virksomheden. Fondene råder typisk også selv over ekspertise. Derudover har fondene ofte tilknyttet rådgivere, der har særligt branchekendskab.

### **3. Kapitalfonde og deres aktiviteter i Danmark**

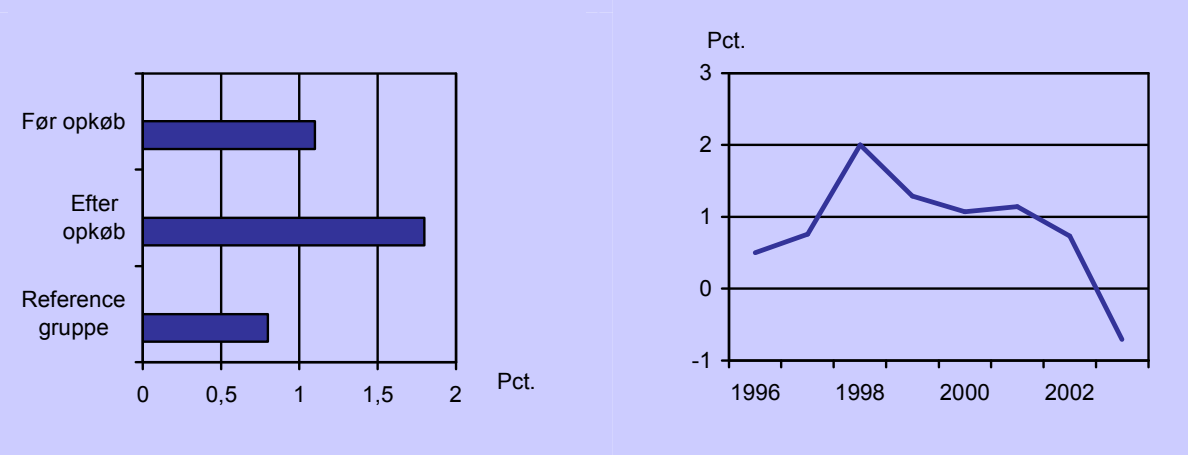
Økonomi- og Erhvervsministeriets udgav i efteråret 2006 en større analyse af kapitalfondenes aktivitet i Danmark (Økonomisk Tema nr. 4). Analysen viser, at de kapitalfondsejede virksomheder har en højere vækst i antallet af ansatte efter overtagelsen end før. Beregninger peger i retning af, at den årlige vækst i beskæftigelsen øges fra 1,1 pct. til 1,7 pct. målt over en periode på fire år før og efter overtagelsen, jf. figur 1. Fremgangen i beskæftigelsen i de opkøbte virksomheder er også højere i forhold til en referencegruppe bestående af sammenlignelige virksomheder. Forskellen kan opgøres til godt 1 pct. point, men er formentlig endnu større, da væksten i de kapitalfondsejede virksomheder er opgjort efter opkøb og derfor ofte ligger sidst i perioden 1995-2004, hvor væksten i referencegruppens beskæftigelse generelt har været aftagende. Større vækst i beskæftigelsen i de kapitalfondsejede virksomheder tyder på, at disse virksomheder forsøger at skabe værditilvækst gennem ekspansion snarere end gennem nedskæringer. Dette er naturligvis kun en gennemsnitsbetragtning, der dækker over, at nogle kapitalfondsejede virksomheder ansætter flere, mens andre afskediger.

Figur 1

**Vækst i beskæftigelse i kapitalfondsejede virksomheder**

Årlig vækst, kapitalfondsejede virksomheder

Årlig vækst, referencegruppe



Beregninger af produktiviteten kan være med til at belyse, om kapitalfonde bidrager til værdiforøgelse i de overtagne virksomheder. Udviklingen i totalfaktorproduktiviteten – dvs. den værditilvækst, der genereres, når der korrigeres for indsatsen af kapital, arbejdskraft, uddannelse, konkurrenceforhold og andre faktorer – tyder på, at væksten tiltager mere i de kapitalfondsejede virksomheder end i referencegruppen af sammenlignelige virksomheder. På denne baggrund anslås væksten i totalfaktorproduktiviteten at være 6 pct. årligt over de følgende fire år efter opkøbet. Det er tilsyneladende et højere væksthøjere niveau end i referencegruppen, der i samme periode bidrog med en vækst på ca. 4½ pct.

Økonomi- og erhvervsministeriets undersøgelse dokumenterer at der er en tendens til øget gældsætning i årene efter, at en kapitalfond overtager en virksomhed. Gældsandelen for de opkøbte virksomheder er således i gennemsnit øget fra 56 pct. før overtagelse til 62 pct. efter overtagelse. Der er i den datadækkede periode er en betydelig spredning i gældsandelen for både referencegruppen og de overtagne virksomheder.

Kapitalfonde gør ofte brug af ekstraordinære udbyttebetalinger i umiddelbar tilknytning til opkøbet. Udbytteandelen stiger således i gennemsnit fra 53 pct. før overtagelse til 82 pct. efter overtagelse. Til sammenligning har referencegruppen af sammenlignelige virksomheder en gennemsnitlig udbyttebetaling på 48 pct. Udbyttebetalingen er større i kapitalfondsejede virksomheder i overtagelsesåret end hos virksomhederne i referencegruppen.

Blandt de ca. 120 virksomheder, der siden 1995 er blevet opkøbt af kapitalfonde, er der en tydelig tendens til, at den effektive skatteprocent – som er defineret som skattebetalingens andel af overskuddet efter finan-

sielle poster – i gennemsnit falder umiddelbart efter, at virksomheden er blevet overtaget af en kapitalfond. Faldet i skattebetalingen kan afspejle en generelt mere aggressiv skatteplanlægning fra de nye ejeres side. Da kapitalfonde typisk består af en lille kreds af ejere, der har sammenfaldende interesser, har de som udgangspunkt bedre mulighed end andre investorer for at indrette sig med henblik på at minimere skattebetalingen.

#### **4. Dansk regulering**

I juni 2007 vedtog Folketinget regeringens Åbenhedspakke. Åbenhedspakken indeholdt 3 elementer, der alle har til formål at sikre større åbenhed for aktionærerne i børsnoterede virksomheder. Elementer er:

- Et forbud mod at indgå aftaler om bonus og lignende med et målskabsledelse i forbindelse med overtagelsestilbud, for at undgå at der kan sættes spørgsmålstejn ved ledelsens loyalitet over for aktionærerne i forbindelse med et overtagelsestilbud på et selskab.
- En pligt for tilbudsgiver til at oplyse, hvis tilbudsgiveren påtænker at foretage en udbetaling af målskabets midler efter gennemførelsen af et overtagelsestilbud. Dette er for at sikre større åbenhed over for aktionærerne ved eventuelle store udbyttebetalinger lige efter en overtagelse.
- Et krav om, at børsnoterede selskaber skal have generalforsamlings-godkendte retningslinjer for, hvordan selskabet samlet strikker sin incitamentsordning sammen for bestyrelsen og direktion - inden de konkrete aftaler om incitamentsaf lønning med de enkelte ledelsesmedlemmer indgås.

Reglerne gælder alle overtagelser af børsnoterede virksomheder.

Regeringen har endvidere i 2007 foretaget en større omlægning af selskabsbeskatningen, hvor der bl.a. blev strammet op på mulighederne for at fradrage renteudgifter. Formålet var at forhindre aggressiv skatteplanlægning, som man bl.a. har set det hos mange kapitalfonde, hvor mulighederne for at placere renteudgifter i Danmark og indtægter i udlandet udnyttes. Det er imidlertid værd at bemærke, at der med omlægningen ikke var tale om et målrettet indgreb mod kapitalfonde, men mod de mekanismer, der blev udnyttet – hvor renteudgifter blev placeret i Danmark, mens indtægter blev placeret i udlandet. Indgrebet finder således anvendelse, uanset hvilken etiket der kan hæftes på den skattepligtige – kapitalfond eller ej. Omlægningen har bidraget til at give Danmark en robust og konkurrencedygtig selskabsbeskatning, hvor overskud der optjenes i Danmark også beskattes i Danmark.



Den danske brancheforening for kapitalfonde (DVCA) er ved at udarbejde retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse. Retningslinjerne udarbejdes i samarbejde med LO og FTF og p.b.a. internationalt arbejde om samme.

#### **5. Internationale tendenser**

Den europæiske centralbank (ECB) har i 2007 undersøgt kapitalfondes relation til finansiell stabilitet. De finder, at sandsynligheden for at gældsfinansierede opkøb udgør en systemisk risiko for banksektoren på EU-niveau, er lille, men ECB kan ikke afvise, at der kan findes lommer i EU-området, hvor systemiske effekter kan opstå. Derfor bør banker løbende overvåge deres afgivne lån for at sikre en overkommelig balance mellem risiko og afgivne lån.