



ANALYSE AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

DELANALYSE 1: FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS EJRSTRUKTUR OG ADFÆRD

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

INDLEDNING: FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS EJERSTRUKTUR OG ADFÆRD

Analysen kortlægger fondsejede virksomheders ejerstruktur og økonomiske adfærd på tværs af koncernstruktur, brancher og kapitalstruktur.

FOKUS

Denne delanalyse fokuserer på fondsejede virksomheders ejerstruktur og adfærd med udgangspunkt i en systematisk kortlægning af 1.431 erhvervsdrivende fondes ejerskaber. Ved at følge ejerskabet gennem flere led identificeres de virksomheder, hvor fondene har et engageret ejerskab på mindst 10 pct., samt de virksomheder, hvor fonden har bestemmende indflydelse.

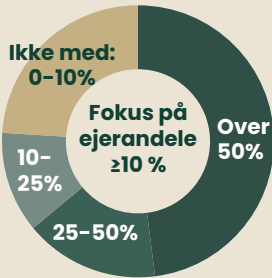
I delanalysen sammenlignes fondsejede virksomheder med øvrige danske, ikke-fondsejede virksomheder for at identificere systematiske forskelle i struktur og adfærd. Resultaterne viser bl.a., at fondsejede virksomheder indgår i større koncerner og belyser, hvordan ejerstrukturen hænger sammen med investeringer, kapitalstruktur og geninvestering af overskud. I denne delanalyse anvender vi derfor bevidst en bredere tilgang til belysning af fondsejerskab – og undersøger også de virksomheder, som erhvervsdrivende fonde har et engageret ejerskab i – uden at have bestemmende indflydelse. På den måde kommer vi et spadestik dybere i forståelsen af erhvervsdrivende fonde. Både når de fungerer som kontrollerende ejere, og når de agerer som langsigtede medinvestorer. Begge roller giver nemlig de erhvervsdrivende fonde en væsentlig indflydelse på erhvervslivet i ind- og udland.

Omdrejningspunktet for analysen er fonde, som lever op til betingelserne for at være erhvervsdrivende. Det drejer sig om 1.431 fonde. I analysen undersøges ejerstrukturen for de virksomheder, som de erhvervsdrivende fonde er engageret i. Det gør vi ved at følge fondenes ejerskab gennem koncernstrukturer og datterselskaber, hvorved vi identificerer deres samlede økonomiske engagement. Delanalysen skelner i den forbindelse mellem: *kontrollerende ejer* (bestemmende indflydelse via stemmer) og *ultimativ ejer* (øverste ejer i ejerkæden)¹.

DATAGRUNDLAG OG METODE²

Analysen bygger på en international regnskabsdatabase med harmoniserede regnskabs- og ejerskabsoplysninger, som gør det muligt at sammenligne fondsejede virksomheder med øvrige danske, ikke-fondsejede virksomheder på tværs af brancher. Med en indledende udsøgning af 1.431 erhvervsdrivende fonde, har vi kunne følge ejerandele gennem flere led. Det muliggør en beregning af den effektive ejerandel (stemmer eller alternativt kapitalandel) i de enkelte driftsselskaber, og analysen identificerer de virksomheder, hvor fondene udøver engageret ejerskab. Det er redegjort nærmere herfor i "Metodebilag".

Analysen er kvalificeret i dialog med en ekspertgruppe bestående af fire forskere³ med økonomisk og juridisk ekspertise i ejerformer, fondseje, produktivitet og økonomisk performance.



NØGLEAFGRÆNSNING

Analysen tager udgangspunkt i alle virksomheder, hvor erhvervsdrivende fonde har et engageret ejerskab. Det er selskaber, som fondene ofte selv fremhæver som væsentlige og langsigtede ejerpositioner i deres portefølje.

Engageret ejerskab indebærer ikke nødvendigvis bestemmende indflydelse – ejerandelen kan være ned til 10 pct. Fokus er dermed bredere end bestemmende indflydelse og giver et varieret billede af fondenes samlede rolle som ejere.

SAMMENHÆNG TIL ØVRIGE ANALYSER

Denne analyse fokuserer på at kortlægge selve ejerstrukturen i fondsejede virksomheder og koble den til virksomhedernes adfærd. Omdrejningspunktet er at forstå, hvordan fondenes ejerskab konkret er organiseret – fra entydig *bestemmende indflydelse* til minoritetspositioner – og hvordan dette ejerskab adskiller sig fra øvrige virksomheders strukturelle karakteristika. Samtidig danner analysen grundlag for de efterfølgende vurderinger af, hvordan ejerskabet påvirker virksomhedernes beslutningslogik, investeringsadfærd og langsigtede udvikling.

DEL 1

Fondsejerskabets betydning

Kendetegn, virksomhedernes resultater og betydning for dansk økonomi.

- 1 • **Ejerstruktur og adfærd**
Udbredelse, ejerformer og adfærd
- 2 • **Hvordan klarer de sig?**
Resultater vs. andre virksomheder
- 3 • **Betydning for dansk økonomi**
Beskæftigelse og værdiskabelse

DEL 2

Vejen til fondseje

Hvordan fondseje bliver en reel mulighed for ejerledere.

- 4 • **Ejerlederens overvejelser**
Valg, dilemmaer og kriterier
- 5 • **Fondsejerskabets styrker**
Styrker frem for andre ejerformer
- 6 • **Rådgiverens rolle**
Fondseje ind i mulighedsrummet
- 7 • **Rammevilkår og veje**
Juridiske og praktiske rammer

1) Centrale begreber og de dertilhørende præcise definitioner er samlet på s. 9 og 10, hvor det også fremgår, hvordan vi har udsøgt erhvervsdrivende fonde.

2) Se metodebilag for delanalyse 1 i "Metodebilag" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

3) Ekspertgruppen har bestået af: Rasmus Feldthusen, professor, Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet; Philipp Schröder, professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet; Kasper Meisner Nielsen, professor, Institut for Finansiering, CBS; Steen Thomsen, professor, Institut for Regnskab, CBS.

HOVEDKONKLUSIONER: BRED RÆKKEVIDDE, KOMPLEKS STRUKTUR OG LANGSIGTET ADFÆRD

Internationale koncerner, sammensatte ejerskabsroller og koncentreret aktivt ejerskab præger fondenes økonomiske betydning.

KORT FORTALT

Gennem ejerstrukturer indgår erhvervsdrivende fonde i et stort antal virksomheder i Danmark og internationalt, men det engagerede ejerskab er koncentreret i en mindre kerne. Ejerskabet spænder fra fuldt ejerskab til minoritetspositioner, og fonde optræder lige så ofte som eneejere som medejere – typisk sammen med virksomheder, investorer og familier. Fondsejede virksomheder indgår oftere i større koncerner med bredere ejerkredse, har tyngde i Danmark og er koncentreret i kapital- og videnstunge brancher. Samlet peger forskning og data på en særegen ejerlogik præget af længere tidshorisoner, stabil kontrol og langsigtet perspektiv på afkast (om end det ikke er på bekostning af kortsigtet vækst og indtjening, se "Hvordan klarer fondsejede virksomheder sig?"¹). Ejerlogikken omsættes i virksomhedernes adfærd, hvor de geninvesterer mere, investerer mere pr. ansat og opbygger en mere robust kapitalstruktur over tid.

Erhvervsdrivende fonde når bredt ud, men engageret ejerskab er koncentreret:

Gennem dybe ejerkæder kan fondene følges til 13.944 danske og internationale selskaber, men det er i en kerne af 559 driftsselskaber, at der er et engageret ejerskab som smitter af på de underliggende datterselskaber.

Medeje forekommer lige så ofte som eneeje: Fonde optræder både som eneejere og som langsigtede medinvestorer, og ejerskabet er derfor ofte delt med andre aktører.

Medejerskab er både med virksomheder, investorer og familier: Når ejerskabet deles, sker det oftest med andre virksomheder, finansielle investorer og familier, hvilket skaber sammensatte ejerkredse med forskellige incitamenter.

Fondsejede virksomheder er organiseret i større og mere komplekse koncerner: De har flere datterselskaber og flere ejere og fremstår dermed sjældent som enkeltstående virksomheder, men som virksomheder med aktiviteter på tværs af datterselskaber.

Tyngde i Danmark – men med international rækkevidde: Virksomheder, der indgår i fondenes engagerede ejerskab, er primært danske, men indgår i koncernstrukturer og værdikæder på tværs af Europa og det øvrige udland.

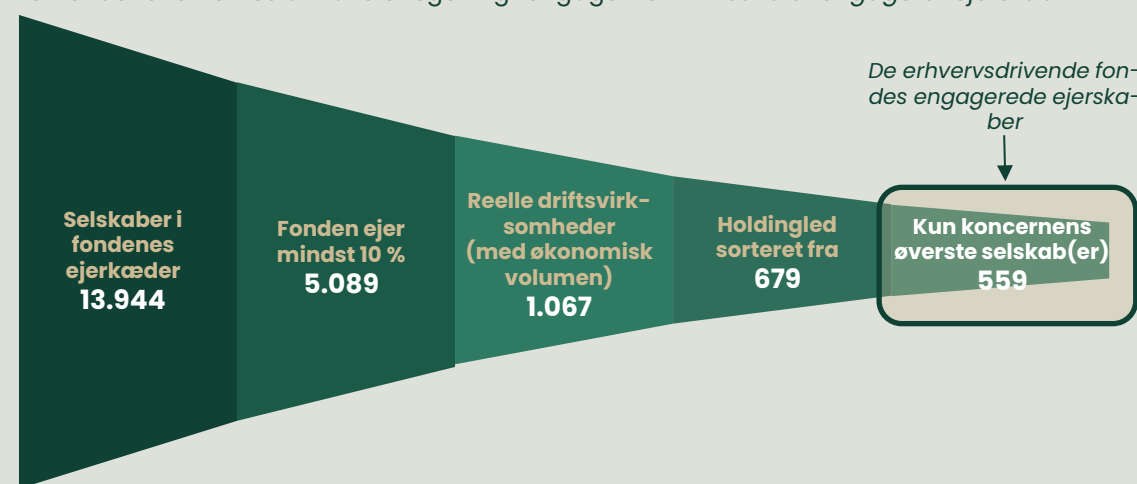
Klar brancheprofil i kapital- og videnstunge områder: Fondsejede virksomheder er koncentreret i brancher med højt kapitalbehov og kompleks organisering, hvor langsigtet ejerskab og stabil kapital er særlig vigtig.

En særegen ejerlogik præger både struktur og beslutninger: Forskning peger på længere tidshorisoner, mere stabile ejere og lavere kortsigtet afkastpres.

Ejerlogikken omsættes til konkret økonomisk adfærd: Fondsejede virksomheder geninvesterer mere og investerer systematisk mere pr. ansat.

FONDENES EJERSKABER: FRA BRED TILSTEDEVÆRELSE TIL ENGAGEREDE EJERSKABER

Fonde er forbundet til 13.944 selskaber gennem komplekse ejerkæder på tværs af koncerner, hvor relationerne ofte går gennem flere led af holdingselskaber og datterselskaber. Når der fokuseres på selskaber med en fondsejerandel på mindst 10 pct., reduceres antallet til 5.089 selskaber. Når der renses for mellemlid mm. i koncernstrukturer, står 559 virksomheder tilbage, hvor fondene forventes at have et egentligt engagement i – såkaldt *engageret ejerskab*.



Anm.: Opgørelsen starter med alle virksomheder, som fondene kan nå gennem ejerkæder (13.944), men afgrænses til selskaber, hvor fondene ejer mindst 10 pct. Herefter frasorteres holdingselskaber og mindre enheder, og koncernstrukturer renses for mellemlid og interne relationer. Se mere i "Metodebilag".

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

FONDSEJERSKABER I MANGE VARIANTER

Erhvervsdrivende fonde optræder som eneejere og som medejere i forskellige partnerskaber.

ERHVERVSDRIVENDE FONDE ER LIGE SÅ OFTE ENEEJERE SOM MEDEJERE

Erhvervsdrivende fondes ejerskab er i praksis langt mere varieret end den klassiske opfattelse af fonden som eneejer. Fonde optræder både som ejere med bestemmende indflydelse og som minoritetsinvestorer i virksomheder med flere ejere, og deres ejerandele spænder fra fuldt ejerskab til minoritetsposter. Samtidig viser fordelingen af ejerandele, at en væsentlig del af fondenes aktivitet ligger i virksomheder, hvor ejerskabet deles med andre – og hvor fondene derfor indgår i et samspil med andre ejerformer.

KORTLÆGNING AF KONCERNSTRUKTURER

Ejerskabet er ofte organiseret gennem flere lag af holdingselskaber og datterselskaber, og den samme virksomhed kan indgå i forskellige relationer afhængigt af, hvordan ejerkæderne følges. For at identificere fondenes ejerskab kræver det derfor, at ejerandele konsolideres gennem hele kæden, og at koncernstrukturer renses for mellemlid og interne ejerforhold.

MEDEJERSKAB SKER MED MANGE FORSKELLIGE EJERTYPER

Når vi følger fondenes ejerskab i de 736 øverste driftsselskaber, er fonden eneejer (100 pct.) i 37 pct., majoritetsejer (50–99 pct.) i 11 pct. og porteføljeinvestor (10–50 pct.) 27 pct. af selskaber. Tilsammen udgør disse de 559 engagerede ejerskaber med mindst 10 pct. ejerandel. De resterende 177 selskaber (24 pct.) har under 10 pct. fondsejerskab. Inden for de 559 er fonden dermed lige så ofte eneejer (275) som medejers sammen med andre (284).

For 261 af de 284 delte ejerskaber findes præcise ejeroplysninger (nederste figur), som viser, at fonden i de delte ejerskaber oftest indgår sammen med en familie med stemmeflertal (35 pct.).

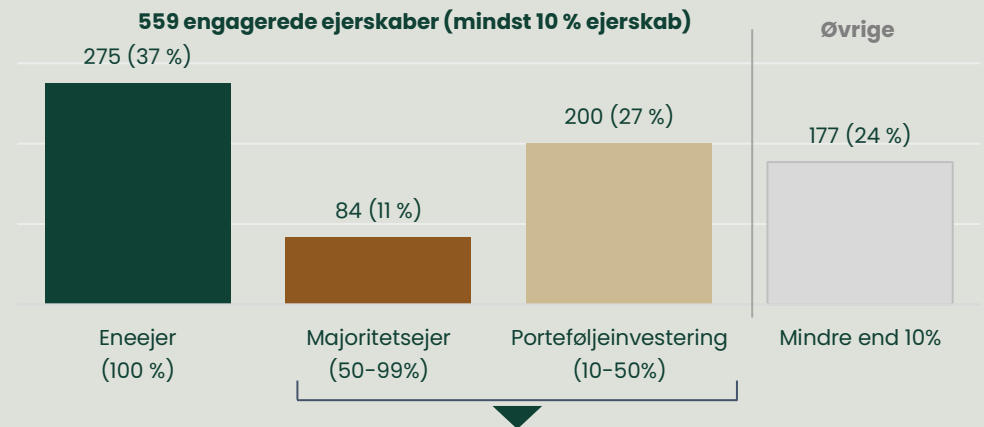
I mange tilfælde kombineres flere ejerformer i samme virksomhed, så fondsejerskab i praksis indgår i hybride ejerstrukturer med flere typer ejere med forskellige incitamenter og tidshorisonter.

Nedenfor præsenteres vores inddeling af medejerskaber:

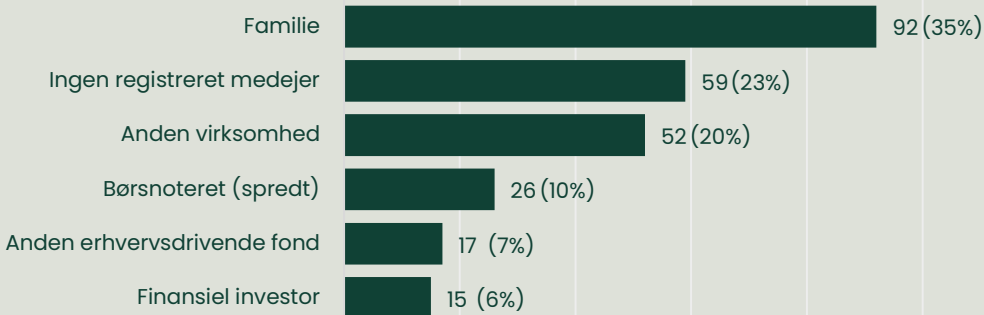
- **Familie/enkeltpersoner:** Navngivne fysiske ejere, herunder familiekonstellationer.
- **Finansielle/institutionelle:** Banker, forsikring, pension samt kapital- og venturefonde.
- **Anden virksomhed:** Selskaber, hvis ejerstruktur ikke kan følges fuldt via registre.
- **Spredt ejerskab/børsnoteret.** Mange aktionærer med små ejerandele, ofte via børsnotering.
- **Udenlandsk ejer:** Ejerskab uden for Danmark.

FONDENS EJERANDELE OG SAMSPIL MED ØVRIGE EJERE

FORDELING AF FONDENES EJERANDELE I DE ENGAGEREDE EJERSKABER, 2019–2024



TYPER AF MEDEJERE, 2019–2024



Anm.: Af de 284 driftsselskaber med flere ejere findes præcise ejeroplysninger på 261. Ingen registreret medejers dækker typisk over holdingled med >90 pct. fondsejerskab (små minoritetsejere med ikke-af-fentliggjorte kapitalandele). Anden virksomhed typisk over delte (50/50) ejerskaber hvor én global ejer ikke kan udpeges eller hvor aktionæren i virksomheden har en ultimativ ejer af typen "virksomhed". Se mere i "Metodebilag".

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER ER FORANKRET I DANMARK

Koncernstrukturer strækker sig på tværs af Europa, men de engagerede ejerskaber er primært danske og koncentreret i bestemte brancher.

TYDELIG DANSK FORANKRING

Erhvervsdrivende fonde indgår gennem koncernstrukturer i et stort antal virksomheder på tværs af Europa, men deres engagerede ejerskab er i høj grad koncentreret i Danmark. Det kan afspejle, at flere danske fonde har et krav om en dansk eller nordisk forankring. Ud af de 559 virksomheder, som de erhvervsdrivende fonde har engageret ejerskab i, er det således 86 pct., som ligger i Danmark, mens en mindre del er fordelt på øvrige europæiske lande, via koncernstrukturer og internationale aktiviteter.

INTERNATIONAL RÆKKEVIDDE

Ud af de 559 engagerede ejerskaber (driftsselskaber) er 481 virksomheder (86 pct.) placeret i Danmark, mens resten er fordelt på en bred kreds af øvrige lande – herunder Sverige, Tyskland, Norge og Storbritannien – samt en række mindre markeder.

Det internationale aftryk opstår primært gennem koncernstrukturer, hvor danske fondsejede virksomheder ejer eller driver aktiviteter i flere lande.

Fonde fungerer dermed både som nationale hovedejere og som langsigtede medejere i internationale værdikæder.

KLAR BRANCHEKONCENTRATION

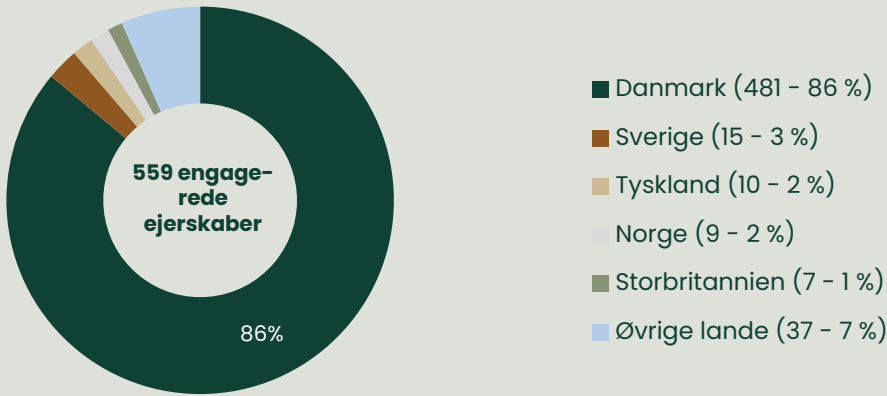
Fondsejede virksomheder er ikke jævnt fordelt på tværs af brancher, men koncentreret i udvalgte brancher. Fast ejendom, industri (fremstilling) og handel udgør de største grupper.

Industrien (fremstilling) står alene for knap halvdelen (49,8 pct.) af de fondsejede virksomheders samlede beskæftigelse. Den branchemæssige profil hænger tæt sammen med de øvrige resultater i analysen.

Det er netop i kapital- og videnstunge brancher, at behovet for langsigtede investeringer, stabil ejerstruktur og opbygning af kapacitet er størst – og hvor fondsejede virksomheder også investerer mere og geninvesterer en større del af overskuddet (uddybtes på side 7).

Kombinationen af dansk forankring og branchemæssig koncentration peger dermed på, at fondene ikke blot er jævnt til stede i økonomien, men er særligt aktive i de dele af erhvervslivet, hvor langsigtet kapital, kompleks organisering og engageret ejerskab spiller en central rolle.

GEOGRAFISK FORDELING AF ENGAGEREDE EJERSKABER, 2024



BRANCHEFORDELING AF ENGAGEREDE EJERSKABER, 2024

Branche	Antal virksomheder	Antal virksomheder	Beskæftigelse
Fast ejendom	101	18,1	0,6
Industri (fremstilling)	85	15,2	49,8
Handel	64	11,4	14,9
Videnservice	48	8,6	7,6
Information og kommunikation	45	8,1	4,6
Finansiering og forsikring	29	5,2	12,4
Øvrige (under 5 hver)	133	23,8	10,0
Konsoliderede regnskaber og virksomheder uden for EU mm. (memo)	54	9,7	-
I alt	559	100	100

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER HAR EN ANDEN STRUKTUR OG EJERPROFIL

Vi sammenligner med andre danske virksomheder med mindst 50 ansatte.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER ADSKILLER SIG STRUKTURELT FRA ØVRIGE VIRKSOMHEDER

Fondsejede virksomheder er ikke blot virksomheder med en anden ejer i toppen – de har også en markant anderledes strukturel profil. De øvrige danske virksomheder er ofte familieejede og har typisk mindre koncernstrukturer med færre eksterne ejere.

Samlet peger det på, at fondsejede virksomheder i højere grad er organiseret som større og mere komplekse virksomhedsenheder end øvrige virksomheder med mindst 50 ansatte.

STØRRE OG MERE KAPITALTUNGE

Sammenligner man fondsejede virksomheder med øvrige danske virksomheder af samme størrelsesorden, er de fondsejede gennemgående større og mere kapitaltunge. Den typiske (median) fondsejede virksomhed har omtrent dobbelt så mange ansatte (188 mod 90) og en balance, der er cirka fire gange større (490 mod 124 mio. kr. i samlede aktiver), mens omsætningen ligeledes ligger højere (749 mod 575 mio. kr.).

I denne umiddelbare sammenligning er driftsmarginen (EBIT-margin) højere blandt fondsejede virksomheder (4,5 mod 3,6 pct.). Fondsejede virksomheder skaber altså lidt større overskud, men adskiller sig især på størrelse og organisering i mere komplekse koncern- og ejerstrukturer.

DYBERE KONCERNER OG MERE OMFATTENDE EJERSTRUKTURER

Fondsejede virksomheder har i gennemsnit ca. 18 datterselskaber mod tre blandt øvrige virksomheder og flere eksterne ejere med rene minoritetsposter. De fremstår dermed sjældnere som enkeltstående virksomheder, men derimod med flere aktiviteter opdelt på tværs af datterselskaber og forbundet gennem koncernstrukturer.

De større og dybere koncernstrukturer i fondsejede virksomheder kan i praksis afspejle flere opkøb og opbygning af porteføljer over tid, hvilket alt andet lige øger antallet af datterselskaber og kompleksiteten i ejerstrukturen.

Denne struktur hænger sammen med den rolle, fondene spiller som ejere. Fonde indgår ofte i virksomheder med flere ejere og fungerer både som ejere med bestemmende indflydelse og som langsigtede minoritetsinvestorer.

Sammenligningsgruppen (danske virksomheder med mindst 50 ansatte) har oftere en anden virksomhed eller en familie som ultimativ ejer (GUO). Samlet peger analysen på, at fondsejede virksomheder har en anden strukturel og organisatorisk logik¹.

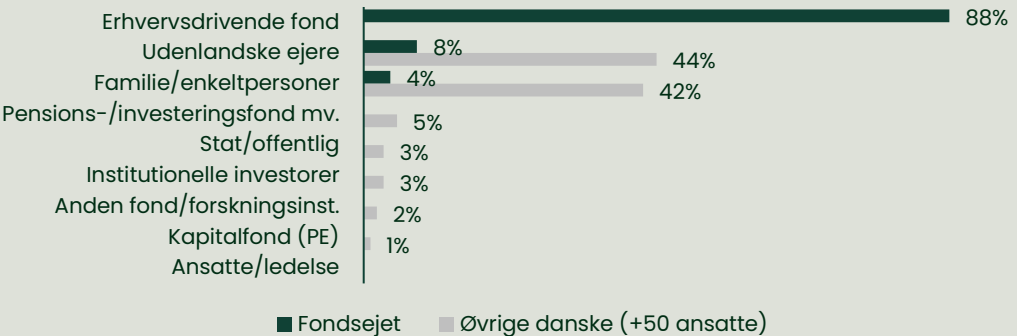
STRUKTUR OG EJERKREDS: HVORDAN FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER ER ORGANISERET

NØGLETAL FOR DANSKE VIRKSOMHEDER MED +50 ANSATTE, 2024

	Fondsejet (median)	Øvrige +50 (median)
Antal ansatte	188	90
Omsætning, mio. DKK	749	575
Samlede aktiver, mio. DKK	490	124
EBIT-margin, %	4,5	3,6
Antal datterselskaber	2 (gns: 18)	0 (gns: 3)
Antal eksterne ejere	1 (gns: 8)	1 (gns: 2)
Antal (N)	173	4.122

Anm.: Både de fondsejede og de øvrige danske virksomheder har mindst 50 ansatte i 2024. Fondsejet dækker de engagerede ejerskaber med mindst 10 direkte fondsejerskab.

HVEM HAR BESTEMMENDE INDFLYDELSE I VIRKSOMHEDERNE I DE TO GRUPPER?



Anm.: Grøn (fondsejet) er her afgrænset til virksomheder i sample med mindst 10 % direkte fondsejerskab og mindst 50 ansatte. N = 173. Øvrige danske (N = 4.122). Se mere i "Metodebilag".

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

1) I "Hvordan klarer fondsejede virksomheder sig?", delanalyse 2 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet, tages der højde for disse forskelle, når vi vurderer fondsejerskab (ejerskabsformens) effekt og betydning for virksomhedsperformance.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER INVESTERER OG GENINVESTERER MERE

Mere geninvestering, lavere udlodning og højere vækst kan afspejle et mere langsigtet fokus.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER KOMBINERER LANGSIGTETHED OG VÆKST

Fondsejede virksomheder fastholder i højere grad værdiskabelsen i virksomheden frem for at udbetale den til ejerne sammenlignet med andre, danske virksomheder. De udlodder således mindre og geninvesterer mere, hvilket understøtter investeringer i produktion, kapacitet og udvikling.

En adfærd der samtidig gør virksomhederne mere velkonsoliderede, da geninvesteret overskud er egenkapitalfinansiering. Den højere geninvestering afspejles i et markant højere investeringsniveau pr. ansat og en mere kapitalintensiv drift. Samtidig opbygger virksomhederne større underliggende aktiver og kapacitet over tid.

KAPITALEN BLIVER I HØJERE GRAD I VIRKSOMHEDEN

Fondsejede virksomheder geninvesterer en større del i virksomheden og udlodder en mindre del af deres overskud. Den typiske fondsejede virksomhed udlodder 29 pct. af overskuddet mod 56 pct. for øvrige virksomheder og geninvesterer svarende til 32 pct. af EBITDA mod 24 pct.

Det betyder i praksis, at en større del af værdiskabelsen forbliver i virksomheden og anvendes til investeringer i produktion, kapacitet og udvikling frem for udbetaling til ejere.

INVESTERER MERE OG HAR HØJERE AKTIVITET PR. ANSAT

Denne prioritering af kapital afspejler sig også i virksomhedernes investeringsniveau. Fondsejede virksomheder investerer i gennemsnit 59.000 kr. pr. ansat mod 34.000 kr., og de skaber samtidig en højere indtjening pr. medarbejder.

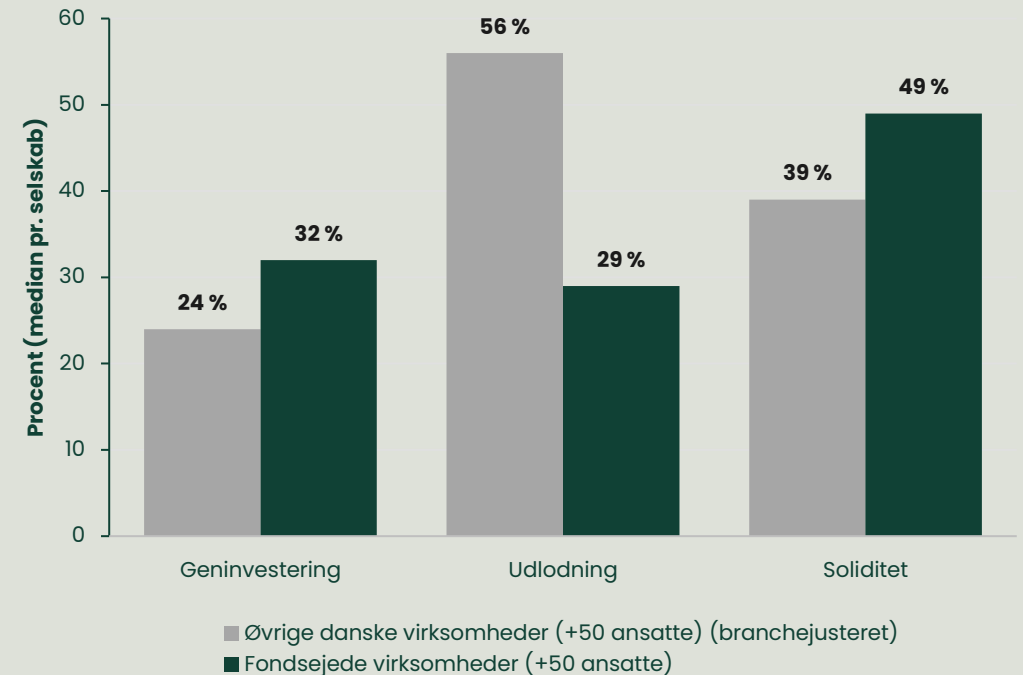
Resultaterne om større geninvestering af overskud og større soliditet er robust overfor brancheforskelle. Det geninvesterede overskud udgør egenkapitalfinansiering og gør virksomhederne mere velkonsoliderede frem for gældsfinansierede.

ADFÆRDEN AFSPEJLER EJERLOGIKKEN

Forskellene i investerings- og udlodningsmønstre kan henføres til fondenes særlige ejerstruktur – fraværet af personlige ejere og af et fast exittidspunkt – snarere end til branche eller størrelse. Den stabile ejerstruktur og fraværet af et fast exittidspunkt betyder, at virksomhederne i mindre grad er under pres for løbende udlodning.

KAPITALANVENDELSE OG -OPBYGNING I FONDSEJEDE OG ØVRIGE VIRKSOMHEDER

GENINVESTERING, UDLODNING OG SOLIDITET, SAMME BRANCHEFORDELING, MEDIAN, 2019-2024



Anm.: Finanssektor udeladt. Vi har vægtet de danske virksomheder (mere end 50 ansatte), så den svarer til de fondsejede virksomheders branchesammensætning. Sammenligningsgruppen omfatter øvrige danske virksomheder på tværs af ejertyper, og forskellene består også, når der tages højde for gearing. Median pr. virksomhed, 2019-2024. N = 133 for fondsejede virksomheder. Virksomheder med +50 ansatte. Se mere i "Metodebilag".
Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

FONDSEJERSKAB SKABER EN GRUNDLÆGGENDE ANDEN EJERLOGIK

Otte træk der gør fondsejede virksomheder strukturelt anderledes.

FONDE ER ANDERLEDES EJERE

Fondsejede virksomheder ser strukturelt anderledes ud på en række væsentlige karakteristika: mere stabile ejere, længere tidshorisoner, mere konservativ økonomi og overrepræsentation i forskningstunge brancher. Det er veldokumenteret på tværs af flere årtiers forskning og data fra både Danmark og andre europæiske lande. Den eksisterende forskning er overvejende baseret på fonde, der har bestemmende indflydelse. Det er et hul i den eksisterende viden, når fonde ofte indgår som ejer sammen med andre medinvestorer.

LÆNGERE TIDSHORISONT I EJERSKABET

En erhvervsdrivende fonds oprindelige aktiebesiddelse i den virksomhed, fonden er stiftet til at eje, er typisk bundet i fondens vedtægter, og kan (som udgangspunkt) ikke sælges¹. I stedet udvandes fondens kapitalandel typisk – med fondsmyndighedens tilladelse – for at rejse kapital, mens fondens stemmemajoritet bevares. Det giver et fundamentalt anderledes ejerskab end både familieeje (hvor en kommende generation kan sælge), kapitalfondsejerskab (hvor exit på et nærmere fastsat tidspunkt typisk er en del af logikken) og børsnoterede selskaber med spredt ejerskab. Forskningen peger på lavere udskiftning i ejerkredsen end hos sammenlignelige virksomheder². Mindre exit-pres og udbyttekrav åbner for en mere langsigtet investeringsadfærd i anlæg, forskning mm.

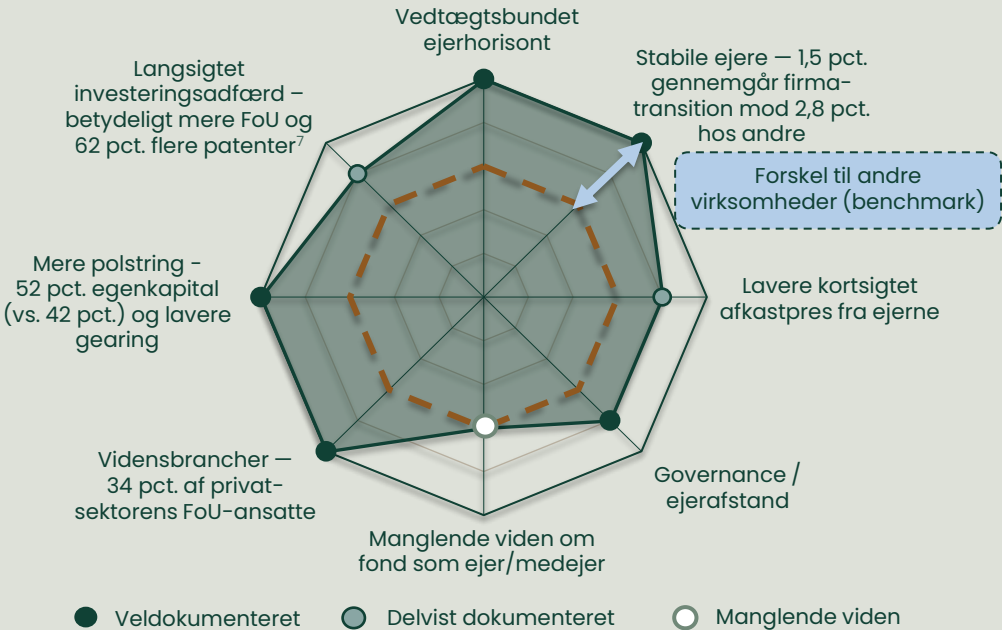
MERE POLSTRING OG "KONSERVATIV" KAPITALSTRUKTUR

Den typiske struktur med afstand mellem fond og driftsvirksomhed skaber en governance, der kan adskille sig fra både familie- og børsejede selskaber³. Fonden agerer som ejer uden personlig økonomisk interesse, hvilket rimeligvis antages at dæmpe kortsigtet risikoappetit og styrker kontinuitet⁴. Fondsejede virksomheder er samtidig overrepræsenteret i vidensbrancher som farma, bioteknologi og industri. Egenkapitalandelen er gennemsnitligt 52 pct. mod 42 pct. hos andre virksomheder².

MANGLENDE VIDEN OM FONDENS TILTAGENDE ROLLE SOM INVESTORER

Det meste af den eksisterende viden ser på erhvervsdrivende fonde, når de har bestemmende indflydelse i virksomhederne. I lyset af, at fonde ofte er medinvestorer sammen med familier, kapitalfonde eller børsnoterede aktionærer er dette et voksende hul i den eksisterende viden. Beslægtet japansk forskning⁵ viser, at stifterfamilier kan opretholde reel indflydelse gennem fx bestyrelsesposter, familiens navn og en bevidst udvidelse af familiens talentpulje – også uden formel ejermajoritet.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER SAMMENLIGNET MED ANDRE VIRKSOMHEDER



OM VORES GENNEMGANG AF EKSISTERENDE VIDEN

Vurderingen af veldokumenteret, delvist dokumenteret og manglende viden går først og fremmest på, hvor klar og entydig den målte effekt er. Hvilke virksomheder, som fondsejede virksomheder sammenlignes med, varierer mellem de undersøgte forskningsstudier. Fra brede benchmarks (alle danske virksomheder²), matchede peers (i 28 lande), intern variation blandt fondsejede selv (110 store danske selskaber⁵) og beslægtede ejerformer (fx japanske "dynastisk kontrollerede" (founder-familie er CEO's uden et væsentligt ejerskab)⁶).

1) Det er ikke alle erhvervsdrivende fonde, som efter fundats/vedtægter skal bevare en ejerandel i en bestemt virksomhed.
2) Thomsen, S., Poulsen, T., Børsting, C., & Kuhn, J. (2018). *Industrial foundations as long-term owners*.

3) Det er ikke krævet fondsretligt, at der er afstand, så fonden kan godt have erhvervsdriften i selve fonden. Fondsbestyrelser og fondsdirektioner varetager ejerrollen i forhold til driftskoncernen, som typisk også har bestyrelse og direktion.
4) Hansmann og Thomsen (2021) *The Governance of Foundation-owned Firms*

5) Schroeder, D., & Thomsen, S. (2025). *Foundation Ownership and Financial Performance: International Evidence*.
6) Bennedsen, M., Mehrotra, V., Shim, J., & Wiwattanakantang, Y. (2021). *Dynastic control without ownership: Evidence from post-war Japan*.
7) Kraka Advisory (2022) *Langsigtet ejerskab af danske virksomheder*

ERHVERVSDRIVENDE FONDES EJERSKABER BELYST PÅ FLERE MÅDER

DEFINITIONER OG
AFGRÆNSNINGER

Centrale begreber og afgrænsninger, som ligger til grund for analysen af fondsejede virksomheders ejerstruktur, adfærd og økonomiske betydning.

AFGRÆNSNINGERNE TJENER FLERE FORMÅL

Omdrejningspunktet for analyserne er 1.431 erhvervsdrivende fonde. Fondene er nøje fremsøgt med en bred anvendelse af data og kilder (se side 10). I analyserne undersøger vi fondenes ejerskaber på flere måder. Vi ser både på de virksomheder, som fondene har bestemmende indflydelse på (fuld kontrol med), og de virksomheder, som fondene alene har en minoritetsposition i. Formålet er at kunne belyse fondsejerskab fra flere vinkler, og på den måde tilføje nye aspekter til den eksisterende viden om fondsmodellen, der fortrinsvist har koncentreret sig om de virksomheder, som fondene har fuld kontrol med.

DET JURIDISKE OG DEFINITIONSMÆSSIGE UDGANGSPUNKT

Når man afgrænser, hvilke virksomheder en erhvervsdrivende fond "ejer", er det juridiske udgangspunkt bestemmende indflydelse. Efter erhvervsfundslovens §2 er en fond erhvervsdrivende, når den udøver eller kontrollerer erhvervsvirksomhed, og bestemmende indflydelse følger selskabslovens §7 og beror på stemmerettigheder.

En fond anses typisk som kontrollerende ejer ved flertal af stemmer (≥ 50 pct.), men kontrol kan også foreligge ved lavere kapitalandel, hvis stemmerne er koncentreret.

I analyserne anvendes dette juridiske udgangspunkt som reference og til at identificere de erhvervsdrivende fonde (se side 10).

KARAKTER AF EJERSKAB

Analysen arbejder med tre centrale tærskler, som tilsammen afgrænser fondenes ejerrolle på tværs af kontrol og økonomisk engagement.

≥ 10 pct.: engageret ejerskab

Identificerer virksomheder, hvor fonden har en reel økonomisk og strategisk rolle. Ejerskabet opgøres som effektiv ejerandel, hvor fondens samlede kapitalandel beregnes gennem alle led i ejerkæden, så også indirekte ejerskab indgår. Samtidig skal ejerskabet udgøre mindst 10 pct. af fondens samlede aktiviteter.

≥ 25 pct.: betydelig (og i visse tilfælde bestemmende) indflydelse (GUO25)

Anvendes som en tærskel for ejerindflydelse og afspejler situationer, hvor fonden har en væsentlig ejerposition uden nødvendigvis at have kontrol. Afhængigt af stemmestruktur og ejerkredsen kan fonden i denne kategori også have bestemmende indflydelse.

≥ 50 pct.: bestemmende indflydelse (GUO50)

Markerer kontrol, hvor fonden kan styre virksomhedens beslutninger – typisk via stemmerettigheder.

Ved at anvende disse tre tærskler kan analysen skelne mellem forskellige grader af ejerskab og belyse, hvordan fonde både optræder som kontrollerende ejere og som langsigtede medinvestorer.

EJERSTRUKTURER

Fondenes ejerskab realiseres gennem koncernstrukturer, hvor ejerskab kan gå gennem flere led af holdingselskaber og datterselskaber.

Der skelnes mellem:

- Driftsselskaber med reel økonomisk aktivitet
- Holdingselskaber/gennemgangsselskaber, som primært ejer andre selskaber
- Ejerkæder anvendes til at følge ejerskabet fra fond til underliggende selskaber og til at beregne effektiv ejerandel, mens koncernstrukturer renses for mellemlidende for at identificere relevante analyseenheder.

Samtidig skelnes der mellem:

- Ultimativ ejer (GUO), som er den enhed, der står øverst i ejerkæden
- Kontrollerende ejer, som har bestemmende indflydelse via stemmer

De to begreber falder ofte sammen, men ikke nødvendigvis. En fond kan være ultimativ ejer uden at have bestemmende indflydelse, ligesom bestemmende indflydelse i visse tilfælde kan opnås uden fuldt ejerskab.

GRUNDIG UDSØGNING AF ERHVERVSDRIVENDE FONDE

DEFINITIONER OG
AFGRÆNSNINGER

Afgrænsning af erhvervsdrivende fonde på tværs af registre og data, som danner grundlag for analysens kortlægning af fondsejerskab.

FLERE KILDER ANVENDES

Afgrænsningen af erhvervsdrivende fonde tager udgangspunkt i en bred population af fondslignende enheder, som indsnævres gennem juridiske kriterier, registerdata og manuel kvalitetssikring. Ved at kombinere flere datakilder og foretage en systematisk gennemgang sikres, at analysen omfatter de fonde, der reelt udøver erhvervsaktivitet og fungerer som aktive ejere – og ikke enheder, der alene har "fond" i navnet.

SÅDAN HAR VI UDSØGT OG GENNEMGÅET DE ERHVERVSDRIVENDE FONDE

Vi tager udgangspunkt i erhvervsdrivende fonde som defineret i lov om erhvervsdrivende fonde. I de anvendte data indebærer det, at en erhvervsdrivende fond regnes som kontrollerende ejer, når den ejer A- og/eller B-aktier svarende til mindst 25 pct. af stemmerne og samtidig har flere stemmer end den anden- og tredjestørste aktionær tilsammen. Kapitalfonde, investeringsfonde og andre enheder, der blot har »fond« i navnet, indgår ikke.

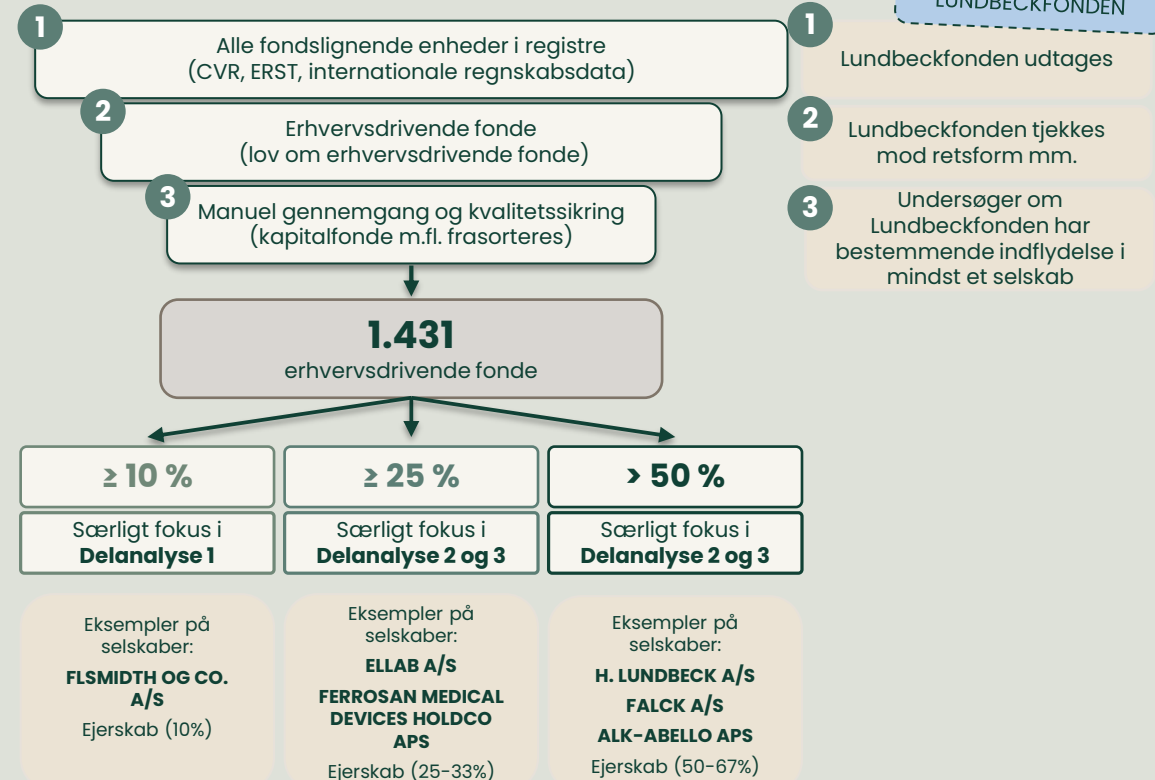
Populationen er udsøgt på tværs af tre kilder, der krydstjekkes: (i) retsform i de offentlige, danske registre (CVR / Erhvervsstyrelsens register over erhvervsdrivende fonde), (ii) internationale regnskabsdata, hvor erhvervsdrivende fonde fremgår af den danske retsform og kan kobles til de selskaber, de står som ultimativ ejer (UBO/GUO) af, (iii) National legal form angivet "Commercial foundation" i internationale regnskabsdata. Sidstnævnte muliggør sammenligning på tværs af lande.

Fordi retsformen i registrene og i de internationale regnskabsdata ikke altid er entydig, er listen gennemgået manuelt for at:

- frasortere enheder, der har »fond« i navnet, men ikke er erhvervsdrivende fonde (kapitalfonde, investeringsforeninger, offentlige/statslige fonde samt rene uddelende fonde uden erhvervsdrift)
- medtage omdannede finansielle foreninger, der reelt fungerer som kontrollerende fondsejere
- håndtere tilfælde, hvor ejer- og stemmeandele ikke fremgår entydigt af data (håndholdt identifikation af fondskontrol via vedtægter og årsrapporter)
- fjerne dubletter og sikre korrekt sammenkobling af den enkelte fond på tværs af registre og de internationale regnskabsdata.

Efter definition, registerudsøgning og manuel gennemgang står vi med i **alt 1.431 danske erhvervsdrivende fonde** som ejere.

FRA BRED POPULATION TIL ANALYSENS TRE EJERSKABSKATEGORIER



An aerial photograph of a modern, curved bridge spanning a body of water. The bridge has a grey deck and white railings. Several construction cranes are visible on the bridge's structure. In the background, a large ship is docked at a pier on the left, and a modern building is visible on the right. The water is a deep blue-green color.

ANALYSE AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

DELANALYSE 2: HVORDAN KLARER FONDSEJEDE
VIRKSOMHEDER SIG?

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

INDLEDNING: HVORDAN KLARER FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER SIG?

Fondsejede virksomheder har en økonomisk vækst, der er lige så god eller bedre end konkurrenternes.

FOKUS

Denne delanalyse undersøger, hvordan fondsejede virksomheder har udviklet sig, når de sammenlignes med virksomheder i samme liga – dvs. i samme branche, med samme størrelse og samme overskudsgrad i udgangspunktet. Fondsmodellen forbindes ofte med langsigtethed, stabilt ejerskab og lavere kortsigtet afkastpres. Derfor undersøger vi, om dette er på bekostning af kortsigtet vækst og indtjening. Eller kan fondsejede virksomheder fastholde samme performance og økonomiske resultater som sammenlignelige virksomheder i samme branche?

To virksomheder kan ligne hinanden på deres størrelse og branche og alligevel adskille sig på svært målbare forhold som markedsposition, patenter eller historisk betingede rammevilkår, og det vil selvsagt have stor indflydelse på deres økonomiske udvikling. Derfor sammenligner vi kun virksomheder, der har – omtrent – samme profit (overskudsgrad) i udgangspunktet, og undersøger, hvordan det går virksomhederne med og uden fondseje.

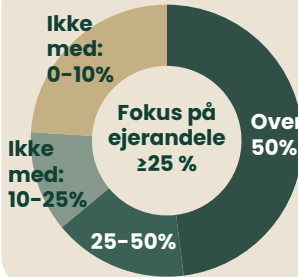
Det gør det nemlig muligt at undersøge, om ejerformen systematisk påvirker virksomhedernes performance, når de starter fra samme position (der fx kan være særligt gunstig). Analysen tester dermed, om den styring og fokus, der følger af fondsejerskab, slår gennem i den faktiske performance over tid. Ved at anvende denne tilgang kaster vi lys over endnu et aspekt af fondsejerskab i forhold til de tidligere undersøgelser af fondsejerskab.

Omdrejningspunktet for analysen er fonde, som lever op til betingelserne for at være erhvervsdrivende, og de selskaber, som de har ejerskab i. Vi har identificeret 1.431 erhvervsdrivende fonde og kortlagt ejerstrukturen for de virksomheder, som de erhvervsdrivende fonde er engageret i. Det gør vi ved at følge fondenes ejerskab gennem koncernstrukturer og datterselskaber, hvorved vi identificerer deres samlede økonomiske engagement¹.

DATAGRUNDLAG OG METODE¹

Analysen bygger på en international regnskabsdatabase med harmoniserede regnskabs- og ejerskabsoplysninger, som gør det muligt at sammenligne fondsejede virksomheder med relevante virksomheder i ind- og udland. Vi identificerer 418 fondsejede virksomheder og matcher med over 1.000 sammenlignelige virksomheder (deres konkurrenter i samme branche). Virksomhedernes udvikling følges over perioden 2019–2024, og effekten estimeres med difference-in-differences. Vi undersøger også forskellen i økonomiske nøgletal op til 2019 (2017–2018). Det betyder, at vi måler forskelle i udvikling relativt til konkurrenter og dermed isolerer effekter af ejerformen. Analysens metoder er dokumenteret i "Metodebilag".

Analysen er kvalificeret i dialog med en ekspertgruppe bestående af fire forskere med økonomisk og juridisk ekspertise i ejerformer, fondseje, produktivitet og økonomisk performance².



NØGLEAFGRÆNSNING

I denne delanalyse fokuserer vi på virksomheder, hvor erhvervsdrivende fonde ejer mindst 25 pct. af virksomheden. Formålet er at undersøge de tilfælde, hvor fonden har en reel ejerindflydelse på virksomhedens udvikling, strategi og kapitalanvendelse. Ejerandele under 25 pct. indgår ikke i analysen. Som robusthedstjek ser vi også på ejerandele over 50 pct.

SAMMENHÆNG TIL ØVRIGE ANALYSER

Denne analyse bygger oven på "Fondsejede virksomheders ejerstruktur og adfærd"³. Hvor den første analyse dokumenterer, hvordan fondsejede virksomheder er organiseret og styres, undersøger denne analyse, hvad det betyder for deres økonomiske performance.

Dermed fungerer analysen også som fundament for de efterfølgende analyser af værdiskabelse, fastholdelse og rammevilkår.

DEL 1

Fondsejerskabets betydning

Kendetegn, virksomhedernes resultater og betydning for dansk økonomi.

- 1 • **Ejerstruktur og adfærd**
Udbredelse, ejerformer og adfærd
- 2 • **Hvordan klarer de sig?**
Resultater vs. andre virksomheder
- 3 • **Betydning for dansk økonomi**
Beskæftigelse og værdiskabelse

DEL 2

Vejen til fondseje

Hvordan fondseje bliver en reel mulighed for ejerledere.

- 4 • **Ejerlederens overvejelser**
Valg, dilemmaer og kriterier
- 5 • **Fondsejerskabets styrker**
Styrker frem for andre ejerformer
- 6 • **Rådgiverens rolle**
Fondseje ind i mulighedsrummet
- 7 • **Rammevilkår og veje**
Juridiske og praktiske rammer

¹) Se metodebilag for delanalyse 2 i "Metodebilag" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

²) Ekspertgruppen har bestået af: Rasmus Feldthusen, professor, Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet; Philipp Schröder, professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet; Kasper Meisner Nielsen, professor, Institut for Finansiering, CBS; Steen Thomsen, professor, Institut for Regnskab, CBS.

³) "Fondsejede virksomheders ejerstruktur og adfærd" henviser til delanalyse 1 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

HOVEDKONKLUSIONER: FONDSEJE SKABER MINDST LIGE SÅ STÆRKE RESULTATER

Analysen benchmarker den økonomiske udvikling mod hver af de fondsejede virksomheders nærmeste konkurrenter.

KORT FORTALT

Vores analyse tager udgangspunkt i et enkelt spørgsmål: hvordan klarer fondsejede virksomheder sig, når deres udvikling sammenlignes med ikke-fondsejede konkurrenter i ind- og udland? For at svare på det sammenligner vi fondsejede virksomheder med nøje udvalgte virksomheder, der har samme udgangspunkt i forhold til størrelse, branche og overskudsgrad. Dermed tester vi ikke blot gennemsnitlig performance, men om *fondseje* påvirker kortsigtet regnskabsmæssig performance, når det holdes op imod andre ejerformer – i virksomheder, der er lige veldrevne i udgangspunktet. Analysen viser et klart og konsistent billede: den økonomiske udvikling i fondsejede virksomheder er mindst på niveau med deres konkurrenter i ind- og udland.

Fondsejede virksomheder har økonomisk udvikling i takt med internationale konkurrenter: På tværs af vækst, produktivitet, profitabilitet og finansiell robusthed følger fondsejede virksomheder deres konkurrenter og leverer samlet set en lige så stærk økonomisk udvikling over tid.

Ikke tegn på, at et langsigtet fokus sker på bekostning af kortsigtet økonomisk performance: Der er ikke tegn på, at fondenes fokus på langsigtethed sker på bekostning af vækst eller indtjening. Fondsejede virksomheder leverer samme økonomiske resultater samtidig med, at virksomhederne investerer og kapacitetsopbygger.

Små forskelle – men et stabilt og konsistent mønster: Forskellene på tværs af de undersøgte, økonomiske nøgletal er generelt begrænsede, men peger samlet i samme retning: fondsejede virksomheder klarer sig stabilt mindst lige så godt som konkurrenterne i ind- og udland.

Tendens til stærkere kapitalstruktur og finansiell robusthed over tid: Fondsejede virksomheder opbygger gradvist højere soliditet og finansiell polstring, hvilket understøtter modstandsdygtighed i perioder med kriser og udsving.

Deres udvikling følger markedet i konjunkturbølger: Virksomhederne reagerer på konjunkturer som andre, men uden systematisk svagere udvikling og med en vis tendens til mere stabil indtjening.

Unikt datagrundlag giver robust identificering af konkurrenter: Analysen bygger på et internationalt datasæt med relevante danske og internationale konkurrenter. Databasen muliggør derfor også en sammenligning af store danske (fondsejede) virksomheder, som ikke har nogen oplagte danske konkurrenter.

Forsigtig metodisk tilgang imødegår potentielle skævheder: Resultater er robuste på tværs af metodevalg og antagelser. Det indebærer eksempelvis ændringer i dataudtræk, håndtering af ekstreme observationer, antal matches og alternative specifikationer. Det gælder også, når vi tager højde for forskelle mellem lande (fx Brexit), opkøb og frasalg (M&A). De omfattende robusthedstjek fremgår af "Metodebilag".

UDVIKLING I ØKONOMISKE NØGLETAL, 2019–2024

Vækst

Omsætning, aktiver, ansatte

Produktivitet

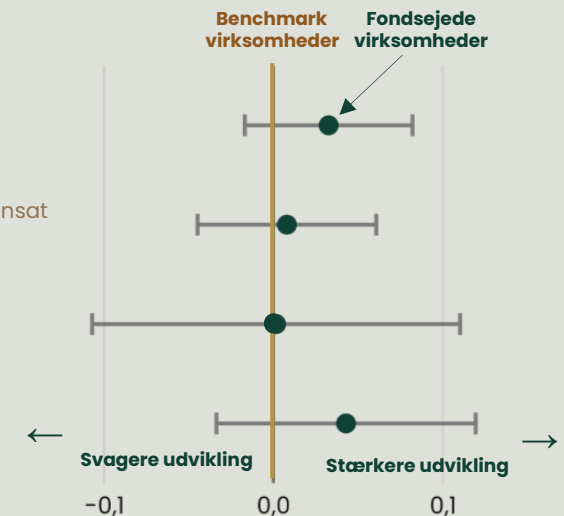
Omsætning/ansat, aktiver/ansat

Profitabilitet

EBIT-margin, resultat/ansat

Finansiell robusthed

Soliditet, likviditet



Anm.: DiD-estimer (se uddybning i "Metodebilag") af effekt af fondseje er her opgjort i standardafvigelser, hvor 0 = ingen forskel i udvikling relativt til benchmarkgruppen af sammenlignelige virksomheder i ind- og udland. Matchinganalysen bygger på et datasæt med 354 fondsejede virksomheder og 1.062 sammenlignelige internationale virksomheder. Se "Metodebilag".

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase

SAMME MØNSTRE PÅ TVÆRS AF NØGLETALLENE

Små forskelle med et klart mønster: fondsejede virksomheder har økonomisk vækst svarende til andre lige så veldrevne konkurrenter.

PERFORMANCE ER BLEVET UNDERSØGT PÅ EN RÆKKE CENTRALE NØGLETAL

Vi sammenligner udviklingen i fondsejede virksomheder med tilsvarende virksomheder i ind- og udland. I denne del af analysen har vi set på forskellen i udvikling over tid på tværs af centrale performancemål – og altså ikke hvem der ligger højest i et enkelt år, men hvem der udvikler sig bedst over perioden. Vækst, produktivitet, profitabilitet, og finansiell robusthed som afspejler forskellige sider af virksomhedernes performance er genstand for undersøgelsen. Tilsammen giver det et samlet og retvisende billede af, hvordan virksomhederne klarer sig over tid.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER FØLGER MED DERES KONKURRENTER

Sammenlignet med andre lignende virksomheder i ind- og udland viser vores analyse, at fondsejede virksomheder har en lidt højere vækst i både omsætning, aktiver og antal ansatte – om end forskellene ikke er statistisk signifikante. Det betyder, at fondsejede virksomheder samlet set udvider deres aktivitet mindst lige så meget som sammenlignelige virksomheder over perioden. På profitabilitet er der ingen målbar forskel. EBIT-marginen – altså hvor stor en del af omsætningen der bliver til driftsindtjening – ligger meget tæt på niveauet hos andre virksomheder. Det samme gælder indtjening pr. ansat. Samlet betyder det, at fondsejede virksomheder hverken tjener mere eller mindre end sammenlignelige virksomheder – de fastholder niveauet samtidig med, at de vokser.

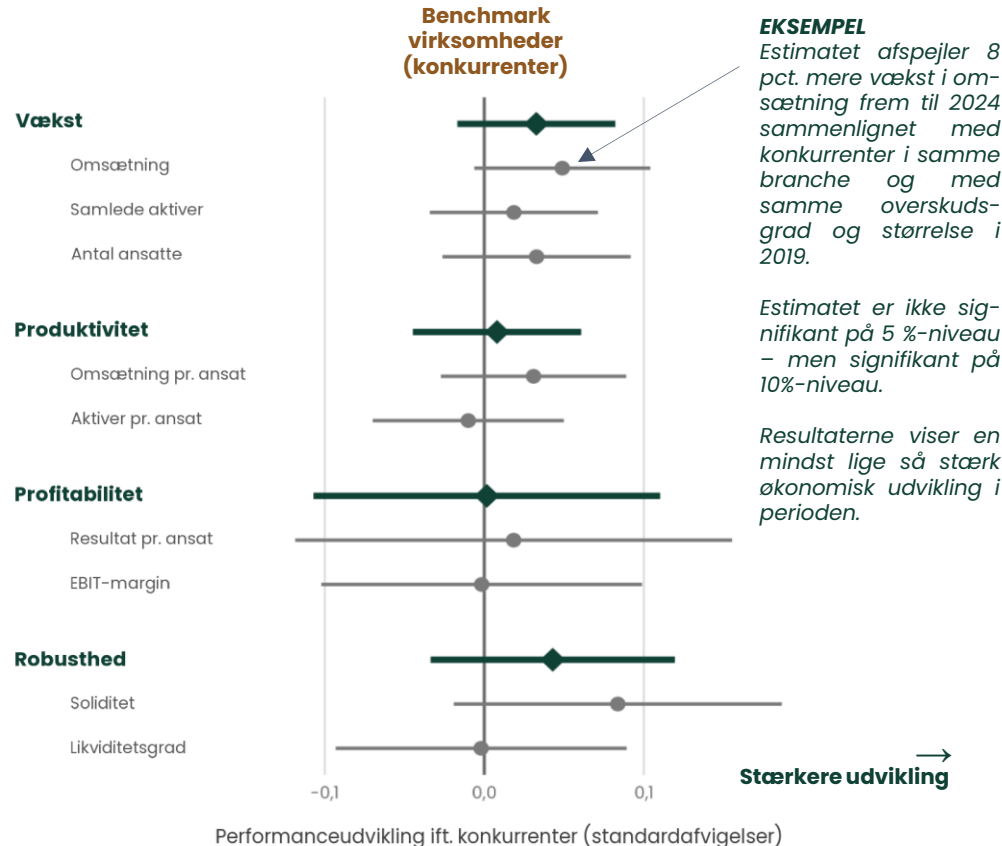
På finansiell robusthed er der lidt tydeligere forskelle. Soliditeten – virksomhedernes egenkapital som andel af aktiverne – ligger højere for fondsejede virksomheder. Det indikerer, at de i højere grad opbygger en finansiell buffer og har mere “polstring” i balancen. Samlet peger det på en lidt stærkere og mere robust finansiell profil hos fondsejede virksomheder.

I produktivitetsudviklingen er der ikke større forskelle at spore. Omsætning pr. ansat ligger således kun en anelse højere for fondsejede virksomheder, mens aktiver pr. ansat ligger omkring niveau eller lidt lavere.

På tværs af alle målene er forskellene generelt små, og ligger inden for den statistiske usikkerhed. Det betyder, at man ikke kan pege på ét enkelt område, hvor fondsejede virksomheder har en forskellig udvikling i deres performance over den femårige periode.

Det interessante er derfor snarere det samlede mønster. Fondsejede virksomheder oplever mindst lige så meget fremgang – også sammenlignet med store internationale konkurrenter. Det er særligt interessant, fordi fondsejede ofte forbindes med en mere langsigtet tilgang til drift og investeringer. Der er altså ikke tegn på, at et sådant fokus sker på bekostning af den kortsigtede performance og indtjening.

UDVIKLING I ØKONOMISKE NØGLETAL, 2019–2024



Anm.: Baseret på DiD-estimer for hver komponent. For at sætte resultaterne på den samme skala er estimerne her omsat til standardafvigelser ift. benchmark. Positive værdier indikerer, at fondsejede virksomheder har haft en mere gunstig relativ økonomisk udvikling i perioden. Analysen bygger på et datasæt med 354 fondsejede virksomheder og 1.062 sammenlignelige internationale virksomheder. Se nærmere metodedokumentation i “Metodebilag”.

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER UDVIKLER SIG I TAKT MED DERES INTERNATIONALE KONKURRENTER

Med ens udgangspunkter opstår forskellene over tid. Der er tegn på, at fondsejede virksomheder polstrer sig en anelse mere over tid.

FORSKELLENE VOKSER SYSTEMATISK OVER TID

En nærmere granskning af udviklingen viser, hvordan fondsejede virksomheders økonomiske nøgletal bevæger sig over tid sammenlignet med deres internationale konkurrenter. På tværs af målene ser vi, at udviklingen i fondsejede virksomheder i høj grad følger de samme bevægelser som hos peers. Når der sker ændringer i konjunkturerne – både op- og nedgang – reagerer de to grupper stort set ens. Der er dog tegn på, at fondsejede virksomheder i lidt højere grad vækster og styrker kapitalgrundlag samtidigt.

ENS OVERSKUDSGRADER MED TENDENS TIL STØRRE EGENKAPITALFINANSIERING

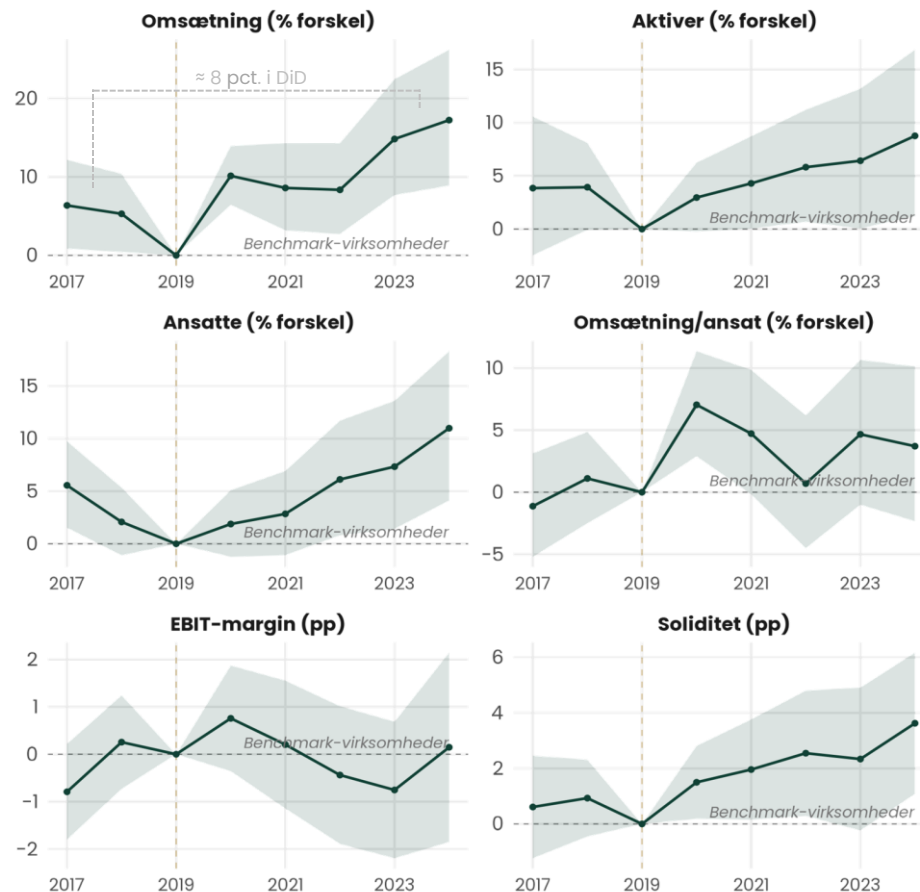
Ser man nærmere på de enkelte nøgletal, er det især vækstsporene, der udvikler sig gradvist over tid. Efter et fælles udgangspunkt omkring 2019 vokser både omsætning, aktiver og beskæftigelse i takt med markedsudviklingen, men med en tendens til, at fondsejede virksomheder trækker en smule fra i årene efter. Soliditeten stiger gradvist hos fondsejede virksomheder, hvilket indikerer, at de over tid opbygger en større finansiell buffer. Det peger på en løbende konsolidering, hvor vækst og styrket kapitalgrundlag udvikler sig parallelt.

Indtjeningsmålene bevæger sig derimod tættere sammen med konjunkturerne. Overskudsgrad målt som EBIT-margin varierer fra år til år og reagerer tydeligt på ændringer i de økonomiske rammevilkår, hvilket tyder på, at den er mere konjunkturfølsom end de øvrige mål. Her følger fondsejede virksomheder samme mønster som deres internationale konkurrenter, uden systematisk at afvige op eller ned. Produktivitetsmålene (omsætning pr. ansat) viser ligeledes udsving over tid, særligt omkring COVID-19-perioden, men stabiliserer sig igen efterfølgende.

Vi har foretaget omfattende test af, om resultaterne påvirkes af ændringer i datasæt, udvælgelse af virksomheder og håndtering af ekstreme observationer – uden at det ændrer konklusionen. Det gælder også for strukturelle forhold som opkøb og frasalg (M&A), der ellers kan påvirke udviklingen i enkeltvirksomheder (se robusthedsscenarioet "Organisk vækst" i "Metodebilag"). Vi sammenligner således virksomheder med tilsvarende udgangspunkt og udviklingsvilkår, hvorfor disse eventuelle ændringer i høj grad "spejles" i sammenligningsgruppen. Soliditeten udvikler sig i øvrigt jævnt opad for fondsejede virksomheder gennem perioden, hvilket heller ikke indikerer, at større opkøb og frasalg påvirker udviklingen i de øvrige nøgletal.

Samlet set peger udviklingen på et stabilt mønster, hvor fondsejede virksomheder bevæger sig i takt med markedet, men samtidig gradvist styrker deres finansielle robusthed.

UDVIKLING I ØKONOMISKE NØGLETAL, 2019-2024



Figuren udfolder udviklingerne år-for-år.

NB. Hoved-resultaterne fra forrige side måler relative ændringer fra 2017/18 til 2023/24 – dvs. performance ud over den udvikling, de matchede benchmark-virksomheder havde i samme periode.

Her viser hvert punkt forskellen mellem fondsejede og benchmark-virksomheder i det pågældende år i forhold til udgangspunktet (2019).

Anm.: Analysen bygger på et datasæt med 354 fondsejede virksomheder og over 1.000 sammenlignelige internationale virksomheder. Fondsejede virksomheder er virksomheder, hvor en erhvervsdrivende fond har en ejerandel på mindst 25 pct. Se mere i "Metodebilag".
Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

EKSISTERENDE FORSKNING PEGER I SAMME RETNING

Tre årtiers forskning har belyst en række aspekter af fondsejede virksomheders performance.

TRE ÅRTIERS FORSKNING PEGER PÅ STABIL PERFORMANCE OG ROBUSTHED

Forskningen peger ret sammenstemmende på, at fondsejede virksomheder har højere overlevelse, større kriserobusthed under chok.

Samtidig viser forskningen på data fra både Danmark og udlandet, at større fondsejede virksomheder performer bedre på indtjening og omsætningsvækst end andre virksomheder, hvorimod mindre fondsejede virksomheder er på niveau med andre virksomheder.

TYDELIGT STÆRKERE PÅ OVERLEVELSE OG KRISEROBUSTHED

Et forskningsstudie¹ følger fondsejede danske virksomheder side om side med sammenlignelige konkurrenter (samme størrelse og branche) over en flerårig periode. Sandsynligheden for stadig at eksistere efter 40 år var 30 pct. for fondsejede virksomheder mod 10 pct. for øvrige danske virksomheder. Forskning peger da også på, at fondsejede virksomheder er mere modstandsdygtige under kriser. Under finanskrisen i 2008 klarede fondsejede virksomheder sig bedre på markedsværdi, og der er samtidig tegn på, at de i mindre grad skar ned på antallet af medarbejdere². Et andet forskningsstudie peger også på højere bæredygtighedsperformance og en evne til at fastholde ESG-indsatser under kriser³.

INDTJENING OG VÆKST: "MINDST LIGE SÅ GODT" – MEN STØRRELSE BETYDER NOGET

Et europæisk studie⁴ finder, at fondsejede virksomheder har ca. 1,6 procentpoint højere afkast af aktiverne end sammenlignelige virksomheder. Billedet er dog nuanceret: mens store fondsejede virksomheder klarer sig bedre, finder et dansk studie⁵, at mindre fondsejede virksomheder ikke outperformer deres konkurrenter. Forskning på data fra Tyskland, Østrig og Schweiz viser, at fondsejede virksomheder har signifikant lavere vækst i omsætning end andre virksomheder, mens der ikke er nogen forskel i væksten i antal medarbejdere⁶.

MARKEDET VURDERER FONDSEJE FORSKELLIGT PÅ TVÆRS AF LANDE

På den danske børs har fondsejede selskaber ikke haft signifikant anderledes aktieafkast end øvrige børsnoterede selskaber⁷. Det er bemærkelsesværdigt i sig selv, fordi fondsejede selskaber typisk handles mindre, hvilket normalt vil udløse en "likviditetsrabat" (investorer kræver alt andet lige højere afkast for at holde en mindre likvid aktie). Dette peger på, at markedet vurderer fondsejerskabet i en grad, der opvejer denne ulempe. I Tyskland, Østrig og Schweiz reagerer aktiekursen derimod positivt, når en fond annoncerer en reduktion af sin ejerandel⁸, hvilket kan afspejle, at anden regulering mm. gør likviditetsrabatten mere bindende, eller at investorer dér er mere skeptiske over for fondskontrol.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER SAMMENLIGNET MED ANDRE VIRKSOMHEDER



OM VORES GENNEMGANG AF EKSISTERENDE VIDEN

Vurderingen af veldokumenteret, delvist dokumenteret og manglende viden er en samlet faglig vurdering på tværs af den eksisterende viden. Vurderingen går først og fremmest på, hvor klar og entydig den målte effekt er, og om resultaterne er konsistente på tværs af studier eller blandet inden for samme studie. Sammenligningsgrupperne varierer mellem de undersøgte performance-studier: fra brede benchmarks (alle danske virksomheder over 1 mio. kr. i aktivbase¹), matchede par på branche og størrelse (i 28 lande³, børsnoterede peers matchet) og intern variation blandt fondsejede selv (110 store danske selskaber).

1) Thomsen, S., Poulsen, T., Børsting, C., & Kuhn, J. (2018) *Industrial foundations as long-term owners*.

2) Schröder & Thomsen (2025) *Foundation Ownership and Financial Performance*

3) Schröder & Thomsen (2025) *Foundation ownership and sustainability*

4) Ahrens, Thomsen, Theisen & Schröder (Working Paper) *The Financial Performance of Private Foundation-Owned Firms*

5) Børsting m.fl. (2014) *The Performance of Danish Foundation-Owned Companies*

6) Block og Fathollahi (2023) *Foundation ownership and firm growth*

7) Thomsen & Rose (2004) *Foundation Ownership and Financial Performance: Do Companies Need Owners?*

8) Achleitner, A., Bazhutov, D., Betzer, A., Block, J., & Hosseini, F. (2020). *Foundation ownership and shareholder value: An event study*.

9) Kraka Advisory (2022) *Langsigtet ejerskab af danske virksomheder*

ERHVERVSDRIVENDE FONDES EJERSKABER BELYST PÅ FLERE MÅDER

DEFINITIONER OG
AFGRÆNSNINGER

Centrale begreber og afgrænsninger, som ligger til grund for analysen af fondsejede virksomheders ejerstruktur, adfærd og økonomiske betydning.

AFGRÆNSNINGERNE TJENER FLERE FORMÅL

Omdrejningspunktet for analyserne er 1.431 erhvervsdrivende fonde. Fondene er nøje fremsøgt med en bred anvendelse af data og kilder (se side 18). I analyserne undersøger vi fondenes ejerskaber på flere måder. Vi ser både på de virksomheder, som fondene har bestemmende indflydelse på (fuld kontrol med), og de virksomheder, som fondene alene har en minoritetsposition i. Formålet er at kunne belyse fondsejerskab fra flere vinkler, og på den måde tilføje nye aspekter til den eksisterende viden om fondsmodellen, der fortrinsvist har koncentreret sig om de virksomheder, som fondene har fuld kontrol med.

DET JURIDISKE OG DEFINITIONSMÆSSIGE UDGANGSPUNKT

Når man afgrænser, hvilke virksomheder en erhvervsdrivende fond "ejer", er det juridiske udgangspunkt bestemmende indflydelse. Efter erhvervsfundslovens §2 er en fond erhvervsdrivende, når den udøver eller kontrollerer erhvervsvirksomhed, og bestemmende indflydelse følger selskabslovens §7 og beror på stemmerettigheder.

En fond anses typisk som kontrollerende ejer ved flertal af stemmer (≥ 50 pct.), men kontrol kan også foreligge ved lavere kapitalandel, hvis stemmerne er koncentreret.

I analyserne anvendes dette juridiske udgangspunkt som reference og til at identificere de erhvervsdrivende fonde (se side 18).

KARAKTER AF EJERSKAB

Analysen arbejder med tre centrale tærskler, som tilsammen afgrænser de erhvervsdrivende fondes ejerrolle på tværs af kontrol og økonomisk engagement.

≥ 10 pct.: engageret ejerskab

Identificerer virksomheder, hvor fonden har en reel økonomisk og strategisk rolle. Ejerskabet opgøres som effektiv ejerandel, hvor fondens samlede kapitalandel beregnes gennem alle led i ejerkæden, så også indirekte ejerskab indgår. Samtidig skal ejerskabet udgøre mindst 10 pct. af fondens samlede aktiviteter.

≥ 25 pct.: betydelig (og i visse tilfælde bestemmende) indflydelse (GUO25)

Anvendes som en tærskel for ejerindflydelse og afspejler situationer, hvor fonden har en væsentlig ejerposition uden nødvendigvis at have kontrol. Afhængigt af stemmestruktur og ejerkredsen kan fonden i denne kategori også have bestemmende indflydelse, jf. nedenfor.

≥ 50 pct.: bestemmende indflydelse (GUO50)

Markerer kontrol, hvor fonden kan styre virksomhedens beslutninger – typisk via stemmerettigheder.

Ved at anvende disse tre tærskler kan analysen skelne mellem forskellige grader af ejerskab og belyse, hvordan fonde både optræder som kontrollerende ejere og som langsigtede medinvestorer.

EJERSTRUKTURER

Fondenes ejerskab realiseres gennem koncernstrukturer, hvor ejerskab kan gå gennem flere led af holdingselskaber og datterselskaber.

Der skelnes mellem:

- Driftsselskaber med reel økonomisk aktivitet
- Holdingselskaber/gennemgangsselskaber, som primært ejer andre selskaber
- Ejerkæder anvendes til at følge ejerskabet fra fond til underliggende selskaber og til at beregne effektiv ejerandel, mens koncernstrukturer renses for mellemed for at identificere relevante analyseenheder.

Samtidig skelnes der mellem:

- Ultimativ ejer (GUO), som er den enhed, der står øverst i ejerkæden
- Kontrollerende ejer, som har bestemmende indflydelse via stemmer

De to begreber falder ofte sammen, men ikke nødvendigvis. En fond kan være ultimativ ejer uden at have bestemmende indflydelse, ligesom bestemmende indflydelse i visse tilfælde kan opnås uden fuldt ejerskab.

GRUNDIG UDSØGNING AF ERHVERVSDRIVENDE FONDE

Afgrænsning af erhvervsdrivende fonde på tværs af registre og data, som danner grundlag for analysens kortlægning af fondsejerskab.

DEFINITIONER OG
AFGRÆNSNINGER

FLERE KILDER ANVENDES

Afgrænsningen af erhvervsdrivende fonde tager udgangspunkt i en bred population af fondslignende enheder, som indsnævres gennem juridiske kriterier, registerdata og manuel kvalitetssikring. Ved at kombinere flere datakilder og foretage en systematisk gennemgang sikres, at analysen omfatter de fonde, der reelt udøver erhvervsaktivitet og fungerer som aktive ejere – og ikke enheder, der alene har "fond" i navnet.

SÅDAN HAR VI UDSØGT OG GENNEMGÅET DE ERHVERVSDRIVENDE FONDENITION

Vi tager udgangspunkt i erhvervsdrivende fonde som defineret i lov om erhvervsdrivende fonde. I de anvendte data indebærer det, at en erhvervsdrivende fond regnes som kontrollerende ejer, når den ejer A- og/eller B-aktier svarende til mindst 25 pct. af stemmerne og samtidig har flere stemmer end den anden- og tredjestørste aktionær tilsammen. Kapitalfonde, investeringsfonde og andre enheder, der blot har »fond« i navnet, indgår ikke.

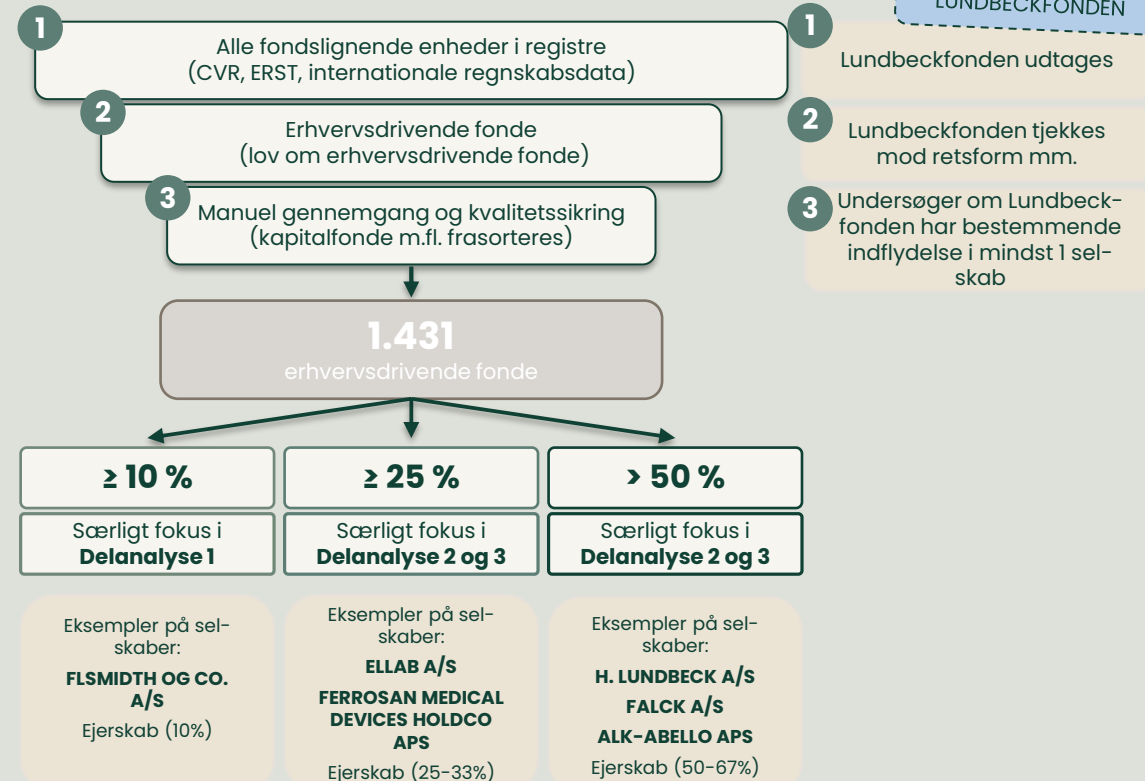
Populationen er udsøgt på tværs af tre kilder, der krydstjekkes: (i) retsform i de offentlige, danske registre (CVR / Erhvervsstyrelsens register over erhvervsdrivende fonde), (ii) internationale regnskabsdata, hvor erhvervsdrivende fonde fremgår af den danske retsform og kan kobles til de selskaber, de står som ultimativ ejer (UBO/GUO) af, (iii) National legal form angivet "Commercial foundation" i internationale regnskabsdata. Sidstnævnte muliggør sammenligning på tværs af lande.

Fordi retsformen i registrene og i de internationale regnskabsdata ikke altid er entydig, er listen gennemgået manuelt for at:

- frasortere enheder, der har »fond« i navnet, men ikke er erhvervsdrivende fonde (kapitalfonde, investeringsforeninger, offentlige/statslige fonde samt rene uddelende fonde uden erhvervsdrift)
- medtage omdannede finansielle foreninger, der reelt fungerer som kontrollerende fondsejere
- håndtere tilfælde, hvor ejer- og stemmeandele ikke fremgår entydigt af data (håndholdt identifikation af fondskontrol via vedtægter og årsrapporter)
- fjerne dubletter og sikre korrekt sammenkobling af den enkelte fond på tværs af registre og de internationale regnskabsdata.

Efter definition, registerudsøgning og manuel gennemgang står vi med i **alt 1.431 danske erhvervsdrivende fonde** som ejere.

FRA BRED POPULATION TIL ANALYSENS TRE EJERSKABSKATEGORIER





ANALYSE AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

DELANALYSE 3: FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS SAMFUNDSAFTRYK

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

INDLEDNING: FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS SAMFUNDSØKONOMISKE AFTRYK

Hvordan omsættes fondsejede virksomheders aktivitet til værdiskabelse og beskæftigelse i Danmark, og i hvor høj grad fastholdes denne over tid?

FOKUS

Denne delanalyse undersøger to centrale spørgsmål: hvor stort et samfundsøkonomisk aftryk har fondsejede virksomheder i Danmark, og i hvilken grad dette aftryk fastholdes, når virksomhederne vokser og bliver mere internationale. Fokus er dermed både på omfanget af værdiskabelsen og på om vi også kan forvente dette aftryk fremadrettet.

Fondsejede virksomheder spiller en betydelig rolle i dansk erhvervsliv og er ofte forbundet med langsigtet ejerskab, stabile ejerforhold og høj geninvestering. Samtidig er de overrepræsenteret i kapital- og FoU-tunge aktiviteter, hvor værdiskabelsen er tæt knyttet til specialiserede medarbejdere, teknologi, immaterielle rettigheder og lokale kompetencemiljøer. Disse forhold vil alt andet lige gøre centrale funktioner mindre flytbare og i sig selv bidrage til en stærkere forankring af aktivitet i Danmark.

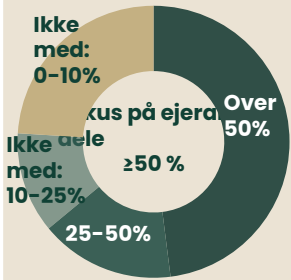
Delanalysen undersøger derfor både virksomhedernes direkte og indirekte bidrag til dansk økonomi samt sammenhængen mellem vækst, internationalisering og dansk beskæftigelse. Dermed kobles resultaterne fra de foregående delanalyser om ejerstruktur og virksomhedernes performance til konkrete effekter i form af beskæftigelse, værdiskabelse og skattebidrag. Analysen giver dermed et grundlag for at vurdere, om de karakteristika, som kendetegner fondsejede virksomheder også afspejler sig i et samfundsøkonomisk aftryk, der forankres i Danmark over tid.

Omdrejningspunktet for analysen er fonde, som lever op til betingelserne for at være erhvervsdrivende, og de selskaber, som de har ejerskab i. Vi har identificeret 1.431 erhvervsdrivende fonde og kortlagt ejerstrukturen for de virksomheder, som de erhvervsdrivende fonde er engageret i. Det gør vi ved at følge fondenes ejerskab gennem koncernstrukturer og datterselskaber, hvorved vi identificerer deres samlede økonomiske engagement¹.

DATAGRUNDLAG OG METODE²

Analysen hviler på tre datakilder, der tilsammen gør det muligt at opgøre de fondsejede virksomheders samfundsaftryk og følge det over tid. Input-output tabeller fra Danmarks Statistik (69 brancher) over køb, salg, import, eksport og arbejdskraft på tværs af brancher. International regnskabsdatabase med harmoniserede regnskabs- og ejerskabsoplysninger, der identificerer de fondsejede virksomheder. Danske regnskabsdata med regnskabsoplysninger fra CVR-registre. Kilderne bruges dels som input til en input-output model (IO-model), dels til at sammenligne en delmængde af virksomhederne med matchede ikke-fondsejede, danske virksomheder. Se mere i "Metodebilag".

Analysen er kvalificeret i dialog med en ekspertgruppe bestående af fire forskere³ med økonomisk og juridisk ekspertise i ejerformer, fondseje, produktivitet og økonomisk performance.



NØGLEAFGRÆNSNING

Delanalysens første del tager udgangspunkt i danske virksomheder med mindst 50 pct. fondsejerskab og bruger virksomheder med mellem 25 og 50 pct. ejerskab som robusthedstjek og sammenligningsgruppe. I anden del indsnævres feltet til reelle driftsselskaber med mindst 50 pct. ejerandel, mens interne holdingled i koncerner udelades (som i delanalyse 1). Fokus i anden del af delanalysen er dermed på engageret og bestemmende indflydelse på koncernernes driftsselskaber.

SAMMENHÆNG TIL ØVRIGE DELANALYSER

Delanalysen bygger videre på de foregående delanalyser af fondsejede virksomheders ejerstruktur, adfærd og performance. Hvor de første analyser viser, hvordan fondseje er organiseret, og hvordan virksomhederne klarer sig økonomisk, undersøger denne analyse konsekvenserne heraf for dansk økonomi. Sammenhængen er, at fondenes ejerlogik – med langsigtethed, stabil kontrol og højere geninvestering – påvirker både, hvor værdiskabelsen sker, og hvor robust den er over tid. Analysen knytter dermed struktur og adfærd til konkrete effekter i form af beskæftigelse, værdiskabelse og skattebidrag.

DEL 1

Fondsejerskabets betydning

Kendetegn, virksomhedernes resultater og betydning for dansk økonomi.

- 1 • **Ejerstruktur og adfærd**
Udbredelse, ejerformer og adfærd
- 2 • **Hvordan klarer de sig?**
Resultater vs. andre virksomheder
- 3 • **Betydning for dansk økonomi**
Beskæftigelse og værdiskabelse

DEL 2

Vejen til fondseje

Hvordan fondseje bliver en reel mulighed for ejerledere.

- 4 • **Ejerlederens overvejelser**
Valg, dilemmaer og kriterier
- 5 • **Fondsejerskabets styrker**
Styrker frem for andre ejerformer
- 6 • **Rådgiverens rolle**
Fondseje ind i mulighedsrummet
- 7 • **Rammevilkår og veje**
Juridiske og praktiske rammer

1) De præcise definitioner for de centrale begreber, der anvendes i delanalysen er samlet på s. 9 og 10, hvor det også fremgår, hvordan vi har undersøgt erhvervsdrivende fonde.

2) Se metodebilag for delanalyse 3 i "Metodebilag" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

3) Ekspertgruppen har bestået af: Rasmus Feldthusen, professor, Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet; Philipp Schröder, professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet; Kasper Meisner Nielsen, professor, Institut for Finansiering, CBS; Steen Thomsen, professor, Institut for Regnskab, CBS.

HOVEDKONKLUSIONER (1/2): ET STORT OG STABILT AFTRYK PÅ DANSK ØKONOMI

Fondsejede virksomheder bidrager markant til dansk økonomi – og aftrykket vokser over tid.

KORT FORTALT

Analysen viser, at fondsejede virksomheder både skaber et betydeligt samfundsøkonomisk aftryk og bidrager til en betydelig del af dansk beskæftigelse, værdiskabelse og skattebetaling. Samtidig peger resultaterne på, at aftrykket i høj grad forankres i Danmark. Når virksomhederne vokser og bliver mere internationale, ses der ikke tegn på, at aktivitet eller arbejdspladser i stigende grad flyttes ud af landet. Tværtimod følges vækst i aktivitet og dansk beskæftigelse tæt ad. Analyserne peger samtidig på, at beskæftigelsen i fondsejede virksomheder reagerer mindre på udsving i aktiviteten end hos sammenlignelige virksomheder. Det tyder på, at arbejdspladser i højere grad fastholdes gennem både op- og nedgangstider. Sammen med fondenes langsigtede ejerskab, høje geninvesteringer, FoU-tunge aktiviteter og stabile kapitalstruktur tegner der sig et billede af virksomheder, som både skaber betydelig værdi og bidrager til en mere stabil forankring af aktivitet, kompetencer og arbejdspladser i Danmark.

Betydeligt samfundsøkonomisk aftryk – og det vokser over tid: Fondsejede virksomheder bidrager markant til dansk økonomi gennem både direkte aktivitet og et stort indirekte aftryk via underleverandører. Fondsejede virksomheder understøtter således ca. 212.000 årsværk og bidrager med 413 mia. kr. i bruttoværditilvækst svarende til ca. en sjettedel af dansk værdiskabelse i 2024. Herfra stammer ca. 115 mia. kr. i skatter og afgifter. Vi finder samtidigt tegn på, at samfundsaftrykket er vokset de seneste 5 år.

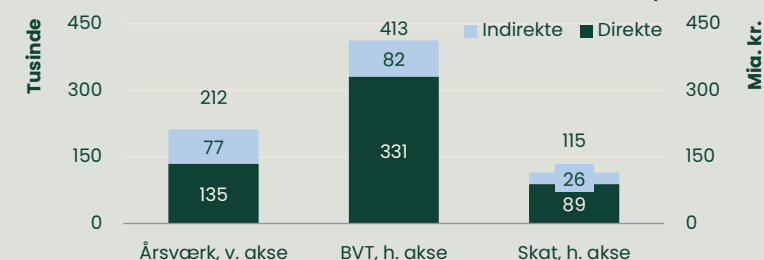
Værdikæder forankrer yderligere aktivitet i Danmark: Aktiviteten i fondsejede virksomheder trækker omfattende produktion, beskæftigelse og værdiskabelse med sig i danske leverandørled.

Høj produktivitet forstærker aftrykket: Fondsejede virksomheder skaber høj værdi pr. medarbejder, hvilket øger det samlede bidrag til både beskæftigelse og skattebase. Fondsejede virksomheder skaber således op til 2,45 mio. kr. i bruttoværditilvækst pr. medarbejder mod ca. 1,16 mio. kr. i gennemsnit hos private danske virksomheder.

Ingen tegn på udtynding af dansk tilstedeværelse: Hvis aktivitet i stigende grad blev flyttet ud, ville sammenhængen mellem omsætning og dansk beskæftigelse svækkes – det observeres ikke, når man sammenligner med lignende virksomheder.

Forankring hænger sammen med ejerstruktur og aktivtype: FoU-tunge, specialiserede aktiver og langsigtet ejerskab gør det vanskeligere og mindre relevant at flytte centrale funktioner. Langsigtet kapital fremmer samtidig lokal kapacitetsopbygning med højere geninvestering og lavere udlodning. Dette understøtter opbygning af produktion, kompetencer og funktioner i Danmark.

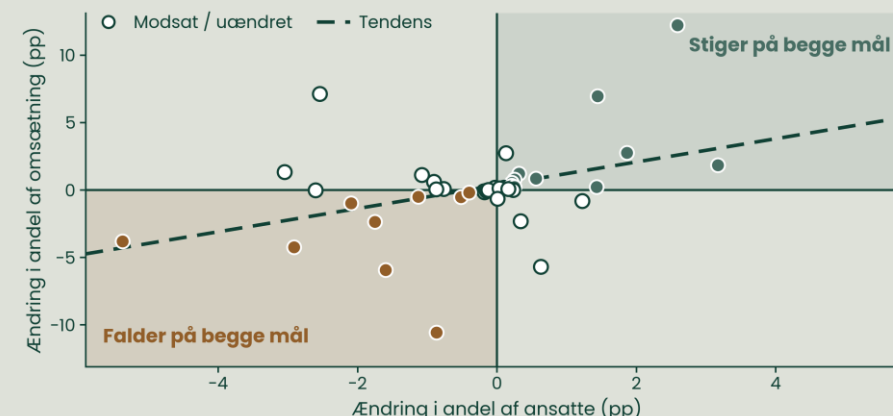
FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS SAMFUNDSØKONOMISKE AFTRYK, 2024



Anm.: Samfundsaftryk beregnet på baggrund af Input-Output model og de indirekte bidrag bygger på den gennemsnitlige anvendelse af underleverandører i de brancher de fondsejede virksomheder er placeret, se metoden bagerst. Beregnet på baggrund af virksomheder hvor erhvervsdrivende fonde har bestemmende indflydelse (GUO50).

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase og Danmarks Statistik.

UDVIKLING I FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS ANDEL AF BRANCHENS BESKÆFTIGELSE OG OMSÆTNING, 2019-2024



Anm.: Viser udviklingen i fondsejede virksomheders andel af branchen (NR 69-grp) på de to mål fra 2019 til 2024 målt i procentpoint. Beregnet på baggrund af virksomheder hvor erhvervsdrivende fonde har bestemmende indflydelse (GUO50).

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase og Danmarks Statistik.

HOVEDKONKLUSIONER (2/2): FONDSEJE FORANKRER VÆRDISKABELSE I DANMARK

Langsigtet ejerskab, FoU-tunge aktiviteter og stabil kapitalstruktur kan være forklaring på stabil tilknytning til Danmark.

FONDSEJE SKABER EN STRUKTUR, DER BIDRAGER TIL STÆRKERE FORANKRING I DANMARK

Fondsejede virksomheder er kendetegnet ved en kombination af langsigtet ejerskab, FoU-tunge aktiviteter og en mere stabil kapitalstruktur, som alt andet lige reducerer mobiliteten i virksomhedernes mest værdifulde funktioner. Specialiserede aktiver, immaterielle rettigheder og tætte koblinger til lokale kompetencemiljøer gør det vanskeligere at flytte central aktivitet ud af Danmark. Vi ser samtidig, at erhvervsdrivende fondes engagerede ejerskaber i langt overvejende grad er placeret i Danmark.

AKTIVERNE ER MINDRE FLYTBARE ...

FoU-tunge aktiver og vedtægtsbundet ejerskab binder aktivitet til Danmark

Fondsejede bygger FoU-tunge og specialiserede aktiver op. Den bagvedliggende teori¹ peger på, at sådanne aktiver er sværest at flytte. Det vedtægtsbundne ejerskab lægger en ejerformsbaseret forankring oven i, der ikke alene afhænger af eksterne rammevilkår.

Hvad ved vi?

- 86 pct. af de erhvervsdrivende fondes engagerede ejerskaber er rettet mod danske virksomheder (se *delanalyse 1*)
- 34 pct. af privatsektorens FoU-ansatte arbejder i fondsejede virksomheder (se *delanalyse 1*)
- 59.000 kr./ansat i geninvestering – næsten dobbelt så meget som andre virksomheder (se *delanalyse 1*)
- +62 pct. flere patentansøgninger end lignende virksomheder²
- Tre gange højere overlevelse over 40 år sammenlignet med andre virksomheder³

... OG JOBS I DANMARK FLYTTER MINDRE ...

Beskæftigelsen i Danmark responderer mindre på omsætningsudsving end kontrolgruppen

Når omsætningen svinger op eller ned, tyder det på at fondsejede virksomheder justerer deres danske beskæftigelse mindre end lignende virksomheder.

Hvad ved vi?

- Lavere effekt på beskæftigelse i Danmark af omsætningsudsving – både op og ned (se side 26)
- ESG-aktiviteter i højere grad fastholdt under finanskrisen 2008⁴

... OG DER ER TALE OM HØJPRODUKTIVE JOBS ...

Det der bliver i DK skaber knap 2,1× mere værdi pr. årsværk end gennemsnittet

Ansatte i fondsejede virksomheder har højere produktivitet og højere lønniveau end sammenlignelige virksomheder. Herfra kommer samtidig et større skattegrundlag.

Hvad ved vi?

- 2,10–2,45 mio. kr. BVT pr. årsværk i fondsejede virksomheder mod 1,16 mio. kr. pr. årsværk i sammenligningsgruppen (se side 24)
- Et samlet skattebidrag på 115 mia. kr. i 2024 (se side 23)

... MED RINGE I VANDET TIL DANSKE UNDERLEVERANDØRER

Aktiviteten trækker en dansk værdikæde med sig

To arbejdspladser i fondsejede virksomheder understøtter yderligere én arbejdsplads hos danske underleverandører. Det er på niveau med øvrige private virksomheder. Når aktiviteten bliver i Danmark, spreder den sig gennem værdikæden – i underleverandørbånd, lokale klynger og afledt skattegrundlag.

Hvad ved vi?

- Understøtter en samlet beskæftigelse på 212.000 – svarende til 9 pct. af privat sektor (se side 23)
- Står for en samlet værdiskabelse på 413 mia. kr. – 16 pct. af privat sektors BVT (se side 23)
- Højere afsmittende effekt på produktion i andre virksomheder (sammenlignet med private byerhverv).

1) Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*.

2) Kraka Advisory (2022) *Langsigtet ejerskab af danske virksomheder*

3) Thomsen, S., Poulsen, T., Børsting, C., & Kuhn, J. (2018), *Industrial foundations as long-term owners*.

4) Schröder & Thomsen (2025) *Foundation ownership and sustainability*

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS SAMFUNDSAFTRYK OVER TID

Analysen undersøger de fondsejede virksomheders samfundsøkonomiske aftryk i Danmark i perioden 2019–2024.

DE FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS SAMFUNDSAFTRYK VOKSER HURTIGERE END DEN ØVRIGE PRIVATE ØKONOMI

Vi følger de fondsejede virksomheders samfundsøkonomiske aftryk, summen af det direkte bidrag fra virksomhederne selv og det indirekte bidrag via danske underleverandører, fra 2019 til 2024 og holder det op mod det øvrige private erhvervsliv. Både værditilvækst og beskæftigelse er vokset betydeligt over perioden, og aftrykket på værditilvæksten er steget med knap 60 pct. Væksten har samtidig været markant kraftigere end i de private byerhverv, og de fondsejede virksomheder fylder dermed stadig mere i dansk økonomi.

ET VOKSENDE SAMFUNDSØKONOMISK AFTRYK

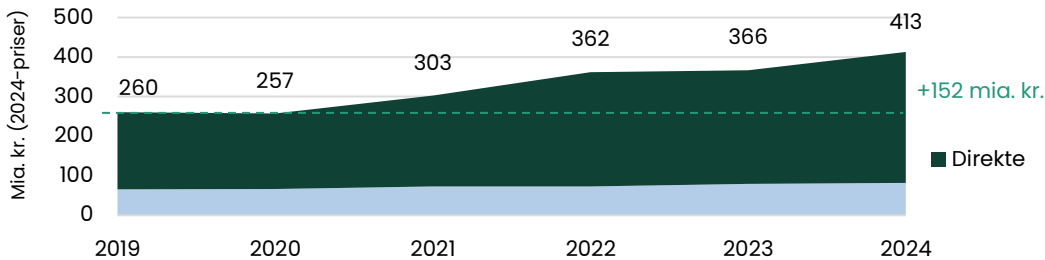
Denne del af analysen ser på, hvordan de fondsejede virksomheders samfundsøkonomiske aftryk har udviklet sig over tid. Aftrykket opgøres som summen af det direkte bidrag fra virksomhederne selv og det indirekte bidrag, der opstår, når virksomhederne trækker på danske underleverandører. Ved at følge udviklingen fra 2019 til 2024 og holde den op mod det øvrige private erhvervsliv tegnes et billede af, at de fondsejede virksomheder spiller en både stor og stigende betydning for dansk økonomi.

Målt på bruttoværditilvækst (BVT) er aftrykket vokset fra ca. 260 mia. kr. i 2019 til 413 mia. kr. i 2024, når der korrigeres for prisudviklingen. Det svarer til en realvækst på 152 mia. kr. eller 58,5 pct. over blot fem år. Væksten har været hurtigere end i den private økonomi som helhed, og de fondsejede virksomheders andel af BVT fra de danske private virksomheder er derfor steget fra 10,5 pct. i 2019 til 15,7 pct. i 2024. Stigningen kan henføres til virksomhederne selv (direkte bidrag), og en mindre del stammer fra deres underleverandører. Det skal dog bemærkes, at en betydelig del af væksten kan henføres til Novo Nordisk og Mærsk. Men selv uden dem har de fondsejede virksomheder haft en større vækst.

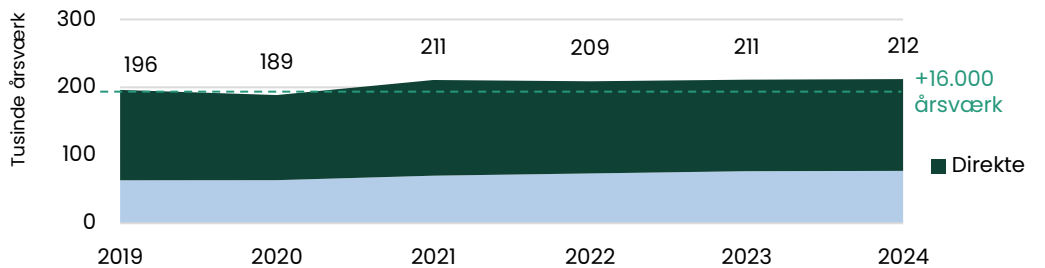
Også beskæftigelsen er vokset gennem perioden, om end mere afdæmpet end værditilvæksten. Antallet af danske årsværk knyttet til de fondsejede virksomheder er steget fra 196.000 i 2019 til 212.000 i 2024, svarende til en vækst på ca. 8 pct. De fondsejede virksomheder beskæftiger dermed en voksende del af den danske arbejdsstyrke, og deres aktivitet understøtter samtidig et betydeligt antal arbejdspladser hos de underleverandører, de handler med.

For at sætte udviklingen i perspektiv sammenlignes det samlede samfundsaftryk, summen af det direkte og indirekte bidrag, med de private byerhverv (private virksomheder ekskl. landbrug, fiskeri og finansiel sektor). Her er aftrykket fra de fondsejede virksomheder vokset markant kraftigere. På bruttoværditilvækst har væksten været 58,5 pct. fra 2019 til 2024 mod 11,7 pct. i de private byerhverv, mens forskellen på beskæftigelse er mindre udtalt, men stadig betydelig, med en vækst på 8,2 pct. mod 4,3 pct. Samlet set har de fondsejede virksomheder dermed øget deres vægt i dansk økonomi hurtigere end det private erhvervsliv som helhed i perioden.

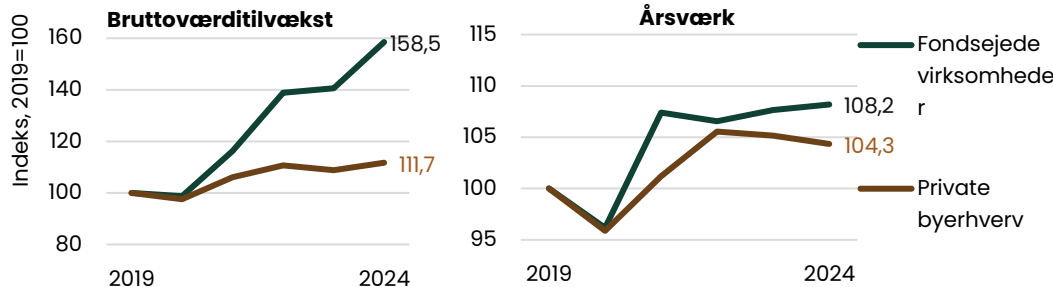
VÆKST I FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BVT-AFTRYK, 2019–2024



VÆKST I FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BESKÆFTIGELSESAFTRYK (ÅRSVÆRK), 2019–2024



FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS SAMLEDE SAMFUNDSAFTRYK (SUM AF DIREKTE OG INDIREKTE) SAMMENLIGNET MED SAMFUNDSAFTRYKKET FRA PRIVATE BYERHERV, INDEKS 2019=100



Anm.: Samfundsaftryk beregnet på baggrund af Input-Output model og de indirekte bidrag bygger på den gennemsnitlige anvendelse af underleverandører, se metoden bagerst. Beregnet på baggrund af virksomheder hvor erhvervsdrivende fonde har bestemmende indflydelse (GUO50). Mia. kr. er priskorrigeret på baggrund af BNP-deflatoren. Se mere i "Metodebilag".

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase og Danmarks Statistik.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER ER HØJPRODUKTIVE

Højere produktivitet og stærke værdikæder forstærker fondsejede virksomheders samfundsøkonomiske aftryk i Danmark.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER ER MERE PRODUKTIVE END ØVRIGE DANSKE PRIVATE VIRKSOMHEDER

Figureerne tegner et samlet billede af, at de fondsejede virksomheder har et højere produktivitetsniveau: hvor de private byerhverv samlet skaber omkring 1,2 mio. kr. i værdi pr. medarbejder (private byerhverv er ekskl. Landbrug, fiskeri og finansiel sektor), er niveauet 2,45 mio. kr. i de virksomheder hvor fonde har bestemmende indflydelse (GUO50). Samtidig ligger de fondsejede virksomheders multiplikatorer på niveau med eller over de private byerhvervs, så hver kroners aktivitet i virksomhederne trækker mindst den samme afledt produktion og beskæftigelse med sig hos underleverandørerne og i den øvrige økonomi.

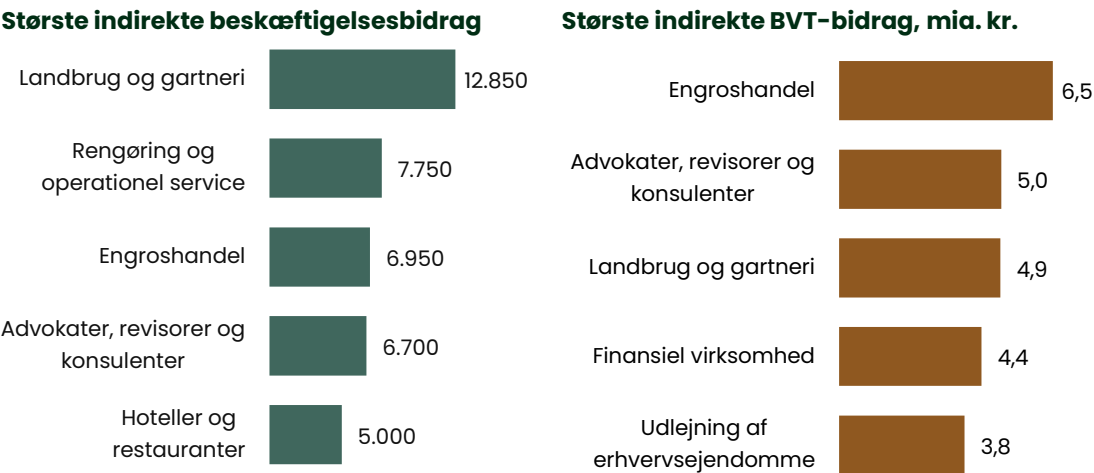
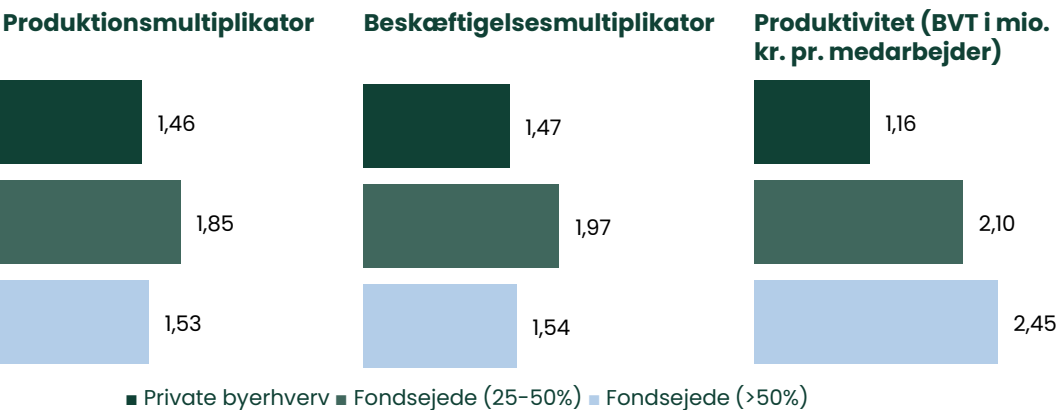
FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER ER PRODUKTIVE, OG DET ØKONOMISKE AFTRYK Gennem UNDERLEVERANDØRER SKER BREDT

Begge grupper af fondsejede virksomheder er mere produktive end de private byerhverv set under ét. Målt på bruttoværditilvækst pr. årsværk skaber de majoritetsfondsejede virksomheder 2,45 mio. kr. (GUO50), mens de virksomheder, hvor fonden er den toneangivende ejer med en ejerandel på mellem 25 og 50 pct. (GUO25), skaber 2,10 mio. kr. Begge dele ligger klart over de 1,16 mio. kr. i de private byerhverv samlet (private virksomheder ekskl. landbrug, fiskeri og finansiel sektor).

Det samme mønster går igen i multiplikatorerne, der viser, hvor meget afledt aktivitet hver kroners produktion og hver beskæftigede hos de fondsejede virksomheder sætter i gang hos underleverandørerne. Her ligger de fondsejede virksomheder højest, og det er netop gruppen med en ejerandel mellem 25 og 50 pct., der har de højeste multiplikatorer, nemlig en produktionsmultiplikator på 1,85 og en beskæftigelsesmultiplikator på 1,97 mod henholdsvis 1,46 og 1,47 i de private byerhverv.

Det økonomiske aftryk rækker samtidig langt ud over virksomhederne selv og fordeler sig bredt på tværs af brancher. Det største indirekte bidrag til beskæftigelsen findes i landbrug og gartneri (omkring 12.850 job) og i rengøring og operationel service (7.750 job), mens engroshandel (6.950 job) advokater, revisorer og konsulenter (6.700 job) også bidrager betydeligt. Måles bidraget i stedet på bruttoværditilvækst, vejer engroshandel tungest med 6,5 mia. kr., efterfulgt af advokater, revisorer og konsulenter (5 mia. kr.), landbrug og gartneri (4,9 mia. kr.) og finansiel virksomhed (4,4 mia. kr.).

Fondsejede virksomheder er dermed ikke kun mere produktive end det øvrige private erhvervsliv, uanset om fonden ejer hele eller blot en del af virksomheden, de trækker også mindst lige så meget aktivitet med sig i resten af økonomien. Kombinationen af høj produktivitet og multiplikatorer på samme niveau eller højere betyder, at hver krone skabt i de fondsejede virksomheder giver et stort aftryk i både beskæftigelse og værdiskabelse, og at dette aftryk kommer en bred vifte af danske brancher til gode.



Anm.: Samfundsaftryk beregnet på baggrund af Input-Output model og de indirekte bidrag bygger på den gennemsnitlige anvendelse af underleverandører, se metoden bagerst. Beregnet på baggrund af virksomheder hvor erhvervsdrivende fonde har bestemmende indflydelse (GUO50). Fondsejede virksomheder hvor fondens ejerandel er >25 pct. (GUO25) inddrages som robusthedstjek. Se mere i "Metodebilag".
Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase og Danmarks Statistik.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER ER MERE INTERNATIONALT ORIENTEREDE

Fondsejede virksomheder er mere internationale end sammenlignelige, ikke-fondsejede virksomheder i Danmark.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER HAR OFTE EN STØRRE INTERNATIONAL EKSPONERING

For at undersøge hvordan aftrykket i forankres i Danmark er danske virksomheder med engageret fondsejerskab, som i delanalyse 2, matchet og sammenlignet med lignende danske virksomheder (kontrolgruppen). Fondsejede virksomheder har generelt en større del af deres aktivitet og beskæftigelse uden for Danmark end de sammenlignelige virksomheder. I gennemsnit er omkring 70 pct. af beskæftigelsen placeret i Danmark mod omkring 80 pct. i kontrolgruppen. Samtidig er både global omsætning og dansk beskæftigelse vokset gennem perioden 2019-2024. Når virksomhederne vokser, er det derfor relevant at undersøge, hvordan udviklingen i den globale aktivitet hænger sammen med udviklingen i danske arbejdspladser, og om den danske andel af beskæftigelsen ændrer sig over tid.

INTERNATIONAL VÆKST OG DANSK BESKÆFTIGELSE UDVIKLER SIG PARALLELT

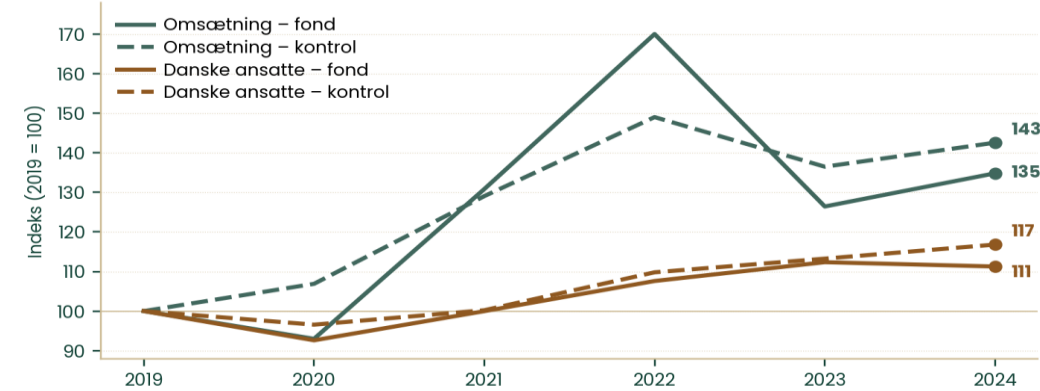
De fondsejede virksomheder i analysen har en lavere dansk andel af den samlede beskæftigelse end de matchede kontrolvirksomheder. I gennemsnit er omkring 70 pct. af de ansatte placeret i Danmark mod omkring 80 pct. i kontrolgruppen, hvilket peger på en større international tilstedeværelse blandt de fondsejede virksomheder.

Den globale omsætning og antallet af danske ansatte er vokset gennem perioden 2019-2024 – det gælder både fondsejede og sammenlignelige, ikke-fondsejede virksomheder. For de fondsejede virksomheder er den globale omsætning steget med 35 pct., mens antallet af danske ansatte er steget med 11 pct. Det samme mønster ses i kontrolgruppen, hvor omsætningen er steget 43 pct. og danske ansatte 17 pct.

I begge grupper vokser omsætningen dermed hurtigere end den danske beskæftigelse. På trods af den stigende internationale aktivitet er den danske andel af den samlede beskæftigelse forholdsvis stabil gennem hele perioden. For de fondsejede virksomheder ligger andelen omkring 70 pct. gennem hele perioden, mens den for kontrolgruppen ligger omkring 80 pct. Der er således ikke tegn på, at de fondsejede virksomheder i stigende grad flytter aktivitet eller arbejdspladser ud af Danmark relativt til sammenlignelige virksomheder.

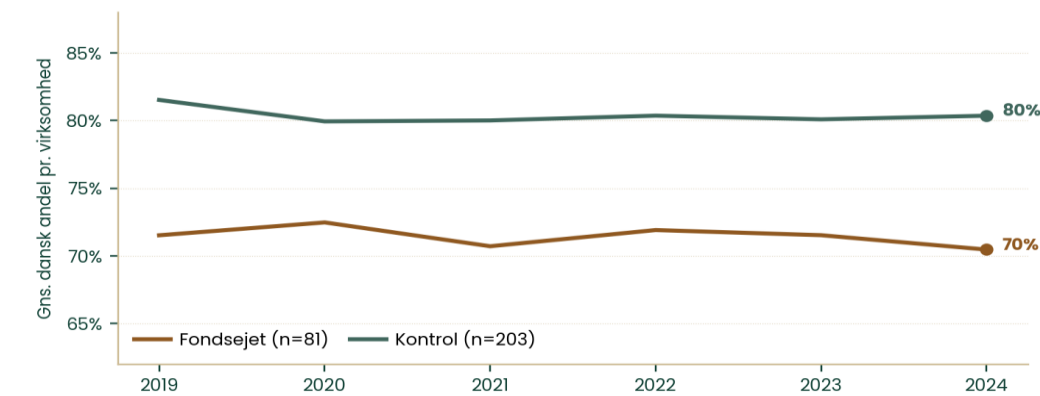
Resultaterne peger samlet set på, at fondsejede virksomheder kombinerer en betydelig international eksponering med en stabil dansk tilstedeværelse. Selvom en stor del af aktiviteten foregår uden for Danmark, følges væksten i den globale omsætning fortsat af vækst i danske arbejdspladser, og den danske andel af beskæftigelsen udvikler sig overordnet set på linje med kontrolgruppen.

VÆKST I GLOBAL OMSÆTNING OG DANSKE ANSATTE, 2019-2024



Anm.: Koncernens reelle driftsselskaber med 50 pct. fondsejerskab hvor datatilgængeligheden er balanceret (delmængde af de 559 virksomheder præsenteret i delanalyse 1) matchet med lignende virksomheder på branche, globalt antal ansatte, EBIT-margin og aktiver i 2019. Stigningen i omsætning i 2021 og 2022 skyldes især de meget store indtjening i skibsfartsbranchen i perioden.

GENNEMSNTLIG DANSK ANDEL AF GLOBAL BESKÆFTIGELSE, 2019-2024



Anm.: Koncernens reelle driftsselskaber med 50 pct. fondsejerskab hvor datatilgængeligheden er balanceret (delmængde af de 559 virksomheder præsenteret i delanalyse 1) matchet med lignende virksomheder på branche, globalt antal ansatte, EBIT-margin og aktiver i 2019. Se mere i "Metodebilag".
Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BESKÆFTIGELSE I DANMARK REAGERER MINDRE PÅ UDSVING

Beskæftigelsen i fondsejede virksomheder følger omsætningen, men følsomheden over for op- og nedgang er lavere end i andre virksomheder.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER HAR MERE STABIL BESKÆFTIGELSE OVER TID

Når de fondsejede virksomheders globale omsætning vokser, følger den danske beskæftigelse med – men der er tegn på, at de har lavere følsomhed over for udsving end hos sammenlignelige, danske virksomheder.

Resultatet er en mere stabil udvikling i medarbejderforhold, hvor beskæftigelsen i højere grad fastholdes gennem både op- og nedgang. Samtidig understøtter det, at vækst fortsat omsættes til dansk beskæftigelse, men uden de samme udsving som hos kontrolgruppen.

SAMMENHÆNG MELLE OMSÆTNINGSVÆKST OG BESKÆFTIGELSESVÆKST

Sammenhængen mellem omsætning og danske ansatte er overordnet set den samme for koncernernes reelle driftsselskaber med 50 pct. fondsejerskab som for sammenlignelige virksomheder uden fondseje. Det er på trods af, at de matchede ikke-fondsejede virksomheder har en mindre andel af deres samlede beskæftigelse i udlandet, og derved med hensyn til beskæftigelsesfordelingen er mindre internationalt orienteret.

Målt på vækstrater over perioden 2019–2024 er forskellene små og ikke statistisk signifikante – hverken på omsætning (-0,6 procentpoint) eller på antal ansatte (+0,6 procentpoint).

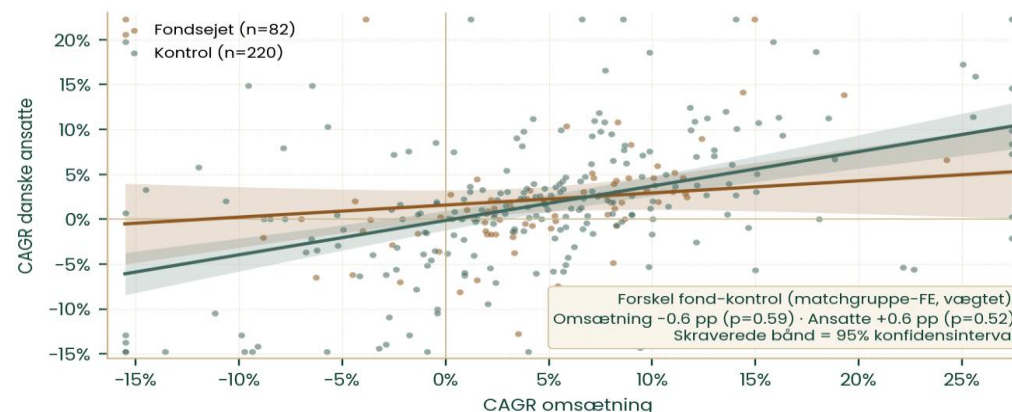
Det indikerer, at de reelle driftsselskaber med bestemmende fondsejerskab i gennemsnit omsætter vækst til beskæftigelse, og vice versa, i omtrent samme omfang som kontrolgruppen. Ser man på sammenhængen i niveau, følger beskæftigelsen også omsætningen tæt. I gennemsnit er der omkring 0,056 ekstra danske ansatte for hver ekstra mio. kr. i omsætning – svarende til én ny ansat for cirka 18 mio. kr. i øget aktivitet.

Hældningen er imidlertid lavere for fondsejede virksomheder (0,035) end for sammenlignelige, ikke-fondsejede virksomheder (0,066). Denne forskel i hældning peger på, at beskæftigelsen i fondsejede virksomheder i mindre grad reagerer på ændringer i omsætningen – både i opgang og nedgang.

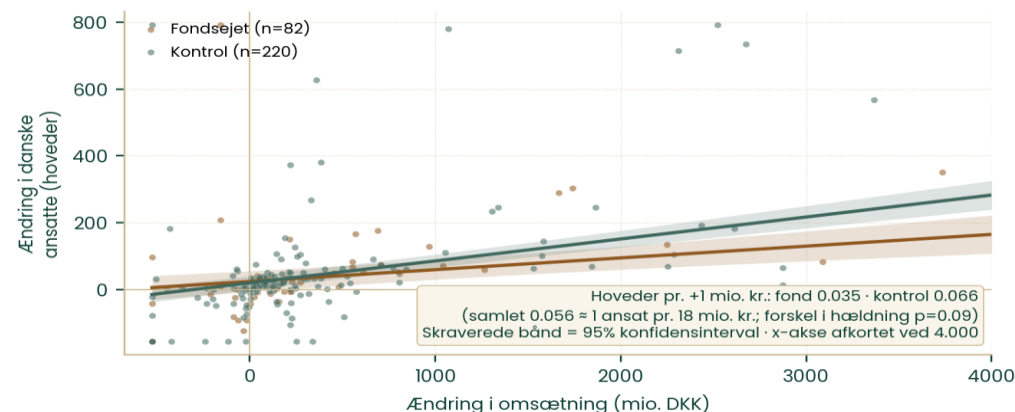
Med andre ord er justeringerne i arbejdsstyrken mindre, når aktiviteten stiger eller falder. Det giver en mere stabil udvikling i medarbejderforhold, hvor virksomhederne i højere grad fastholder ansatte frem for at tilpasse hurtigt til kortsigtede udsving. Forskellen i hældning er ikke statistisk signifikant ($p=0,09$), og resultaterne skal derfor fortolkes med forsigtighed. Men mønsteret er konsistent med resten af analysen: reelle driftsselskaber med bestemmende fondsejerskab synes at have en lavere volatilitet i beskæftigelsen og en mere gradvis tilpasning til ændringer i markedet.

Det understøtter billedet af en ejerform, hvor stabilitet og langsigtethed også afspejler sig i virksomhedernes faktiske adfærd.

ÅRLIG VÆKST I GLOBAL OMSÆTNING OG DANSKE ANSATTE, 2019–2024



UDVIKLING I GLOBAL OMSÆTNING OG DANSKE ANSATTE, 2019–2024



Anm.: Reelle driftsselskaber med 50 pct. fondsejerskab hvor datatilgængeligheden er balanceret (delmængde af de 559 virksomheder præsenteret i delanalyse 1) matchet med lignende virksomheder på branche, globalt antal ansatte, EBIT-margin og aktiver i 2019. Se mere i "Metodebilag".

Kilde: HBS Economics på baggrund af international regnskabsdatabase.

ERHVERVSDRIVENDE FONDES EJERSKABER BELYST PÅ FLERE MÅDER

DEFINITIONER OG
AFGRÆNSNINGER

Centrale begreber og afgrænsninger, som ligger til grund for analysen af fondsejede virksomheders ejerstruktur, adfærd og økonomiske betydning.

AFGRÆNSNINGERNE TJENER FLERE FORMÅL

Omdrejningspunktet for analyserne er 1.431 erhvervsdrivende fonde. Fondene er nøje fremsøgt med en bred anvendelse af data og kilder (se side 28). I analyserne undersøger vi fondenes ejerskaber på flere måder. Vi ser både på de virksomheder, som fondene har bestemmende indflydelse på (fuld kontrol med), og de virksomheder, som fondene alene har en minoritetsposition i. Formålet er at kunne belyse fondsejerskab fra flere vinkler, og på den måde tilføje nye aspekter til den eksisterende viden om fondsmodellen, der fortrinsvist har koncentreret sig om de virksomheder, som fondene har fuld kontrol med.

DET JURIDISKE OG DEFINITIONSMÆSSIGE UDGANGSPUNKT

Når man afgrænser, hvilke virksomheder en erhvervsdrivende fond "ejer", er det juridiske udgangspunkt bestemmende indflydelse. Efter erhvervsfundslovens §2 er en fond erhvervsdrivende, når den udøver eller kontrollerer erhvervsvirksomhed, og bestemmende indflydelse følger selskabslovens §7 og beror på stemmerettigheder.

En fond anses typisk som kontrollerende ejer ved flertal af stemmer (≥ 50 pct.), men kontrol kan også foreligge ved lavere kapitalandel, hvis stemmerne er koncentreret.

I analyserne anvendes dette juridiske udgangspunkt som reference og til at identificere de erhvervsdrivende fonde (se side 28).

KARAKTER AF EJERSKAB

Analysen arbejder med tre centrale tærskler, som tilsammen afgrænser de erhvervsdrivende fondes ejerrolle på tværs af kontrol og økonomisk engagement.

≥ 10 pct.: engageret ejerskab

Identificerer virksomheder, hvor fonden har en reel økonomisk og strategisk rolle. Ejerskabet opgøres som effektiv ejerandel, hvor fondens samlede kapitalandel beregnes gennem alle led i ejerkæden, så også indirekte ejerskab indgår. Samtidig skal ejerskabet udgøre mindst 10 pct. af fondens samlede aktiviteter.

≥ 25 pct.: betydelig (og i visse tilfælde bestemmende) indflydelse (GUO25)

Anvendes som en tærskel for ejerindflydelse og afspejler situationer, hvor fonden har en væsentlig ejerposition uden nødvendigvis at have kontrol. Afhængigt af stemmestruktur og ejerkredsen kan fonden i denne kategori også have bestemmende indflydelse, jf. nedenfor.

≥ 50 pct.: bestemmende indflydelse (GUO50)

Markerer kontrol, hvor fonden kan styre virksomhedens beslutninger – typisk via stemmerettigheder.

Ved at anvende disse tre tærskler kan analysen skelne mellem forskellige grader af ejerskab og belyse, hvordan fonde både optræder som kontrollerende ejere og som langsigtede medinvestorer.

EJERSTRUKTURER

Fondenes ejerskab realiseres gennem koncernstrukturer, hvor ejerskab kan gå gennem flere led af holdingselskaber og datterselskaber.

Der skelnes mellem:

- Driftsselskaber med reel økonomisk aktivitet
- Holdingselskaber/gennemgangsselskaber, som primært ejer andre selskaber
- Ejerkæder anvendes til at følge ejerskabet fra fond til underliggende selskaber og til at beregne effektiv ejerandel, mens koncernstrukturer renses for mellemlidende for at identificere relevante analyseenheder.

Samtidig skelnes der mellem:

- Ultimativ ejer (GUO), som er den enhed, der står øverst i ejerkæden
- Kontrollerende ejer, som har bestemmende indflydelse via stemmer

De to begreber falder ofte sammen, men ikke nødvendigvis. En fond kan være ultimativ ejer uden at have bestemmende indflydelse, ligesom bestemmende indflydelse i visse tilfælde kan opnås uden fuldt ejerskab.

GRUNDIG UDSØGNING AF ERHVERVSDRIVENDE FONDE

DEFINITIONER OG
AFGRÆNSNINGER

Afgrænsning af erhvervsdrivende fonde på tværs af registre og data, som danner grundlag for analysens kortlægning af fondsejerskab.

FLERE KILDER ANVENDES

Afgrænsningen af erhvervsdrivende fonde tager udgangspunkt i en bred population af fondslignende enheder, som indsnævres gennem juridiske kriterier, registerdata og manuel kvalitetssikring. Ved at kombinere flere datakilder og foretage en systematisk gennemgang sikres, at analysen omfatter de fonde, der reelt udøver erhvervsaktivitet og fungerer som aktive ejere – og ikke enheder, der alene har "fond" i navnet.

SÅDAN HAR VI UDSØGT OG GENNEMGÅET DE ERHVERVSDRIVENDE FONDENITION

Vi tager udgangspunkt i erhvervsdrivende fonde som defineret i lov om erhvervsdrivende fonde. I de anvendte data indebærer det, at en erhvervsdrivende fond regnes som kontrollerende ejer, når den ejer A- og/eller B-aktier svarende til mindst 25 pct. af stemmerne og samtidig har flere stemmer end den anden- og tredjestørste aktionær tilsammen. Kapitalfonde, investeringsfonde og andre enheder, der blot har »fond« i navnet, indgår ikke.

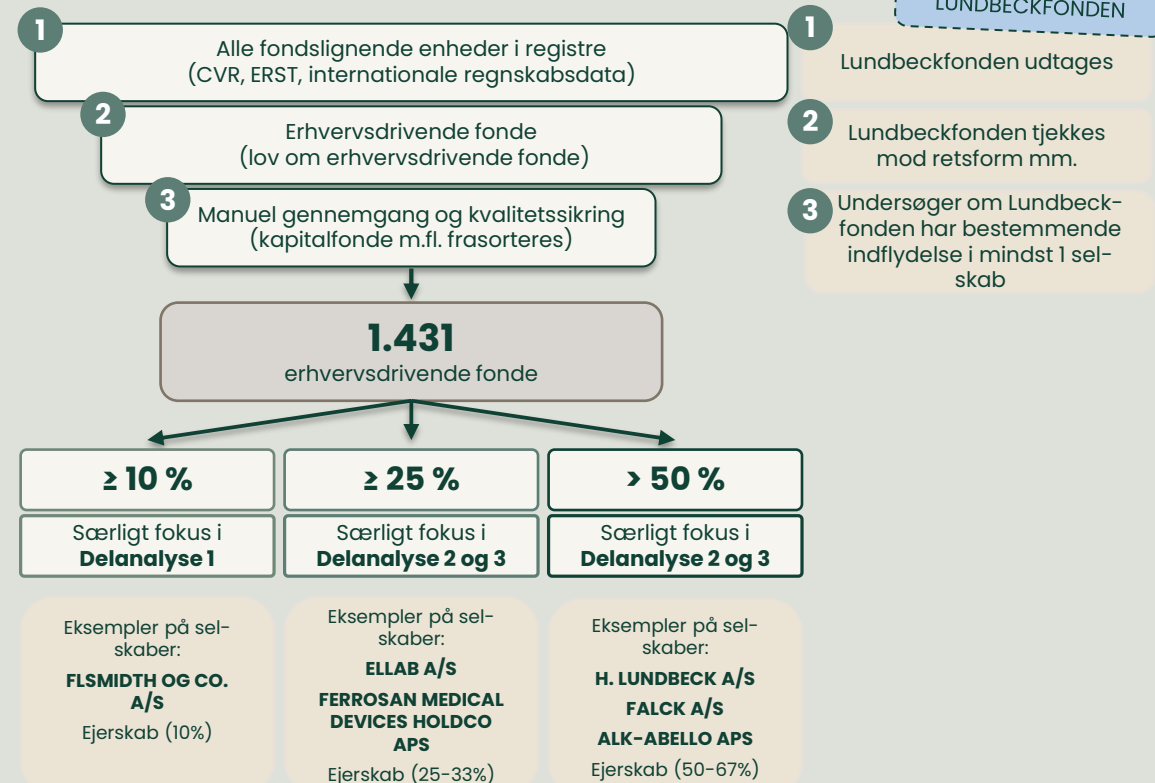
Populationen er udsøgt på tværs af tre kilder, der krydstjekkes: (i) retsform i de offentlige, danske registre (CVR / Erhvervsstyrelsens register over erhvervsdrivende fonde), (ii) internationale regnskabsdata, hvor erhvervsdrivende fonde fremgår af den danske retsform og kan kobles til de selskaber, de står som ultimativ ejer (UBO/GUO) af, (iii) National legal form angivet "Commercial foundation" i internationale regnskabsdata. Sidstnævnte muliggør sammenligning på tværs af lande.

Fordi retsformen i registrene og i de internationale regnskabsdata ikke altid er entydig, er listen gennemgået manuelt for at:

- frasortere enheder, der har »fond« i navnet, men ikke er erhvervsdrivende fonde (kapitalfonde, investeringsforeninger, offentlige/statslige fonde samt rene uddelende fonde uden erhvervsdrift)
- medtage omdannede finansielle foreninger, der reelt fungerer som kontrollerende fondsejere
- håndtere tilfælde, hvor ejer- og stemmeandele ikke fremgår entydigt af data (håndholdt identifikation af fondskontrol via vedtægter og årsrapporter)
- fjerne dubletter og sikre korrekt sammenkobling af den enkelte fond på tværs af registre og de internationale regnskabsdata.

Efter definition, registerudsøgning og manuel gennemgang står vi med i **alt 1.431 danske erhvervsdrivende fonde** som ejere.

FRA BRED POPULATION TIL ANALYSENS TRE EJERSKABSKATEGORIER



An aerial photograph of a modern, curved bridge spanning a body of water. Several boats are visible in the water, and buildings are visible on the shore. The text is overlaid on the image.

ANALYSE AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

DELANALYSE 4: VEJEN TIL FONDSEJE

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

INDLEDNING: EJERSKIFTET SOM MERE END ET TEKNISK VALG

Denne delanalyse viser, hvordan personlige og relationelle forhold former ejerledernes syn på ejerskifte, inden fondseje overvejes.

KONKLUSION

Denne delanalyse undersøger, hvilke personlige, relationelle og rådgivningsmæssige forhold, der former ejerledernes syn på ejerskifte og valg af ejerform. Delanalysen viser, at spørgsmålet om ejerskiftets retning sjældent kun er et teknisk eller juridisk valg, men er tæt forbundet med ejerlederens identitet, familiens forventninger og den rådgivning, der tilbydes undervejs.

På tværs af interviewene tegner der sig et billede af, at mange ejerledere navigerer inden for et snævert mulighedsrum, der formes af tre sammenhængende forhold: den binære forståelse af hensynet til virksomheden overfor hensynet til familien, ejerlederens personlige identitetskobling til virksomheden, og de familiedynamikker og relationer, der aktiveres, når ejerskiftets retning skal afklares. Delanalysen peger på, at rådgivningen i mange tilfælde ikke udvider dette mulighedsrum, men snarere reproducerer det. Når rådgivningen primært aktiveres sent i forløbet og organiseres om eksekvering frem for strategisk ejerafklaring, risikerer fondseje og andre hybride konstruktioner at falde uden for det mulighedsrum, der reelt afdækkes og undersøges i ejerskifteprocessen.

Hovedkonklusionen er, at åbningen af mulighedsrummet kræver, at grundkonflikten mellem hensyn til familie kontra virksomhed adresseres eksplicit, og at rådgivningen kommer tidligt nok ind til at bidrage med strategisk afklaring frem for blot at gennemføre en allerede truffet beslutning.

DATAGRUNDLAG OG METODE¹

Fremstillingen i denne delanalyse bygger på indsigter fra kvalitative interviews med ejerledere, rådgivere og interessenter², gennemført med afsæt i semistrukturerede interviewguides. Informanterne har i vidt omfang forholdt sig til de samme temaer, men fra forskellige positioner i og omkring ejerskifteprocessen.

Interviewene har haft til formål at afdække erfaringer, opfattelser og normer knyttet til ejerskifte, identitet, familiedynamikker og rådgivningens rolle. De følgende sider skal derfor læses som en analyse af tværgående mønstre og opfattelser hos de interviewede – ikke som en faktuel kortlægning af de juridiske, skattemæssige eller regulatoriske rammevilkår for fondseje.

Citaterne er direkte udsagn fra interviewene og anvendes illustrativt af konsulenterne til at vise pointer, der går igen på tværs af materialet. Figurer, faser og kondenseringer er analytiske greb, der samler centrale mønstre, men skal ikke forstås som en 1:1-gengivelse af alle variationer og nuancer i praksis. Læs mere om datamaterialet og tilgang i metodebilaget.

Analysen er kvalificeret i dialog med en ekspertgruppe bestående af fire forskere med økonomisk og juridisk ekspertise i ejerformer, fondseje, produktivitet og økonomisk performance³.

SAMMENHÆNG TIL ØVRIGE DELANALYSER

De foregående analyser har dokumenteret, at fondseje kan skabe stærk og langsigtet værdiskabelse, hvilket dermed rejser spørgsmålet: Hvis fondseje er en veldokumenteret stærk ejermodel, hvorfor etableres der så ikke flere erhvervsdrivende fonde, eller kommer flere fondsejede virksomheder?

Delanalysen adresserer dette spørgsmål ved at undersøge, hvad der foregår hos ejerlederne, når de står overfor beslutninger om ejerskab og ejerstruktur. For mange er fondseje ikke et aktivt fravalg – det er slet ikke et valg. Denne erkendelse er central for at forstå vejen mod fondseje, og hvorfor det er afgørende at se ejerformer som et mulighedsrum bestående af delelementer, som kan kombineres i hybride modeller tilpasset den enkelte virksomhed.

Denne delanalyse danner fundamentet for de undersøgelsesspørgsmål, som besvares i de følgende delanalyser, hvor det undersøges hvad der skal til for hhv. at åbne mulighedsrummet og for at fondseje bliver en reel og tilgængelig mulighed i ejerskifteprocessen, som ejerlederne og rådgiverne forholder sig til.

DEL 1

Fondsejerskabets betydning

Kendetegn, virksomhedernes resultater og betydning for dansk økonomi.

- 1 • **Ejerstruktur og adfærd**
Udbredelse, ejerformer og adfærd
- 2 • **Hvordan klarer de sig?**
Resultater vs. andre virksomheder
- 3 • **Betydning for dansk økonomi**
Beskæftigelse og værdiskabelse

DEL 2

Vejen til fondseje

Hvordan fondseje bliver en reel mulighed for ejerledere.

- 4 • **Ejerlederens overvejelser**
Valg, dilemmaer og kriterier
- 5 • **Fondsejerskabets styrker**
Styrker frem for andre ejerformer
- 6 • **Rådgiverens rolle**
Fondseje ind i mulighedsrummet
- 7 • **Rammevilkår og veje**
Juridiske og praktiske rammer

1) Se metodebilag for delanalyse 4-7 i "Metodebilag" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

2) Vi har gennemført interviews med i alt 19 ejerledere/virksomhedsejere, 13 rådgivere og seks interessenter (sidstnævnte repræsenterer ministerier, styrelser, interesseorganisationer og brancheforeninger).

3) Ekspertgruppen har bestået af: Rasmus Feldthusen, professor, Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet; Philipp Schröder, professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet; Kasper Meisner Nielsen, professor, Institut for Finansiering, CBS; Steen Thomsen, professor, Institut for Regnskab, CBS.

VIRKSOMHEDEN ELLER FAMILIEN? – GRUNDKONFLIKTEN I EJERSKIFTEPROCESSER

Den binære forståelse præger afvejningen mellem virksomhed og familie samt synet på ejerskifte som enten generationsskifte eller salg.

EJERSKIFTE SOM DILEMMA

På tværs af interviewene tegner der sig et tydeligt billede af, at ejerskifteprocesser for mange ejerledere opleves gennem to binære forståelser. Den første handler om hensyn: Skal virksomheden prioriteres, eller skal familien? Den anden handler om løsningsrum: Skal virksomheden videreføres i familien, eller skal den sælges?

Grundkonflikten, hvor hensynet til virksomheden *eller* familien opfattes som noget binært, er ikke specifik for overvejelser om fondseje, men knytter sig bredere til de dilemmaer, relationer og forventninger, der aktiveres, når ejerledere begynder at forholde sig til virksomhedens fremtid og deres egen rolle heri. For mange handler ejerskifte derfor ikke alene om, hvem der skal overtage virksomheden, men i lige så høj grad om, hvem der skal tages hensyn til – og hvilke værdier, relationer og interesser, der skal videreføres. Fondseje kan være fraværende fra ejerlederens mulighedsrum, men der er i interviewene også enkelte eksempler på, at ejerledere aktivt har fravalgt fondseje som en mulighed på baggrund af erfaringer, fortællinger eller forestillinger om, at en fondsbestyrelse ikke har samme direkte ansvar og risiko som en familie.

NÅR EJERSKIFTE BLIVER MERE END EN TEKNISK BESLUTNING

Interviewene viser, at ejerskifte sjældent opleves som en ren teknisk eller økonomisk beslutning. Processen er tæt forbundet med ejerlederens identitet, familiens historie og forestillinger om virksomhedens fremtid. Flere informanter beskriver, hvordan virksomheden gennem mange år er blevet tæt knyttet til ejerlederens selvforståelse og familiens fortælling, hvilket gør det vanskeligt at adskille forretningsmæssige overvejelser fra mere personlige, relationelle hensyn.

Det centrale spænd handler derfor ikke nødvendigvis om kontinuitet over for familie. Kontinuitet er netop ofte det, ejerlederne søger gennem generationsskifte. Spændet handler snarere om, hvordan man balancerer virksomhedens fremtidige bæredygtighed, kompetencer, governance og udviklingsmuligheder med ejerlederens og familiens følelsesmæssige hensyn: ønsket om at bevare kontrol, sikre arvingerne, undgå konflikt og videreføre noget, der opleves som en del af familiens historie.

I den sammenhæng bliver fondseje interessant for nogle ejerledere, fordi modellen ifølge nogle interviewpersoner kan opleves som en måde at beskytte virksomheden mod "familiære konflikter", "manglende kompetencer" i næste generation eller "uklarhed" om fremtidig kontrol. Samtidig beskrives fondseje af mange som en definitiv og irreversibel løsning, hvor familien helt eller delvist fravælges som ejere. Derfor bliver fondseje sjældent en selvfølgelig mulighed fra start, men snarere en model, der kan bringes i spil som løsning eller "tiebreaker", når de mere velkendte veje – generationsskifte eller salg – ikke opleves som tilstrækkelige.

På tværs af interviewene fremstår der derfor som en central pointe, at ejerledere ofte navigerer i et binært mulighedsrum. Hybride ejermodeller, som beskrives nærmere i "Ejerformer som et mulighedsrum", hvor forskellige hensyn kan balanceres samtidig, opleves således ikke nødvendigvis som en reel eller nærliggende mulighed i praksis.

NÅR HENSYN OG MULIGHEDSRUM OPLEVES SOM ENTEN-ELLER

FOKUS PÅ VIRKSOMHEDENS FREMTID	FOKUS PÅ FAMILIENS FREMTID
Forretningsmæssig bæredygtighed	Arv og økonomisk tryghed
Kompetencer og ledelse	Retfærdighed mellem arvinger
Governance og beslutningskraft	Familiære relationer
Udviklingsmuligheder og kapital	Kontrol og indflydelse
Beskyttelse af virksomhed og kultur	Forventninger til succession
Professionalisering	Følelsesmæssig tilknytning
Dansk forankring og arbejdspladser	Videreførelse af familiehistorie

Anm.: Mange ejerledere oplever ifølge dem selv i praksis både hensyn og løsningsrum som binære: Enten videreføres virksomheden i familien, eller også sælges den. De to hensyn opfattes som uforenelige, og muligheden, for hybride ejerformer, hvor virksomhedens og familiens fremtid tænkes sammen, fremstår sjældent som nærliggende.

”
Der er mange bløde værdier, som skal berøres i forbindelse med ejerskifte og især generationsskifte. Man skal bruge noget tid på at snakke om tanker og ønsker.
- Rådgiver

1) "Ejerformer som et mulighedsrum" henviser til delanalyse 5 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

HVEM ER JEG UDEN VIRKSOMHEDEN? – EJERSKIFTE SOM IDENTITETSBRUD

Ejerskifte rejser ikke kun spørgsmål om ejerskab og virksomhedens fremtid, men også om identitet, kontrol og ejerlederens rolle efter overdragelsen.

EJERSKIFTE UDFORDRER EJERLEDERENS ROLLE OG SELVFORSTÅELSE

For mange ejerledere er virksomheden tæt forbundet med deres identitet, rolle og selvforståelse. Særligt blandt stiftere og ejerledere, der gennem mange år har opbygget virksomheden, beskrives virksomheden som langt mere end en arbejdsplads eller en økonomisk aktivitet.

Ejerskifte bliver derfor ikke alene et spørgsmål om ejerskab og virksomhedens fremtid, men også om ejerlederens egen rolle, betydning og identitetsforståelse efter overdragelsen. I nogle virksomheder er afhængigheden desuden gensidig: Ejerlederen har vanskeligt ved at give slip, men organisationen og driften er samtidig så tæt knyt til personen, at virksomheden heller ikke vurderes klar til at undvære ejerlederen.

EJERLEDERENS IDENTITETSKOBLING FORMER SYNET PÅ EJERSKIFTE

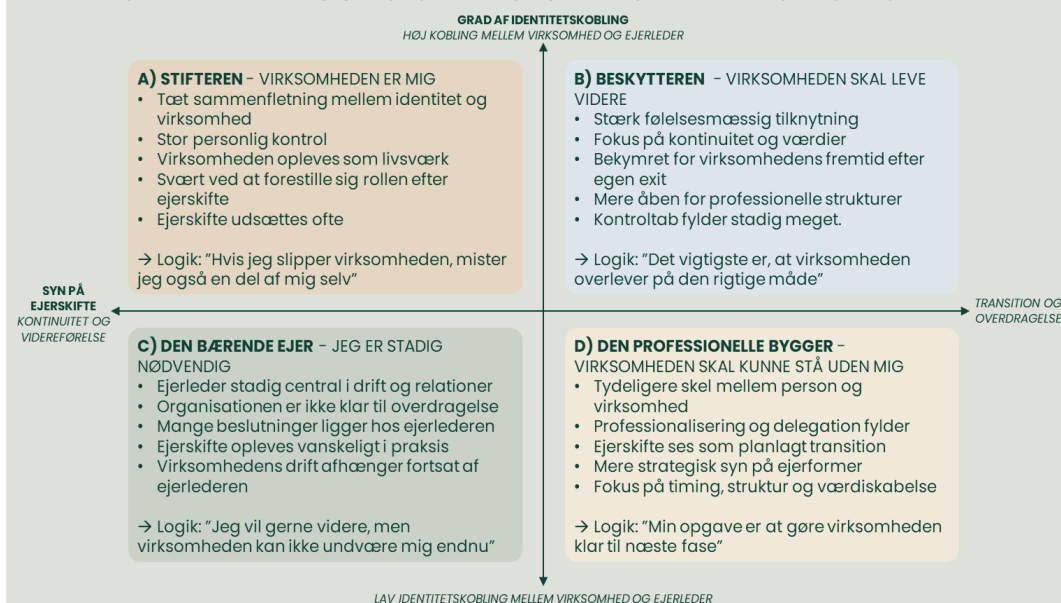
Interviewene viser, at ejerlederens relation til virksomheden har stor betydning for, hvordan ejerskifte forstås og håndteres. For nogle er virksomheden et livsværk tæt knyttet til identitet og selvforståelse, mens den for andre i højere grad er en organisation, der skal professionaliseres, udvikles og gøres klar til næste fase.

På tværs af interviewene tegner der sig fire overordnede mønstre (se figur til højre). Stifteren, beskytteren, den bærende ejer og den professionelle bygger. De adskiller sig særligt ved, hvor tæt ejerlederens identitet er knyttet til virksomheden, hvor personafhængig virksomheden er, og om ejerskifte opleves som kontroltab eller strategisk transition.

Interviewene peger på en generationsforskel på graden af identitetskobling: Yngre ejerledere har typisk fokus på at gøre virksomheden mindre personafhængig, mens ældre ejerledere oftere taler om "generationsskifte", hvilket i højere grad afspejler et ønske om kontinuitet og bevarelse af dét, der er bygget op. Forskellene mellem typerne forklarer, hvorfor nogle ejerledere udsætter processen med ejerskifte, mens andre tidligere forbereder virksomheden og familien på et fremtidigt ejerskifte. På tværs af interviewene peger rådgiverne på, at en væsentlig barriere for valget af fondseje er, at ejerlederne kommer for sent i gang eller udsætter beslutningerne i for lang tid.

Irreversibiliteten ved fondseje forstærker dette spænd, fordi kontrol og ejerskab permanent overdrages til en selvstændig konstruktion. For ejerledere med stærk identitetskobling kan det opleves som et markant kontroltab, mens det for mere professionaliserede ejerledere i højere grad kan fremstå som én blandt flere mulige strukturer. På tværs af interviewene fremstår ejerskifte derfor ikke alene som et spørgsmål om økonomi eller struktur, men også om identitet, autonomi og følelsen af fortsat at have betydning efter overdragelsen.

FRA LIVSVÆRK TIL TRANSITION: FIRE MØNSTRE I EJERLEDERENS TILGANG



Anm.: Mønstrene er baseret på indsigter fra interviews med ejerledere, rådgivere og interessenter.

”

De ældre ejerledere snakker generationsskifte, mens de yngre snakker om exit. Ham på 45 år vil bare ud og lave noget andet, og han har processer for alt, så virksomheden kører videre, når han ikke er der. De yngre ejerledere, der snakker om exit, har som regel nogle virksomheder, som er bedre gearet til ejerskifte. De ældre ejerledere har ofte meget svært ved at se sig uden virksomheden – og virksomheden kan have svært ved at køre videre uden dem.

– Rådgiver

HVAD SKER DER MED FAMILIEN? – FAMILIEDYNAMIKKER OG FRYGTEN FOR KONFLIKT

Ejerskifte bliver for mange ejerledere også et spørgsmål om relationer, retfærdighed og familiens fremtid omkring virksomheden.

FAMILIENS ROLLE GØR EJERSKIFTE TIL MERE END ET EJERVALG

På tværs af interviewene beskrives ejerskifteprocesser som tæt forbundet med familiedynamikker og hensynet til familien. Når ejerledere begynder at forholde sig til virksomhedens fremtid og deres egen exit, aktiveres samtidig spørgsmål om arv, relationer, forventninger og familiens fremtidige tilknytning til virksomheden. For mange ejerledere bliver ejerskifte derfor ikke alene et spørgsmål om, hvem der skal overtage virksomheden, men også om, hvordan familien påvirkes af beslutningen – og hvordan man undgår at skabe konflikter, splittelse og oplevelser af uretfærdighed.

Interviewene peger samtidig på store forskelle i, hvor åbent familier har talt om succession. Nogle familier har klare forventninger til videreførelse, mens andre først sent i processen begynder at tale om familiens rolle og ønsker. I nogle tilfælde udskydes afklaringen helt til testamentet, hvilken derved bliver den mest vidtgående form for parkering af beslutningen om virksomhedens fremtid.

DE SAMME FAMILIEHENSYN KAN FØRE TIL FORSKELLIGE EJERVALG

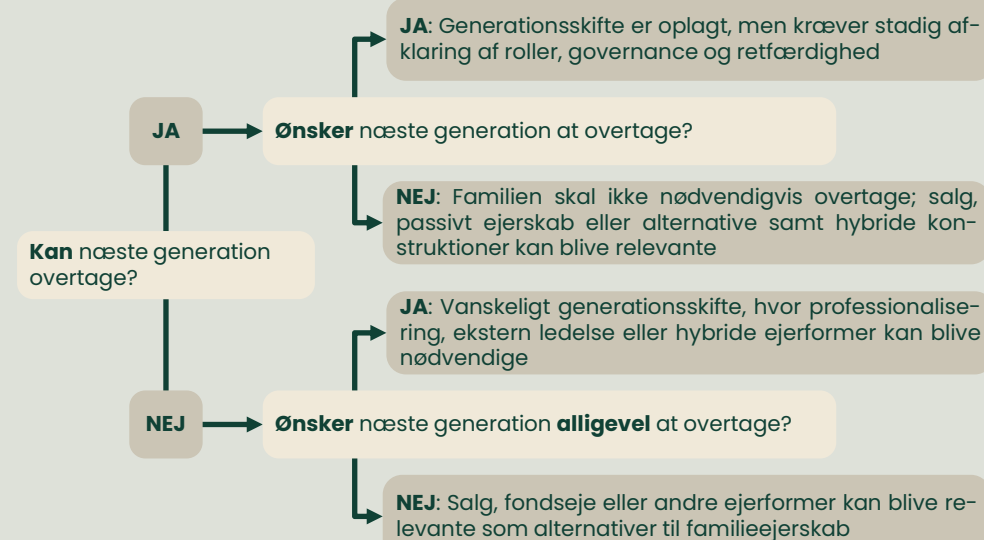
Interviewene viser tydeligt, hvordan familien for mange ejerledere fylder mere end de tekniske modeller og juridiske konstruktioner. Ejerskifte – særligt generationsskifte – handler i høj grad om loyalitet, retfærdighed og ønsket om at bevare gode relationer i familien også efter overdragelsen.

De samme familie hensyn kan dog føre til forskellige beslutninger. Nogle fastholder familieejerskab, fordi det opleves som den bedste måde at bevare sammenhængskraft, historie og relationer på. Andre vælger salg, fordi det kan give arvingerne økonomisk sikkerhed uden at binde dem til en virksomhed og fjerne et potentielt åg fra deres skuldre. Og for nogle bliver (delvist) fondseje relevant, fordi modellen kan skabe afstand mellem familien og den fremtidige kontrol med virksomheden.

På tværs af interviewene går især tre dilemmaer igen: om næste generation både kan og vil overtage, om alle arvinger kan eller bør behandles ens, og hvordan man undgår, at forskellige forventninger til succession skaber konflikt. Familie og virksomhed er i mange tilfælde så tæt sammenfiltret, at et generationsskifte opleves som emotionelt vanskeligt at adskille fra familiens øvrige relationer og historie.

Fondseje fremstår derfor ikke som en entydig løsning. Den kan i nogle tilfælde fungere som en broker eller stabiliserende konstruktion, der beskytter virksomheden mod eventuelle familiære konflikter. I andre tilfælde kan fondseje opleves som en bombe i familierelationerne, hvis familien havde forventet at overtage ejerskab eller kontrol. Pointen er derfor ikke, at fondskonstruktionen i sig selv løser dilemmaet, men at elementer fra forskellige ejerformer kan åbne et bredere mulighedsrum mellem generationsskifte og salg.

BESLUTNINGSTRÆ: NÅR NÆSTE GENERATIONS ROLLE SKAL AFKLARES



Anm.: Spørgsmålet er sjældent kun, om der findes arvinger – men om næste generation både kan og vil overtage, og hvilke ejerformer der kan balancere de forskellige hensyn.

”

Lige pludselig tog jeg mig selv i at forholde mig til børnenes kærestes. Det i sig selv sætter jo også overvejelser i gang: Synes man, kæresterne er fornuftige? Så kommer der én ind, der er fornuftig, men så slår de op, og så er han eller hun ude af billedet igen. Der kan også være forskel i de forskellige familiegrene, som vil give uenighed på sigt – hvem vil fx have lav vækst og højt udbytte? Og hvem vil have høj vækst og lavt udbytte?

– Ejerleder

RÅDGIVNINGEN KAN REPRODUCERE DET SNÆVRE MULIGHEDSRUM

Rådgivning handler ikke kun om at gennemføre ejerskifte, men også om at åbne ejerlederens blik for mulige ejerformer og -strukturer.

NÅR RÅDGIVNING BLIVER EKSEKVERING FREM FOR EJERAFKLARING

Ejerskifte, herunder særligt overvejelser om fondseje, kræver rådgivning, da området er præget af juridiske, skattemæssige og regulatoriske forhold. Interviewene peger på, at rådgivningen ofte organiseres omkring strukturering og gennemførelse frem for strategiske og relationelle afklaringer af ejerlederens samlede mulighedsrum og at den først bliver relevant, når en konkret beslutning skal gennemføres.

Fokus bliver derfor ofte, hvordan et ejerskifte bedst muligt gennemføres inden for en allerede valgt løsning, frem for hvilke ejerformer der bedst matcher virksomhedens og familiens situation. Dermed kan rådgivningen i nogle tilfælde reproducere den bincære forståelse af ejerskifte. Se "Rådgivningens rolle" for en uddybning af, hvordan ejerlederne selv er med til at skabe og reproducere det snævre mulighedsrum.

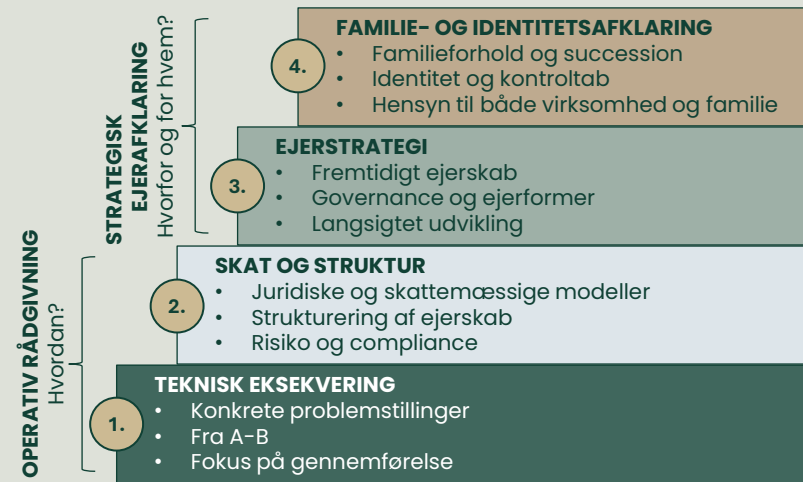
EJERLEDERNE MØDER FORSKELLIGE NIVEAUER AF RÅDGIVNING

Interviewene peger på tydelige forskelle i den rådgivning, ejerledere modtager. Større virksomheder og velhavende familier beskrives ofte som del af længerevarende, strategiske rådgivningsrelationer, der dækker governance, familieforhold og langsigtet ejerskab. For mindre ejerledede virksomheder er rådgivningen oftere situationsbaseret, operativ og teknisk – med fokus på "hvordan gennemfører vi det" frem for "hvad er den rigtige løsning på længere sigt?" Mange ejerledere oplever derfor ikke et åbent menukort, men et afgrænset udfaldsrum. Figuren til højre illustrerer denne forskel: mange ejerledere modtager primært rådgivning på trin 1-2, mens overvejelser om fondseje typisk forudsætter trin 3-4, hvor ejerstrategi, familieforhold og identitet bringes aktivt ind.

Interviewene peger samtidig på, at fondseje ofte bringes relativt sent ind i processen – hvis modellen overhovedet bringes op. Flere rådgivere beskriver, hvordan fondseje opfattes som en specialiseret og kompleks løsning, hvilket betyder, at nogle ejerledere enten fravælger modellen tidligt eller aldrig når til at undersøge muligheden nærmere. Denne tendens forstærkes af rammevilkår og regulatorisk usikkerhed². Særligt rådgivere fremhæver, at fondseje kan være vanskeligt at bringe i spil, fordi modeller som *holdingmodellen* opleves som tunge og usikre. Det påvirker ikke kun økonomien, men også tidsforløbet, beslutningsmodet og rådgivernes villighed til at præsentere fondseje som en reel mulighed.

Skal fondseje og hybride ejerformer i højere grad tilvælges, kræver det en øget bevidsthed om det uformelle rådgivningsøkosystem, som ejerlederne befinder sig i og de fortællinger, erfaringer og normer, der cirkulerer i ejerledernes netværk former i høj grad, hvilke ejerformer der opleves som relevante. Det kræver en bevægelse i to retninger: ejerlederne skal væk fra at forstå ejerskab som valget mellem rene ejermodeller, og rådgiverne skal ind i et rum, hvor de kan rådgive mere strategisk om hybride konstruktioner sammensat ud fra virksomhedens og familiens konkrete hensyn og behov. Se mere om hybride ejerformer i "Ejerformer som mulighedsrum"¹.

FRA OPERATIV RÅDGIVNING TIL STRATEGISK EJERAFKLARING



”

I forbindelse med generationsskiftet havde vi en advokat og en revisor inde over, der ordnede det skattemæssige og tekniske. Det er gået op for os nu, at vi nok også skulle have haft noget andet og mere indholdsmæssig rådgivning i sin tid. Blandt andet omkring, hvordan ejerstrukturen mellem os i den næste generation skulle være. Den snak havde vi slet ikke dengang. Det er en snak, vi selv har startet op i løbet af de sidste par år.

– Ejerleder

1) "Rådgivningens rolle" henviser til delanalyse 6 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

2) Se delanalyse 7, "De regulatoriske og skattemæssige rammevilkår" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026)



ANALYSE AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

DELANALYSE 5: EJERFORMER SOM ET MULIGHEDSRUM

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

INDLEDNING: EJERFORMER SOM ET MULIGHEDSRUM

Fondseje bør ikke vurderes isoleret, men som én ejerlogik blandt flere, der kan bidrage med bestemte egenskaber i en samlet ejerstruktur.

KONKLUSION

Denne delanalyse sammenligner fire typiske ejerformer: fondseje, familieeje, kapitalfondseje og spredt ejerskab. Sammenligningen sker på tværs af seks dimensioner, som belyser centrale egenskaber ved en ejerstruktur: varighed, investeringshorisont, ejerskabsinvolvering, professionelt ejerskab, purpose og adgang til egenkapital. Formålet er ikke at rangere ejerformerne, men med afsæt i interviewindsigterne at vise, hvad de hver især – og særligt fondseje – kan bidrage med, samt hvor deres styrker, begrænsninger og forudsætninger adskiller sig. Delanalysen viser, at konkrete ejerformer ikke nødvendigvis skal forstås som mål i sig selv, men som midler til at skabe en ejerstruktur med de ønskede egenskaber.

Interviewene peger samtidig på, at kendskabet til ejerformernes muligheder og begrænsninger er varierende og præget af forestillinger og forenklinger – særligt om fondseje, som ofte beskrives som komplekst, tungt eller relevant for "andre typer af virksomheder"

De følgende sider viser derfor, hvordan de seks dimensioner kan bruges til at nuancere forståelsen af ejerformer. Lang ejertid er eksempelvis ikke nødvendigvis et samme som langsigtet ejeradfærd, og fondseje kan både give stabilitet og skabe bindinger. På samme måde kan kapitaladgang, governance og graden af aktivt ejerskab være afgørende for, om en ejerstruktur understøtter virksomhedens fremtidige udvikling.

DATAGRUNDLAG OG METODE¹

Fremstillingen bygger på kvalitative interviews² med ejerledere/virksomhedsejere, rådgivere og interessenter, der er gennemført med afsæt i semistrukturerede interviewguides. Interviewene har haft til formål at afdække, hvilke motiver, værdier, erfaringer, forestillinger og rådgivningsprocesser, der præger ejerlederens overvejelser om generationsskifte, ejerformer og fondseje.

De følgende sider skal derfor læses som en analyse af tværgående opfattelser og mønstre i interview-materialet – ikke som en faktuel eller juridisk udtømmende beskrivelse af, hvad de enkelte ejerformer er. Det er særligt vigtigt i relation til fondsejemodellen, hvor interviewene viser, at kendskab, forestillinger og rammevilkår ikke altid er fuldt belyst.

Figurer, dimensioner og placeringer af konkrete ejerformer er et analytisk greb, der kondenserer mønstre på tværs af interviewene. De skal ikke forstås som en 1:1-gengivelse af alle variationer i praksis eller som en rangering af ejerformer. Citaterne er udsagn fra interviews og anvendes illustrativt til at vise pointer, der går igen i materialet. Læs mere om datamaterialet og tilgang i metodebilaget.

Analysen er kvalificeret i dialog med en ekspertgruppe bestående af fire forskere med økonomisk og juridisk ekspertise i ejerformer, fondseje, produktivitet og økonomisk performance³.

SAMMENHÆNG TIL ØVRIGE DELANALYSER

Denne delanalyse bygger videre på indsigterne fra "Vejen til fondseje"⁴, hvor det præsenteres, hvordan ejerskifte ofte fremstår som et bi-nært valg mellem generationsskifte og salg.

Nu flyttes fokus fra selve ejerskifteprocessen til de egenskaber, forskellige ejerformer kan tilføre en samlet ejerstruktur.

Det er nyttigt med dette perspektivskifte, fordi fondseje i interviewene ofte beskrives som en kompleks og tung model, der bringes sent ind i overvejelserne.

Ved at sammenligne ejerformer på tværs af dimensioner bliver det muligt at nuancere spørgsmålet:

Det handler ikke kun om, hvorvidt en virksomhed skal være fondsejet eller ej, men om hvilke hensyn ejerskabet og -strukturen bredt set skal understøtte.

Delanalysen danner samtidig bro til delanalyserne om hhv. rådgivningens rolle og regulatoriske og skattemæssige rammevilkår, idet rådgivning og regulatoriske forhold har betydning for, om ejerledere overhovedet får øje på fondseje som en mulighed i deres fremtidige ejerstruktur.

DEL 1

Fondsejerskabets betydning

Kendetegn, virksomhedernes resultater og betydning for dansk økonomi.

- 1 • **Ejerstruktur og adfærd**
Udbredelse, ejerformer og adfærd
- 2 • **Hvordan klarer de sig?**
Resultater vs. andre virksomheder
- 3 • **Betydning for dansk økonomi**
Beskæftigelse og værdiskabelse

DEL 2

Vejen til fondseje

Hvordan fondseje bliver en reel mulighed for ejerledere.

- 4 • **Ejerlederens overvejelser**
Valg, dilemmaer og kriterier
- 5 • **Fondsejerskabets styrker**
Styrker frem for andre ejerformer
- 6 • **Rådgiverens rolle**
Fondseje ind i mulighedsrummet
- 7 • **Rammevilkår og veje**
Juridiske og praktiske rammer

1) Se metodebilag for delanalyse 4-7 i "Metodebilag" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

2) Vi har gennemført interviews med i alt 19 ejerledere/virksomhedsejere, 13 rådgivere og seks interessenter (sidstnævnte repræsenterer ministerier, styrelser, interesseorganisationer og brancheforeninger).

3) Ekspertgruppen har bestået af: Rasmus Feldthusen, professor, Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet; Philipp Schröder, professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet; Kasper Meisner Nielsen, professor, Institut for Finansiering, CBS; Steen Thomsen, professor, Institut for Regnskab, CBS.

4) "Vejen til fondseje" henviser til delanalyse 4 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

EJERFORMER BØR FORSTÅS SOM ET MULIGHEDSRUM – IKKE SOM GENSIDIGT UDELUKKENDE VALG

Ejerledere tænker ofte i adskilte ejermodeller, men ejerformer kan forstås som ejerlogikker, der kan kombineres på tværs af dimensioner.

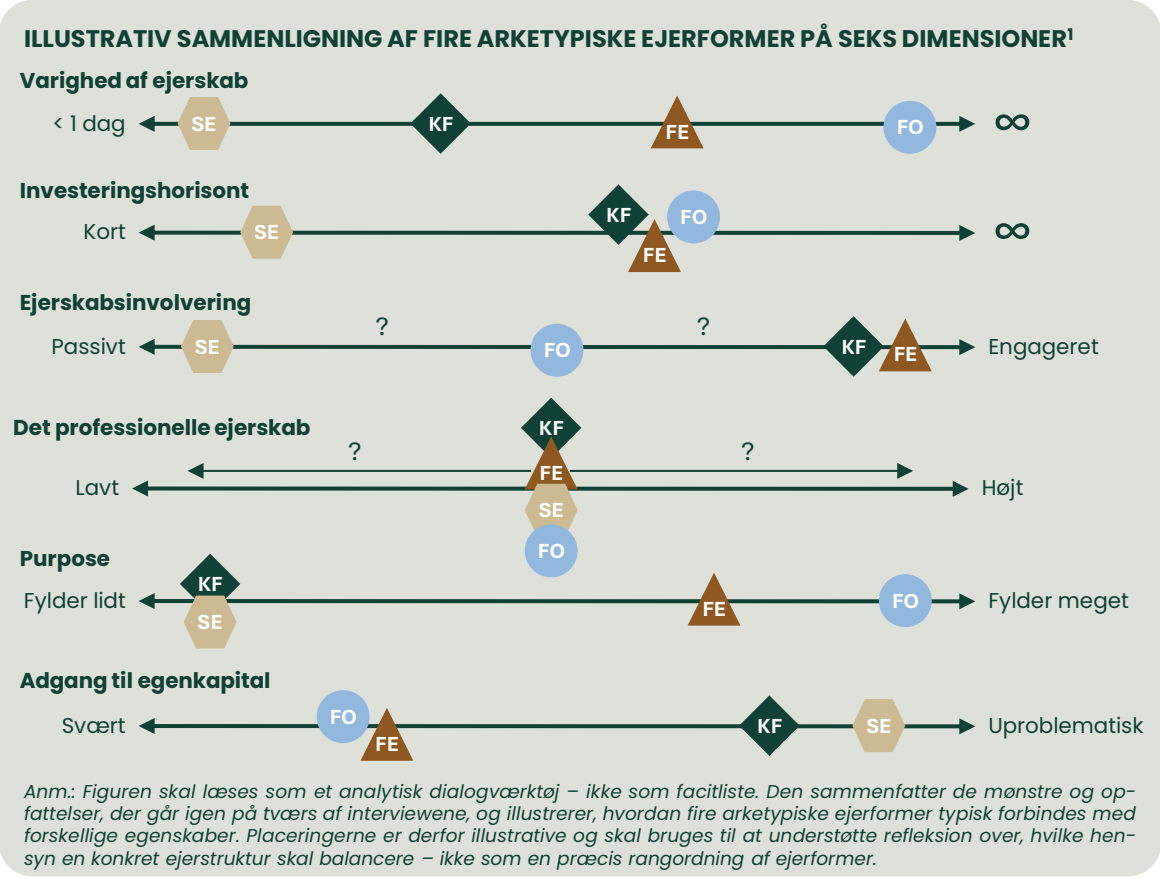
EJERFORMER HANDLER IKKE KUN OM EJERSKIFTE, MEN OM HVAD EJERSKABET SKAL KUNNE
På tværs af interviewene fremgår det, at overvejelser om ejerform ikke kun opstår i forbindelse med generationsskifte. De opstår også, når en virksomhed står over for en ny strategisk fase – fx behov for kapital, internationalisering, professionalisering, adgang til nye kompetencer eller et ønske om at fastholde værdier, kontrol og forankring over tid.

Oversigten til højre skal først og fremmest læses som en samtaleramme. Den er udviklet på baggrund af interviewene for at synliggøre, hvilke forskellige egenskaber ejerformer typisk forbindes med på tværs af seks dimensioner. Formålet er derfor ikke at placere ejerformer præcist eller rangordne dem, men at synliggøre forskelle og ligheder mellem fire arketyperiske ejerformer og derved skabe et fælles udgangspunkt for at drøfte, hvilke hensyn en ejerstruktur skal understøtte: Hvor aktivt skal det være? Hvilken governance kræver virksomheden? Hvilket purpose/formål skal fylde? Og hvilken kapitaladgang er nødvendig?

EJERFORMER KAN KOMBINERES PÅ TVÆRS AF DIMENSIONER
Interviewene viser, at mange ejerledere ofte tænker i relativt "rene modeller", hvor ejerformer forstås som adskilte og gensidigt udelukkende valg. Det kan fx være, at virksomheden enten videreføres i familien gennem generationsskifte, sælges til en ekstern ejer eller overdrages til en fond.

Når ejerformer vurderes på tværs af dimensioner, bliver det dog tydeligt, at de i praksis rummer forskellige ejerlogikker, som kan kombineres. Det er en analytisk pointe på baggrund af interviewmaterialet, og ikke nødvendigvis noget, informanterne selv formulerer direkte. Fondseje kan derved fx være en totalmodel, hvor hele ejerskabet overdrages til en fond. Men fondseje kan også indgå som delelement i en bredere ejerstruktur: som langsigtet medejer, som fond med en mindre ejerandel, som stabiliserende element i familieejerskab eller som anker i kombination med eksempelvis kapitalfondsejerskab eller børsnoter.

Dermed brydes den binære forståelse af ejerskifte. I stedet for at se valget om ejerstruktur og -formen som et spørgsmål om enten familie, fond eller salg, flyttes fokus til, hvilke hensyn ejerskabet skal balancere – og hvilke elementer fra forskellige ejerformer, der kan bringes i spil. Oversigten til højre åbner for variationer mellem de rene modeller og gør det muligt at tale mere konkret om samspillet mellem tidshorisont, kapitalbehov, involvering, governance, purpose og virksomhedens fremtidige udvikling.



” Jeg tror, der er mange, der opfatter ejerskifte meget binært, fordi de ser det udefra. Når man står i det, stiger opmærksomheden og man opdager, at der findes mange muligheder. – Ejerleder

VARIGHED AF EJERSKAB: FONDSEJE TILBYDER STABILITET, MEN BINDER OGSÅ VIRKSOMHEDEN

Langvarigt ejerskab kan give kontinuitet og forankring, men effekten afhænger af formål, governance, råderum og tilpasningsevne over tid.

FONDSEJE PLACERER SIG TYDELIGT I DEN LANGE ENDE AF EJERSKABET

Fondseje adskiller sig fra flere andre ejerformer ved, at ejerskabet principielt kan være meget langvarigt eller permanent. I interviewene fremhæves fondsmodellen som attraktiv for ejerledere, der ønsker at beskytte virksomheden, fastholde værdier og sikre en kontinuitet over flere generationer.

Samtidig beskriver flere ejerledere og rådgivere fondseje som en markant beslutning, fordi stifteren uigenkaldeligt overfører virksomheden og derved en stor del af sin formue til fonden. For ejerledere med stærk identitetskobling til virksomheden kan etablering af fondseje derfor opleves som et væsentligt kontroltab.

Fondseje er dog ikke den eneste ejerform, der kan skabe varighed. Som dimensionen til højre viser, kan familiejeje også være langvarigt, men afhænger i højere grad af konkrete personer, generationer og aftaler. Omvendt har kapitalfondseje typisk en tydelig exitlogik, mens spredt ejerskab kan indebære, at den enkelte aktionær er inde i kort tid, mens selve børsnoteringen og ejerstrukturen kan være langvarig. Fondseje adskiller sig derved ved at institutionalisere varigheden i en selvstændig juridisk konstruktion, hvor formål og vedtægter bliver afgørende for det fremtidige råderum.

LANGVARIGHED ER BÅDE FONDSMODELLENS STYRKE OG BINDING

Interviewene peger på, at fondsejets styrke er, at modellen kan gøre ejerskabet mindre afhængigt af næste generations evne eller vilje til at overtage. Derfor kan fondseje understøtte virksomhedens videreførelse og beskytte mod hyppige ejerskifter, kortsigtet exitpres og eventuelle familiære konflikter. Varighed handler derfor ikke kun om tid, men også om, hvorvidt ejerskabet kan overleve skift i generationer, kapitalbehov og ledelse.

Samtidig viser interviewene, at den samme varighed også kan opleves som en barriere. Fondseje indebærer, at stifteren ikke kan tage den overførte formue tilbage, og at fondens formål er vanskeligt, men ikke nødvendigvis umuligt at ændre. Fondens formålsparagraf og fundats er således afgørende for, hvor meget fleksibilitet fonden har til fx at sælge hele eller dele af virksomheden, ændre ledelsessammensætningen eller tilpasse sig nye behov over tid.

Det betyder, at fondseje ikke i sig selv er ufleksibelt, men at fleksibiliteten i høj grad skal tænkes ind fra begyndelsen. Interviewene peger på, at politiske drøftelser om fremtidige rammevilkår kan skabe usikkerhed for igangværende fondsstiftelser, netop fordi etableringen af en fond er en omfattende og irreversibel beslutning for stifteren. Pointen er således ikke, at fondseje i sig selv er ufleksibelt, men at fleksibiliteten afhænger af, hvordan formål, vedtægter, governance og råderum tænkes ind fra begyndelsen.

DIMENSION: VARIGHED AF EJERSKAB

Varighed af ejerskab



Anm.: Figuren er en visuel støtte til analysen – ikke en facitliste eller præcis rangering af ejerformer. Figuren illustrerer, hvordan varighed ikke kun handler om, hvor længe en given ejer er inde, men om hvordan ejerstrukturen kan skabe kontinuitet, fleksibilitet og ansvarlig governance over tid.

OBS: For spredt ejerskab, "SE", angiver placeringen den enkelte aktionærs ejerposition og ikke selve valget om en børsnotering.

”

Det er vigtigt for en virksomhed som vores, at den er lokalt forankret. Det kan vi sikre ved at putte noget af virksomheden i en fond. Med en erhvervsdrivende fond får vi en struktur, som er med til at skabe et langtidsholdbart ejerskab rundt om virksomheden. Og hvis jeg skal tænke nogle generationer længere frem, så vil fondsejerskabet måske også gøre det nemmere i ejerkredsen. Når man kommer længere ud i tiden, risikerer man også, at der måske er nogen i familien, som vil trække sig.

– Ejerleder

”

Noget af det fondene oplever er, at Skat har strammet skruen, særligt omkring vurdering af, hvad der er almenyttigt, og hvis nogen har haft en usikker oplevelse, så spreder den usikkerhed sig. Det er svært at sige hvordan Skat kommer til at agere i fremtiden, men det er noget som fylder. Og det fylder mere de seneste år end tidligere.

– Rådgiver

INVESTERINGSHORISONT: LANG EJERTID ER IKKE DET SAMME SOM LANGSIGTET ADFÆRD

Interviewene peger på, at langsigtedhed ikke følger automatisk af ejerformen, men afhænger af incitament og ejeradfærd.

INVESTERINGSHORISONT HANDLER OM ADFÆRD – IKKE KUN EJERTID

Fondseje og familieeje forbindes ofte med langsigtedhed, mens kapitalfondseje typisk forbindes med en kortere investeringshorisont. Interviewene peger imidlertid på, at billedet er mere nuanceret. En ejerform kan have lang varighed uden nødvendigvis at være langsigtet i sin ejeradfærd, ligesom en ejer med kortere tidshorisont kan bidrage strategisk, professionaliserende og værdiskabende til virksomhedens udvikling på længere sigt.

Investeringshorisonten bør derfor forstås dynamisk. Ejeradfærd kan ændre sig i løbet af ejerperioden og formes af ejerformens logik, virksomhedens her-og-nu situation (fx performance, vækstbehov eller krise) og ejerens incitament. Det afgørende er derfor ikke alene, hvor længe en ejer forventes at blive, men hvordan ejerskabet udøves undervejs.

KORTVARIGT ER IKKE NØDVENDIGVIS KORTSIGTET – OG LANGVARIGT ER IKKE NØDVENDIGVIS LANGSIGTET

På tværs af interviewene tegner der sig et billede af, at ejertid og ejeradfærd ikke altid følges ad. En ejer med kortere tidshorisont kan godt handle langsigtet, hvis ejerskabet bruges aktivt til at investere i virksomhedens udvikling. Omvendt er lang ejertid ikke i sig selv en garanti for langsigtet udvikling, hvis ejerskabet bliver passivt eller ikke tilfører virksomheden den nødvendige retning, kapital eller kompetence.

Det gælder på tværs af ejerformer. For fondseje, familieeje og andre ejerformer kan lang ejertid skabe stabilitet og kontinuitet, men den sikrer ikke i sig selv langsigtet ejeradfærd. Det afhænger af, om ejerskabet udøves engageret – og om governance, kompetencer og råderum matcher virksomhedens situation, fx ift. vækst, transformation eller krise.

Kapitalfondseje illustrerer den omvendte pointe: Kortere ejertid behøver ikke være det samme som kortsigtet ejeradfærd. Kapitalfonde beskrives i interviewene som en ejerform med tydelig investerings- og exitlogik, som kan give adgang til kapital, tempo og professionalisering, fx ved skalering, konsolidering eller forberedelse til børsnotering. Samtidig kan exitlogikken skabe tidspres og påvirke prioriteringerne over tid, især når et salg nærmer sig. Flere interviewpersoner forbinder derfor kapitalfondseje med både udviklingsmuligheder og en risiko for, at hensynet til afkast og exit kommer til at fylde for meget.

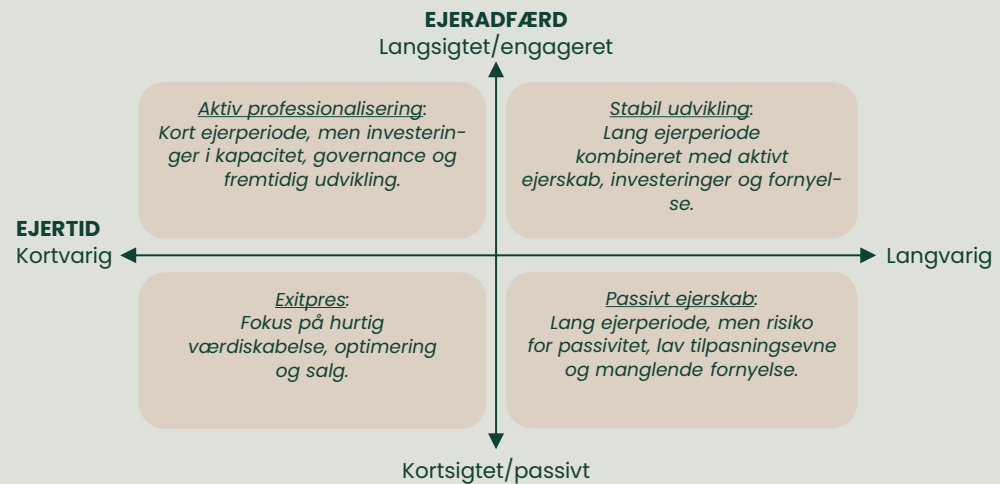
Langsigtedhed bør derfor forstås som noget, der skabes gennem governance, kompetencer, investeringer og aktiv ejeradfærd – ikke som en automatisk egenskab ved en bestemt ejerform.

DIMENSION: INVESTERINGSHORISONT



Anm.: Figuren er en visuel støtte til analysen – ikke en facitliste eller præcis rangering af ejerformer. Investeringshorisont handler ikke alene om, hvor længe ejeren bliver, men om, hvordan incitament, kompetencer og virksomhedens situation præger ejeradfærden undervejs. OBS: For spredt ejerskab, "SE", angiver placeringen den enkelte aktionærs ejerposition og ikke selve valget om en børsnotering.

MATRIX: EJERTID ER IKKE DET SAMME SOM EJERADFÆRD



” Man kommer ikke til at møde en kapitalfond, der ikke går op i det langsigtede. En kapitalfond kan jo ikke komme ind, dræne virksomheden og så sælge den, for så er den ikke noget værd. Men jo tættere, man kommer på deres exit, jo mere kortsigtet bliver handlingerne fra deres side også.

– Ejerleder

EJERSKABSINVOLVERING: ENGAGERET EJERSKAB AFHÆNGER AF KOMPETENCER OG ROLLE

Et ejerskab kan indebære forskellige grader af involvering afhængigt af ejerandel, governance, rettigheder og mandat til at påvirke virksomheden.

FONDSEJE ER IKKE ÉN TYPE INVOLVERING

Fondseje forbindes ofte med stabilitet og langsigtetthed, men interviewene viser, at fondes faktiske involvering kan variere markant. Nogle fonde beskrives som stærke og engagerede majoritets ejere med betydelig strategisk indflydelse, mens andre indgår som minoritets ejere med afgrænsede rettigheder og begrænset involvering i den daglige drift.

Det betyder, at fondseje ikke er synonymt med én bestemt grad af engageret ejerskab. Involveringen afhænger af ejerandel, governance, rettigheder, bestyrelsessammensætning og den konkrete rolle, fonden tager på sig. Ejerskabsinvolvering handler således ikke kun om ejerform, men om rolle, rettigheder og kompetencebidrag. En ejer kan derfor være relativt tilbagetrukket i stabile perioder, men træde tættere på ved strategiske skift, kriser, kapitalbehov mv.

Interviewene peger samtidig på, at involvering og engagement ikke kun handler om ejerform, men også om personafhængighed, roller og beslutningsret. Blandt de interviewede ejerledere er der blevet nævnt eksempler på generationsskifter, hvor en væsentlig del af ejerandelene er overdraget – men hvor den tidligere generation fortsat sidder med stemmemajoriteten.

DELT EJERSKAB KAN TILFØRE KOMPETENCER, MEN OGSÅ ÆNDRE DEN OPERATIONELLE DRIVKRAFT

Delt ejerskab – særligt når en fond indgår som medejer – kan ifølge interviewene tilføre vigtige ressourcer i form af kapital, sektorkompetence og langsigtede værdier. Samtidig kan det ændre, hvor den operationelle drivkraft placeres, og hvordan ansvar, kontrol og beslutningskraft fordeles.

I nogle konstruktioner indgår fonden som minoritets ejer med visse veto- og beskyttelsesrettigheder, mens en industriel eller operationel medejer i praksis driver forretningen. Her bevares den daglige drivkraft hos den engagerede medejer, men fondens indflydelse primært knytter sig til strategiske beslutninger eller strukturel forankring. I andre konstruktioner indgår fonden som langsigtet og værdimæssigt forankret medejer på linje med fx familieeje. Her opleves fonden ikke som passiv kapital, men som en aktiv sparringspartner, og ejerskabet beskrives som en styrkelse af virksomhedens retning snarere end en begrænsning.

Endelig findes konstruktioner, hvor fonden er majoritets- eller ene-ejer, og hvor ejerskabet er bredt fordelt til passive aktionærer via eksempelvis en børsnotering. Her fastholdes governance og operationel drivkraft hos fonden, mens den brede ejerkreds primært har finansiell eksponering uden reel indflydelse.

På tværs af disse varianter, der fremkommer af interviewmaterialet er den afgørende faktor ikke ejerformen i sig selv, men hvordan kontrol, ansvar og beslutningskraft er fordelt – og om fonden reelt ønsker og har mandat til at spille en aktiv rolle. Pointen er således, at ejerskabsinvolvering ikke kan aflæses direkte af ejerformen.

DIMENSION: EJERSKABSINVOLVERING



Anm.: Figuren er en visuel støtte til analysen – ikke en facitliste eller præcis rangering af ejerformer. Ejerskabsinvolvering kan ikke aflæses direkte af ejerformen. Dimensionen præsenterer en stiliseret indplacering, og viser derved typiske forskelle i involvering, men fondes faktiske rolle kan variere betydeligt afhængigt af ejerandel, mandat, governance og situation.

OVERBLIK: FORHOLD, DER FORMER EJERSKABSINVOLVERING

FAKTORER AFGØRENDE FOR EJERSKABSINVOLVERING

Ejerandel og stemmerettigheder

Bestyrelsesrepræsentation og -mandat

Aftalte veto- og beskyttelsesrettigheder

Ejers kompetencer og aktive ejerskabsambition

Graden af personlig tilknytning til virksomheden

”

Det handler om intensiteten i ejerskabet. Det er et fuldtidsjob at være en aktiv ejer. Det er ikke noget, man gør på bestyrelsesmøder en gang imellem, når bestyrelsen mødes.

– Virksomhedsejer

PROFESSIONELT EJERSKAB: INGEN EJERFORM ER BEDRE END SIN GOVERNANCE OG KOMPETENCE

Professionelt ejerskab afhænger ikke af ejerformen alene, men af governance, kompetencer, klare roller og evnen til at forny sig over tid.

EJERFORMEN GARANTERER IKKE ET GODT EJERSKAB

Interviewene peger på, at ingen ejerform i sig selv er en garanti for godt eller professionelt ejerskab. Governance er en tværgående dimension, der ikke kan afgrænses til én ejerform, men afhænger af, hvordan beslutningskraft, kompetencer, ansvar og fornyelse organiseres.

Det betyder, at både familieeje, fondseje, kapitalfondseje og spredt ejerskab kan være mere eller mindre professionelt. Flere interviews viser fx, at familieeje kan professionaliseres gennem eksterne bestyrelsesmedlemmer og daglig ledelse samt klare governanceregler. På samme måde kan fondseje institutionalisere langsigtet og værdier, men kun hvis fondens bestyrelse, formål og governance understøtter et kompetent og engageret ejerskab.

Det afgørende er derfor ikke kun, hvem der ejer, men hvordan ejerskabet udøves – og om governance skaber den nødvendige beslutningskraft, kompetence og ansvarlighed over tid.

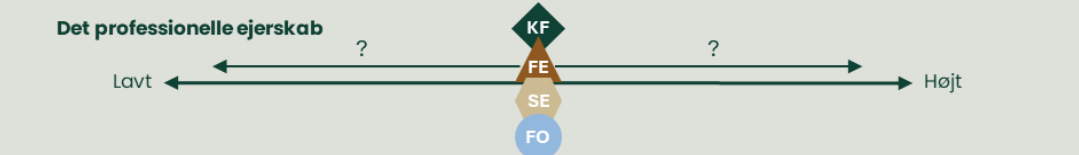
FONDSMODELLEN STILLER SÆRLIGE KRAV TIL BESTYRELSE OG SELVSUPPLERING

I interviewene fremhæves fondseje ofte som en ejerform, hvor governance får særlig betydning, fordi der ikke er en klassisk ejer med "hånden på kogepladen", hvorfor ejerskabet bæres gennem fondens formål, vedtægter, bestyrelse og ledelsesmæssige kompetencer. Hvor andre ejerformer kan have en tydelig ejerkreds, en generalforsamling eller en kapitalfond til at holde ledelsen ansvarlig, skal fondens bestyrelse i høj grad varetage denne funktion.

Flere informanter peger på, at mange fondsbestyrelser er selvsupplerende, hvilket kan give kontinuitet, men også rejser spørgsmål om fornyelse, kompetencer og uafhængighed over tid. Denne udfordring kan blive forstærket af, at der ikke er en ejer over bestyrelsen, som kan udskifte den, hvis den ikke længere løfter ejerskabet tilstrækkeligt aktivt eller kompetent. Udfordringen er dog ikke unik for fondseje, idet dominerende personer, svag fornyelse eller utilstrækkelig kompetencesammensætning ligeledes kan præge familieejede, børsnoterede og kapitalfondsejede virksomheder. I interviewene fremhæves det dog som en særlig opmærksomhed ved fondseje, netop fordi fondens bestyrelse ofte er den centrale bærer af det engagerede ejerskab.

Fondseje bør derfor hverken betragtes som en løsning på svag governance eller som en garanti for stærkt ejerskab. Fondseje som ejermodel er en reguleret konstruktion, der kan være stærk, når formål, vedtægter, bestyrelsessammensætning og ledelseskompetencer understøtter virksomhedens langsigtede udvikling. Men det kræver, at governance tænkes som en aktiv del af ejerstrukturen – ikke som noget, der følger automatisk af ejerformen.

DIMENSION: DET 'PROFESSIONELLE' EJERSKAB



Anm.: Figuren er en visuel støtte til analysen – ikke en facitliste eller præcis rangering af ejerformer. Professionelt ejerskab ikkeafhænger af ejerformen alene, men af governance, kompetencer, ansvarlig beslutningskraft og evnen til fornyelse.

STILISERET OVERBLIK: TYPISKE STYRKER OG RISICI VED EJERFORMERNE

	STYRKE	RISIKO
Fondseje (FO)	Langsigtet, formålsbåret	Ejerløst, afhænger af bestyrelses fornyelse og kompetencer
Familieeje (FE)	Forankret, værdibåret	Personafhængighed og succession, konfliktfyldt
Kapitalfond (KF)	Professionaliseret, kapitalstærk	Afkastdrevet, exitlogik
Spredt ejerskab (SE)	Formaliseret governance	Distribueret, passivt ansvar

Anm.: Overblikket er en analytisk kondensering af typisk italesatte styrker og risici i interviewene. Det skal ikke læses som en udtømmende karakteristik af ejerformerne, der i praksis kan organiseres og kombineres på mange måder. Formålet er at tydeliggøre, hvilke governance-risici, der kræver opmærksomhed – ikke at fastlåse ejerformerne i bestemte modeller.

”

Så længe jeg har mange penge i klemme, så vil jeg ikke frigive den bestemmende indflydelse. Der er sammenhæng mellem kontrol og ejerskab. Og det vil ikke være det ideelle for mig at have driftsansvaret uden at have retten til at træffe beslutningerne. Det vil jeg ikke bryde mig om.

– Ejerleder

PURPOSE: FONDSEJE INSTITUTIONALISERER FORMÅLET, MENS FAMILIEEJE PERSONIFICERER VÆRDIER

Purpose kan præge flere ejerformer, men kommer til udtryk forskelligt gennem fundats, governance, lokal forankring og konkret praksis.

FONDSEJE KAN INSTITUTIONALISERE FORMÅL, MEN PURPOSE FINDES OGSÅ I ANDRE EJERFORMER

På tværs af interviewene fremhæves fondseje som en ejerform, der kan bære et formål ud over økonomisk afkast. For erhvervsdrivende fonde kan formålet institutionaliseres i fundats og vedtægter, herunder gennem samfundsgavnligt uddelingsformål og et ønske om at fastholde virksomhedens udvikling, værdier eller forankring over tid.

Samtidig peger interviewene på, at purpose ikke alene er knyttet til fondsmodellen. Flere ejerledere fra familieejede virksomheder beskriver også stærke værdier, lokal forankring og et ønske om at bidrage til samfund eller lokalmiljø. Forskellen ligger derfor ikke alene i, om der findes et formål, men i hvordan formålet bæres, formaliseres og omsættes i praksis.

Når interviewene berører opfattelsen af kapitalfonde og spredt ejerskab, fylder purpose typisk mindre som selvstændigt ejerformål. Her beskrives purpose oftere som et middel til værdiskabelse, kapitaltiltrækning eller positionering – snarere end noget, der i sig selv bærer ejerskabet.

FAMILIEEJE PERSONIFICERER OFTE VÆRDIER – FONDSEJE FORMALISERER DEM

Interviewene peger på en central forskel mellem familieeje og fondseje i måden, værdier bæres videre på. I familieejede virksomheder knyttes værdier ofte til personer, historik, ejerfamilien og konkrete beslutninger i virksomheden. Det kan fx ske gennem sponsorater, lokale initiativer eller filantropiske aktiviteter. Det beskrives, hvordan det kan skabe en stærk identifikation og nærhed, men også hvordan det kan gøre værdierne afhængige af den enkelte ejerfamilie eller generations værdier og prioriteringer.

I fondseje kan værdierne i højere grad formaliseres – og institutionaliseres – gennem formål, governance, bestyrelse og uddelingspraksis. Flere informanter beskriver, hvordan det kan gøre formålet mere robust over tid, fordi det ikke alene afhænger af én ejerfamilie eller én generation. Omvendt kan formålet blive mere abstrakt i fondsmodellen, hvis det mister forbindelse til virksomheden, medarbejderne eller den konkrete ejeradfærd, der bliver udøvet.

Flere interviews peger derfor på, at purpose i fondseje ikke kun handler om uddelinger. Når fondens formål er tæt knyttet til virksomhedens branche, faglighed, samfundsrolle eller lokal forankring, kan det styrke virksomhedens legitimitet, medarbejderstolthed og langsigtede position. Men formålet skal omsættes i governance og ikke mindst til konkret ejeradfærd, hvis det skal fungere som en drivkraft frem for blot et formelt dokument.

DIMENSION: PURPOSE

Purpose



Anm.: Figuren er en visuel støtte til analysen – ikke en facitliste eller præcis rangering af ejerformer. Purpose handler ikke kun om tilstedeværelsen af et formål, men om hvor stærkt det præger ejerskabet, governance og virksomhedens udvikling i praksis.

”

Vi kan se, at fondskonstruktionen er med til at fastholde stifters værdier og kultur. Stifter og stifters fokus står utrolig stærkt tilbage – selv efter mange år.

– Interessent

”

I vores virksomhed kender de fleste mig og vores familie. Der er en personificering af, hvem ejeren er. Det er vores families værdier, og det bliver så billedet på virksomheden. Vores personligheder bliver en del af ejerskabet i virksomheden.

– Ejerleder

”

Min far var ved at sælge, men fortrød, da han opdagede at de mulige købere ville flytte arbejdspladserne ud af landet. Det kunne min far ikke bære. Det var dét med, at der skulle fyres medarbejdere...

– Ejerleder

ADGANG TIL EGENKAPITAL: FONDSEJE KAN SIKRE STABILITET, MEN BEGRÆNSE KAPITALADGANG

Kapitalbehov kan gøre hybride ejerstrukturer relevante, fordi de kan kombinere kapitaladgang med kontrol, governance og langsigtethed.

KAPITALBEHOV UDFORDRER DE RENE EJERFORMER

Interviewene peger på, at adgang til egenkapital kan være afgørende for, hvilken ejerstruktur der bliver relevant. Familieejede virksomheder kan have stærke værdier og kontrol, men kan være begrænset af familiens kapitalbase. Fondsejede virksomheder kan skabe stabilitet og langsigtethed, men kan være udfordrede, hvis virksomheden kræver store kapitaltilførsler, som fonden ikke kan eller vil stille til rådighed. Kapitalfonde og børsnotering kan omvendt give adgang til kapital og skalering, men bringer andre logikker ind, fx afkastkrav, markedspress og risiko for udvanding af kontrol og værdier.

På tværs af flere interviews nævnes aktieklasser som et strukturelt greb, der kan gøre det muligt at kombinere flere ejerlogikker i samme ejerstruktur. En ejer kan fx fastholde kontrol og langsigtet retning, mens en anden ejer kan tilføre kapital, kompetencer eller markedsadgang. På den måde kan fondseje, familieeje, ekstern kapital og eventuel børsnotering i nogle tilfælde kombineres, uden at alle ejere nødvendigvis har samme rettigheder, rolle eller tidshorisont. Kapitaladgang handler derfor ikke kun om finansiel kapacitet, men om hvordan ejerstrukturen balancerer kapital, kontrol, governance, værdier og langsigtethed.

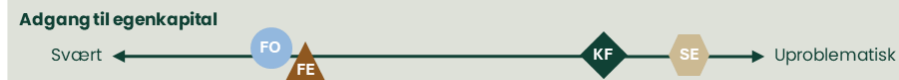
HYBRIDE EJERSTRUKTURER KAN BALANCERE KAPITAL, KONTROL OG VÆRDIER

Når kapitalbehovet vokser, bliver kombinationer af ejerformer ofte mere relevante end rene ejermodeller, der – som det kommer til udtryk på tværs af interviewene – ofte fungerer som ejerlederens udgangspunkt. På tværs af interviewene peger flere på, at hybride ejerstrukturer kan kombinere kapitaladgang med fortsat kontrol, langsigtet retning og værdimæssig forankring. Det kan fx ske gennem A-/B-aktier¹, hvor én ejer fastholder bestemmende indflydelse gennem stemmerettigheder, mens andre ejere modtager økonomisk afkast eller bidrager med fx væstkaptital, sektorkompetencer eller strategisk udvikling.

På tværs af interviewene beskrives flere mulige eksempler på sådanne kombinationer: En fond kan bevare en rolle i ejerskabet, mens ekstern kapital tilfører finansielle ressourcer og faglige kompetencer. En familieejet virksomhed kan supplere sit ejerskab med fondskapital for at håndtere et generationsskifte, og fondseje kan kombineres med børsnotering eller kapitalfond for at skabe balance mellem kapital, fleksibilitet og langsigtet kontrol.

Et centralt argument for hybride ejerstrukturer og -modeller er netop, at de kan adressere flere former for kapitalbehov samtidigt. En kapitalfond eller industriel medejer kan eksempelvis tilføre finansiell kapital og markedsadgang, mens en fond fx kan bidrage med governance-kompetencer, langsigtet forankring og professionalisering af ejerskabsstrukturen. Det kræver dog klare aftaler om kontrol, rettigheder, exit, governance og formål, så den hybride konstruktion ikke blot bliver en teknisk løsning, men understøtter virksomhedens fremtidige udvikling. Dermed bliver hybride konstruktioner ikke blot en finansiell løsning, men også en vej til mere robust og kompetent ejerskab.

DIMENSION: ADGANG TIL EGENKAPITAL



Anm.: Figuren er en visuel støtte til analysen – ikke en facitliste eller præcis rangering af ejerformer. Adgang til egenkapital handler ikke kun om kapitaltilførsel, men om hvordan ejerstrukturen kan tiltrække kapital uden at svække kontrol, governance og langsigtethed. Aktieklasser og hybride ejerstrukturer kan være måder at balancere disse hensyn på.

”

Fordelen ved fondseje er også at man kan børsnotere og stadig beholde fonden. Det kan fremme kapital og investeringer. Fordelen ved fonden er at den aktivt kan gå ind og købe aktier og agere.

– Ejerleder

”

Mange ejerledere tror, at det fx kan være en udfordring at få en kapitalfond ind i ejerkredsen sammen med en erhvervsdrivende fond. De tror, at kapitalfondene vil give væsentligt mindre for selskabet, hvis der er en fond, som har ejerskab og kontrol. Det kan opfattes som begrænsende i forhold til, hvad der kan ske med selskabet, hvis man på sigt fx vil konsolidere med andre virksomheder.

– Rådgiver

¹) A-/B-aktiestrukturer kan gøre det muligt at adskille kontrol og kapitaladgang, men kan samtidig påvirke investorers betalingsvillighed, fordi aktier uden samme stemmerettigheder typisk værdisættes lavere.

PÅ TVÆRS AF DIMENSIONERNE: FONDSEJE ER STÆRKT, MEN KRÆVER BEVIDST ANVENDELSE

Fondseje kan skabe stabilitet og forankring, men kræver stærk governance, kapitalmæssigt råderum og fleksibel anvendelse.

FONDSEJE RUMMER BÅDE STABILITET OG BINDING

De foregående sider har sammenlignet fondseje med familieeje, kapitalfondseje og spredt ejerskab på seks centrale dimensioner. Gennemgangen viser, at fondseje ikke bør forstås som en universel løsning, men som en ejerlogik og -form med særlige styrker, begrænsninger og klare forudsætninger.

SWOT-overblikket nedenfor er en analytisk kondensering af mønstre i interviewmaterialet. Den samler de styrker, svagheder, muligheder og trusler, som informanterne på tværs af interviews fremhæver i deres syn på fondseje og fondsmodellen. Overblikket afspejler således både fondsejets potentiale som stabiliserende og formålsbærende ejerform og de forhold, der kræver særlig opmærksomhed, herunder det forbehold, at mange vurderinger af fondseje fortsat bygger på begrænset kendskab til eller forenkledte forestillinger om fondseje.

SWOT-OVERBLIK: TVÆRGÅENDE INTERVIEWINDSIGTER OM FONDSEJE



FONDSEJE SKAL FORSTÅS SOM EN EJERLOGIK – IKKE KUN SOM EN EJERFORM

På tværs af de seks dimensioner fremstår fondseje som en ejerform med en stærk intern logik: Den kan institutionalisere langsigtet, fastholde værdier og skabe stabilitet omkring virksomheden på tværs af generationer. Samtidig viser delanalysen, at fondseje ikke i sig selv er en garanti for godt og engageret ejerskab, aktiv udvikling eller strategisk fornyelse.

Fondseje bør derfor hverken forstås som en standardløsning eller som en model forbeholdt særlige undtagelsestilfælde. Modellen er stærkest, når den anvendes bevidst – enten som samlet ejerstruktur eller som delelement i hybride konstruktioner, hvor en fond kan bidrage med stabilitet, værdier, langsigtet kapital eller strukturel forankring.

Den centrale pointe er, at fondseje hverken er en entydig fordel eller en barriere. Potentialet afhænger af, om formål, vedtægter, governance, kapitalmæssigt råderum og kompetencer understøtter fondens rolle. Flere informanter peger desuden på en oplevet udfordring, ved, at fondsbestyrelser ikke nødvendigvis har "hånden på kogepladen" på samme måde, som ejerledere eller ejere med betydelig egen kapital på spil. I dette perspektiv kan afstanden til den daglige forretning skabe bekymring for beslutningskraft, risikovillighed og strategisk handlekraft. Andre informanter fremhæver dog, at denne udfordring kan håndteres gennem en stærk governancestruktur og en engageret ejerrolle.

Delanalysen peger samtidig på et bredere oplysningsbehov. På tværs af interviewene fremstår fondseje som en model, der omgives af mange forestillinger, mens kendskabet til konkrete varianter, fleksibilitet og begrænsninger er ujævnt fordelt. En mere nuanceret drøftelse af fondseje forudsætter derfor mere viden om, hvornår modellen er relevant, hvilke strukturer den kan indgå i, og hvilke krav den stiller til governance, kapital og formål.



ANALYSE AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

DELANALYSE 6: RÅDGIVNINGENS ROLLE

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

INDLEDNING: RÅDGIVNINGENS ROLLE I EJERSKIFTE OG VALG AF FONDSEJE

Denne delanalyse viser, hvordan rådgivningens timing, rolle og specialisering påvirker, om fondseje bliver en reel mulighed i ejerskifteprocessen.

KONKLUSION

Denne delanalyse undersøger, hvordan rådgivning indgår i ejerlederens overvejelser om ejerskifte, ejerformer og fondseje. Analysen viser, at rådgivningens betydning ikke kun afhænger af rådgivernes kompetencer, men også af, hvornår rådgivningen bringes ind, hvilken rolle den formelle rådgiver inviteres ind i, og hvilket mulighedsrum ejerlederen allerede ser for sig.

På tværs af interviewene tegner der sig et billede af, at rådgivning kan åbne mulighedsrummet, når den kommer tidligt ind og får karakter af strategisk sparring. Når rådgivningen først aktiveres, efter at ejerlederen har lagt sig fast på en retning, får den derimod oftere en eksekverende rolle med fokus på at strukturere, optimere og gennemføre en allerede modnet beslutning. Delanalysen peger på, at spørgsmålet om fondseje ofte falder mellem to stole. Ejerlederen efterspørger sjældent modellen, hvis den opleves "fjern" og "kompleks". Samtidig bringer rådgiveren den ikke nødvendigvis op, hvis fondsmodellen ligger uden for den "bestilling" som rådgiveren møder.

Hovedkonklusionen er derfor, at rådgivningsbarrieren ikke alene handler om manglende rådgivning. Den handler også om timing, ejerledernes erfaringer med og adgang til strategisk sparring og om, hvorvidt fondseje findes i ejerlederens og rådgiverens fælles tankeunivers, før en konkret beslutning eller transaktion nærmer sig.

DATAGRUNDLAG OG METODE¹

Fremstillingen i denne delanalyse bygger på indsigter fra kvalitative interviews med ejerledere, rådgivere og interessenter², gennemført med afsæt i semistrukturerede interviewguides. Informanterne har i vidt omfang forholdt sig til de samme temaer, men fra forskellige positioner i og omkring ejerskifteprocessen.

Interviewene har haft til formål at afdække erfaringer, opfattelser og normer knyttet til rådgivning, ejerskifte og fondsmodellen. De følgende sider skal derfor læses som en analyse af tværgående perceptioner hos de interviewede personer – ikke som en faktuel kortlægning af de juridiske, skattemæssige eller regulatoriske rammevilkår for fondseje.

Citaterne er direkte udsagn fra interviewene og anvendes illustrativt af konsulenterne til at vise pointer, der går igen på tværs af materialet. Figurer, faser og kondenseringer er analytiske greb, der samler centrale mønstre, men skal ikke forstås som en 1:1-gengivelse af alle variationer og nuancer i praksis. Læs mere om datamaterialet og tilgang i metodebilaget.

Analysen er kvalificeret i dialog med en ekspertgruppe bestående af fire forskere med økonomisk og juridisk ekspertise i ejerformer, fondseje, produktivitet og økonomisk performance³.

SAMMENHÆNG TIL ØVRIGE DELANALYSER

Denne delanalyse bygger videre på delanalysen "Vejen til fondseje"⁴, hvor det fremgår, at ejerlederne ofte opfatter ejerskifte som et binært valg mellem at give ejerskabet til næste generation eller at sælge.

Den bygger også videre på delanalysen "Ejerformer som et mulighedsrum"⁴, hvor ejerformer forstås som kombinerbare byggeklodser frem for gensidigt udelukkende valg.

Her flyttes fokus til rådgivningen som adgangsvej til at udvide ejerledernes forståelse af relevante ejerformer.

Delanalysen viser, at rådgivningens betydning især afhænger af: Hvornår rådgivningen kommer ind i ejerskifteprocessen, om ejerlederen og rådgiveren har fælles sprog for fondseje og andre ejerformer og om fondseje undersøges som en reel mulighed, før retningen for ejerskiftet er lagt fast.

Delanalysen danner samtidig bro til tilbage til "De erhvervsjuridiske og skattemæssige rammevilkår"⁴, fordi rådgiveres villighed til at bringe fondseje i spil også afhænger af, om modellen opleves klar og anbefalsværdig som et af flere mulige alternativer.

DEL 1

Fondsejerskabets betydning

Kendetegn, virksomhedernes resultater og betydning for dansk økonomi.

- 1 • **Ejerstruktur og adfærd**
Udbredelse, ejerformer og adfærd
- 2 • **Hvordan klarer de sig?**
Resultater vs. andre virksomheder
- 3 • **Betydning for dansk økonomi**
Beskæftigelse og værdiskabelse

DEL 2

Vejen til fondseje

Hvordan fondseje bliver en reel mulighed for ejerledere.

- 4 • **Ejerlederens overvejelser**
Valg, dilemmaer og kriterier
- 5 • **Fondsejerskabets styrker**
Styrker frem for andre ejerformer
- 6 • **Rådgiverens rolle**
Fondseje ind i mulighedsrummet
- 7 • **Rammevilkår og veje**
Juridiske og praktiske rammer

1) Se metodebilag for delanalyse 4-7 i "Metodebilag" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

2) Vi har gennemført interviews med i alt 19 ejerledere/virksomhedsejere, 13 rådgivere og seks interessenter (sidstnævnte repræsenterer ministerier, styrelser, interesseorganisationer og brancheforeninger)

3) Ekspertgruppen har bestået af: Rasmus Feldthusen, professor, Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet; Philipp Schröder, professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet; Kasper Meisner Nielsen, professor, Institut for Finansiering, CBS; Steen Thomsen, professor, Institut for Regnskab, CBS.

4) "Vejen til fondseje", "Ejerformer som et mulighedsrum" og "De erhvervsjuridiske og skattemæssige rammevilkår" henviser til hhv. delanalyse 4, 5 og 7 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026).

RÅDGIVNINGENS ROLLE FORMES AF, HVORNÅR DEN KOMMER IND I PROCESSEN

Rådgivning kan åbne mulighedsrummet tidligt i ejerskifteprocessen – men får en mere eksekverende rolle, når retningen allerede er valgt.

TIMING HAR BETYDNING FOR, HVILKEN ROLLE RÅDGIVNINGEN FÅR

På tværs af interviewene tegner der sig et billede af, at rådgivningens rolle i ejerskifteprocessen i høj grad afhænger af, hvornår den bringes ind. Når rådgivningen kommer tidligt ind i processen, kan den bidrage til at kvalificere ejerlederens overvejelser om familie, kontrol, kapitalbehov, fremtidig rolle og mulige ejerformer, herunder fondseje.

Flere ejerledere og rådgivere beskriver imidlertid, at rådgivningen først aktiveres, når ejerlederen allerede har en klar forestilling om retningen. I sådanne tilfælde bliver rådgivningen primært knyttet til strukturering, optimering og gennemførelse af en beslutning, der i praksis allerede er modnet.

RÅDGIVNING KAN ÅBNE MULIGHEDSRUMMET – HVIS DEN KOMMER TIDLIGT NOK IND

Som beskrevet i ”Vejen til fondseje”¹ peger interviewene på, at ejerskifte for mange ejerledere opleves som en privat, følelses- og identitetsmæssig proces. Derfor ønsker mange ejerledere ofte selv at afklare familiens rolle, egne ønsker og de overordnede hensyn, før rådgivere inddrages.

Samtidig afspejler interviewmaterialet, at mange ejerledere ikke nødvendigvis har kendskab til, hvilke spørgsmål de med fordel bør stille tidligt i en ejerskifteproces. De kender ofte til de mest velkendte veje, fx generationsskifte eller salg, men kan mangle sprog og begreber for mellemformer og hybridmodeller, herunder fondseje som delelement i en bredere ejerkonstruktion².

Når rådgivningen kommer ind i den beslutningsforberedende fase (se fase 1 i figuren til højre), kan den ifølge flere informanter bidrage til at åbne mulighedsrummet og kvalificere ejerlederens overvejelser om fx familie, kontrol og fremtidig ejerstruktur. I denne fase kan rådgiveren således fungere som strategisk sparringspartner, der hjælper med at oversætte ejerlederens hensyn til mulige ejerformer, herunder relevansen af evt. fondseje.

Når rådgivningen derimod først kommer ind i den beslutningseksekverende fase (se fase 2 i figuren til højre), er det informanternes oplevelse, at rådgiveren ofte bliver mødt med en konkret ”bestilling”, fx hjælp til at gennemføre et generationsskifte, et salg eller etablere en holdingstruktur. På det tidspunkt oplever flere rådgivere, at det kan være vanskeligt at genåbne grundlæggende spørgsmål om ejerskiftet og -modellen, uden at det opleves som at starte processen forfra.

Pointen på tværs af interviewene er derfor ikke, at rådgivningen udestår eller mangler relevante kompetencer, men at den ofte får en eksekverende rolle, fordi den kommer sent ind. Dermed bliver timing afgørende for, om fondseje undersøges som et reelt alternativ, eller slet ikke bringes op som en mulighed. Det skal dog bemærkes, at tidlig aktivering af rådgivningen ikke i sig selv er en garanti for, at fondseje kommer på bordet, da modellens relativt begrænsede brug de seneste 25 år kan fungere som en barriere i sig selv.

TO FASER I PROCESSEN, HVOR RÅDGIVNINGEN BIDRAGER FORSKELLIGT

1	DEN BESLUTNINGSFORBEREDENDE FASE
Spørgsmål:	Hvad skal der ske? → Familie, kontrol, kapital, fremtidig rolle, ejerform, fondseje/hybridmodeller
Rådgiverens mulige rolle:	Åbne mulighedsrum, modne valg samt kvalificere hensyn
Observeret mønster:	Rådgivere aktiveres ofte først senere
2	DEN BESLUTNINGSEKSEKVERENDE FASE
Spørgsmål:	Hvordan skal det ske? → Skat, jura, ejerstruktur og -aftaler, godkendelser og fundats
Rådgiverens mulige rolle:	Strukturere, optimere og gennemføre
Observeret mønster:	Retningen er ofte allerede modnet og besluttet her. Rådgiver bliver bestilt til at eksekvere.

Anm.: Faserne kan overlappe i praksis, men illustrerer en central tværgående pointe fra interviewene: Rådgivning kan åbne mulighedsrummet, når den kommer tidligt ind, men bliver ofte mere eksekverende, når retningen allerede er valgt.

”**Jeg skal levere det, klienterne bestiller. Hvis de kommer med noget helt bestemt, så kan jeg godt være taxachauffør, der kører fra A til B. Som rådgivere skal vi levere det optimale indenfor de rammer, vi arbejder inden for.**

–Rådgiver

1) ”Vejen til fondseje” henviser til delanalyse 5 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.
2) Læs mere om hybridmodeller og fondseje som delelement i bredere ejerkonstruktioner i delanalyse 5, ”Ejerformer som mulighedsrum”, i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026).

ADGANGEN TIL STRATEGISK RÅDGIVNING ER ULIGE FORDELT

Nogle ejerledere har adgang til løbende strategisk sparring, mens andre primært møder rådgivning ved tekniske eller transaktionsnære behov.

STRATEGISK RÅDGIVNING ER IKKE LIGELIGT TILGÆNGELIG

Med afsæt i interviewindsigterne tegner der sig et billede af, at niveauet og karakteren af rådgivning varierer markant på tværs af ejerledere. Ejerledere for store virksomheder – og som ofte også repræsenterer formuende familier – har oftere adgang til løbende strategisk sparring, hvor ejerskabsspørgsmål, herunder fondseje, kan indgå som en naturlig del af den samlede drøftelse.

I modsætning hertil beskrives rådgivningen for ejerledere i mindre virksomheder oftere som situationsbestemt og teknisk orienteret: knyttet til konkrete behov som skat, jura, arv eller transaktion. Det betyder ikke, at rådgiverne mangler kompetencer, men at de primært inviteres ind i en rolle, der ikke lægger op til at åbne den bredere strategiske samtale.

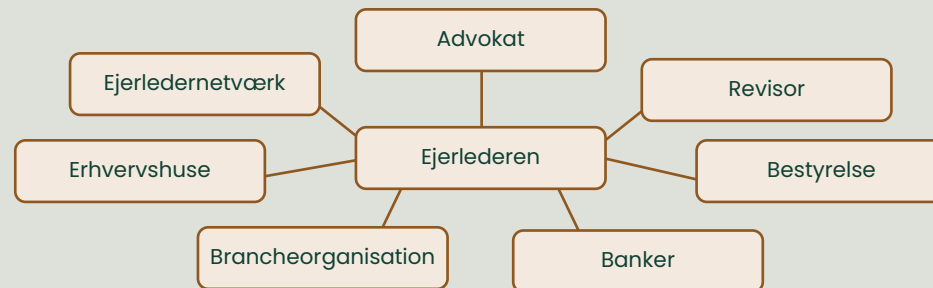
RÅDGIVNINGSEKOSYSTEMER ER TYPISK BYGGET OP OM DRIFT – IKKE EJERSKABSSTRATEGI

På tværs af interviewene fremhæves fondseje som en kompleks ejermodel, som typisk kræver rådgivning på flere niveauer samtidig: skat, fondsret, governance, formål, familiehensyn mv. I forlængelse heraf peger flere informanter på, at fondsmodellen sjældent bringes naturligt i spil i ejerskifteforløb hos mindre og mellemstore virksomheder, hvor rådgivningsrelationen typisk er mere smal, situationsbestemt og knyttet til konkrete drifts- eller transaktionsbehov.

Uligheden i strategisk rådgivning handler dog ikke kun om virksomhedsstørrelse. På tværs af interviewene bliver det tydeligt, at uligheden også handler om, hvilket rådgivnings- og vidensøkosystem ejerlederen indgår i, og om rådgiveren inviteres ind som strategisk sparringspartner eller som teknisk eksekveringspartner (jf. de to rådgivningsfaser præsenteret på s. 3). Interviewene viser, hvordan mange økosystemer er sammensat ud fra virksomhedens løbende driftsbehov snarere end ud fra ejerskabsstrategi. Derfor er det ikke givet, at nogen aktør har et naturligt mandat til at løfte den strategiske ejerafklaring.

Figuren til højre illustrerer netop ejerlederens økosystem og viser, hvordan ejerlederen ikke kun omgives af formelle rådgivere, men også af et bredere økosystem af forskellige typer af relationer som fx bestyrelser, netværk, banker, brancheorganisationer og andre relationer. Interviewene peger i stort omfang på, at det ofte er i disse mere uformelle fora, ejerlederne møder konkrete cases og fortællinger om andre ejermodeller, herunder fondseje. Derfor er det væsentligt at have øje for det samlede økosystem: Ikke som en erstatning for specialiseret rådgivning, men som en måde at modne ejerlederens forståelse af mulighedsrummet, før en konkret ejerskiftebeslutning nærmer sig.

DET BREDERE ØKOSYSTEM OMKRING EJERLEDEREN



Anm.: For mange ejerledere sker rådgivning ikke kun gennem formaliserede relationer med advokat og revisor, men også gennem et bredere og mere uformelt økosystem af netværk, erhvervshuse, bestyrelser, banker og brancheorganisationer. For virksomheder, der ikke har en størrelse, hvor der er ressourcer til løbende formel rådgivning, kan dette økosystem være afgørende for, at ejerlederen møder nye perspektiver, før en konkret transaktion nærmer sig.

”

Jeg har ikke som sådan en fast rådgiver. Jeg bruger vores bestyrelsesformand som sparringspartner. Vi har eksterne bestyrelsesmedlemmer, og dem læner jeg mig generelt meget op ad.

–Ejerleder

”

Jeg har søgt sparring på mange fronter. Først og fremmest i et netværk med andre virksomhedsejere, hvor jeg har været med i mange år. Der har jeg drøftet de her forhold med andre ejere, der står med de samme overvejelser. Og så har jeg brugt vores revisor, vores advokat og til dels også vores bank. Jeg synes, jeg har været ret åben omkring mine tanker om ejerskifte, og på den måde har jeg fået mange nuancer på det.

–Ejerleder

FONDSEJE KOMMER KUN I SPIL, HVIS BÅDE EJERLEDER OG RÅDGIVER KAN SE MODELLEN

Fondseje kræver både efterspørgsel hos ejerlederen og specialiseret viden hos rådgiveren for at blive en reel mulighed.

DEN DOBBELTE BARRIERE: EJERLEDER OG RÅDGIVER SER SJÆLDENT MODELLEN PÅ SAMME TID

På tværs af interviewene beskrives fondseje ofte som en ejermodel, der ikke bliver undersøgt tidligt i ejerskifteprocessen. Det skyldes ikke nødvendigvis, at modellen vurderes irrelevant, men at den sjældent bringes i spil af hverken ejerleder eller rådgiver på det tidspunkt, hvor muligheds-rummet stadig er åbent.

Med afsæt i interviewene handler det på ejerlederens side om, at fondseje ofte opleves som fjernt, komplekst og irreversibelt. Derfor er modellen sjældent en del af ejerlederens naturlige forestilling om, hvad der kan ske med virksomheden. På rådgiverens side handler det om, at fondseje forudsætter specialiseret viden, tryghed i ejermodellen og kendskab til modellens varianter. Interviewene viser, at hvis ejerlederen allerede har signaleret en retning, kan fondseje være svært for rådgiverne at bringe op, uden at det opleves som en afsporing af processen. Resultatet er, at begge parter kan komme til at lukke for modellen, før den reelt er blevet undersøgt.

FRA SEN PLAN B TIL REEL MULIGHED

Interviewene peger på et mønster: Fondseje bliver ofte først relevant, når de mest kendte veje, fx generationsskifte eller salg, viser sig vanskelige eller mindre attraktive. På det tidspunkt kan mulighedsrummet allerede være indsnævret, og fondseje kan komme til at fremstå som et kompromis snarere end et aktivt ejerstrategisk valg.

Hvis fondseje i højere grad skal være en model, der vælges, er det ifølge rådgiverne en central opgave at flytte overvejelser om fondseje frem i processen – ikke som en standardanbefaling, men som en mulighed, der kan undersøges på linje med andre ejerformer, mens spørgsmålet om retning stadig er åbent. Det kræver, at rådgiveren kan forklare modellens fordele, begrænsninger og varianter og koble dem til ejerlederens konkrete hensyn til familie, kontrol, kapital, værdier og virksomhedens fremtid. Interviewene peger samtidig på, at en god proces for ejerskifte, er at tale om ønsker og hensyn før man taler om tekniske detaljer, som skat og jura, jf. "Vejen til fondseje".

For ejerledere, der ikke har tæt strategisk rådgivning gennem hele ejerskabet, bliver tidlig bevidsthed om fondseje derfor særligt vigtig, så modellen allerede er en del af deres tankeunivers, inden rådgivningen aktiveres. Her handler det i høj grad om oplysning om fondseje og eventuelle hybride modeller jf. "Ejerformer som mulighedsrum"². At åbne mulighedsrummet kræver derfor ikke én løsning, men to samtidige bevægelser: Rådgivningen skal kunne bringe fondseje frem tidligere og med større faglig rækkevidde, mens ejerlederen skal møde viden om og have en tidligere bevidsthed om, at fondseje og hybride ejerformer kan være relevante muligheder, før en konkret beslutning eller transaktion nærmer sig.

FONDSEJE SOM EN REEL MULIGHED KRÆVER TO NØGLER TIL SAMME DØR



EJERLEDERENS BEVIDSTHED

- Kan se modellens relevans
- Kender flere varianter inden for fondsmodellen
- Har sprog for mulighederne
- Er åben for at undersøge modellen



RÅDGIVERENS SPECIALISERING

- Kender relevante rammevilkår
- Forstår fundats og formål
- Kan rådgive om modellens varianter, herunder hybrider
- Har tryghed i at bringe modellen i spil



FONDSEJE SOM REEL MULIGHED

Anm: Når fondsmodellen både er til stede i ejerlederens bevidsthed, og rådgiveren har tilstrækkelig viden og tryghed til at rådgive om den, kan fondseje undersøges som en aktiv mulighed – ikke kun som sen plan B.

”

Rådgiverne har været med på sidelinjen. Om vi har fået den rette rådgivning, kan jeg sætte spørgsmålstegn ved... Jeg tror, vi kunne have fået en mere proaktiv rådgivning. Nu kender jeg til den model, vi valgte – og vi er måske også blevet præsenteret for andre modeller i processen. Men man har jo ikke en jordisk chance for at vide alt det tekniske om alle alternativerne. Derfor endte det mest med at handle om, at vi skulle gennemføre ejerskiftet bedst og billigst.

–Ejerleder om gennemført ejerskifteproces

1) "Vejen til fondseje" henviser til delanalyse 4 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.

2) "Ejerformer som mulighedsrum" henviser til delanalyse 5 i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026).

An aerial photograph of a modern, curved bridge spanning a body of water. Several boats are visible in the water, and buildings are visible on the shore. The text is overlaid on the image.

ANALYSE AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

DELANALYSE 7: DE ERHVERVSJURIDISKE OG SKATTEMÆSSIGE
RAMMEVILKÅR

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

INDLEDNING: DE JURIDISKE OG SKATTEMÆSSIGE RAMMEVILKÅR

De skattemæssige rammevilkår fylder betydeligt mere i billedet end de erhvervsjuridiske ditto, både hos rådgivere og ejerledere.

FOKUS

Denne delanalyse omhandler de erhvervsjuridiske og skattemæssige rammevilkår for erhvervsdrivende fonde, som er afgørende for ejerlederes beslutninger om at overdrage en virksomhed til fondseje eller ej. Hovedkonklusionen fra delanalysen er, at de erhvervsjuridiske rammevilkår generelt vurderes som rimelige, mens de skattemæssige rammevilkår generelt vurderes som komplekse og krævende, men ikke nødvendigvis urimelige.

En del af vurderingen af de skattemæssige rammevilkår bærer dog præg af, at der hos nogle af informanterne kan spores en opfattelse af, at der bør være en større skattemæssig gulerod for at afgive kontrollen og ejerskabet til en fond. Det har efter konsulenternes vurdering mere med den erhvervspsykologiske proces omkring ejerskifte at gøre end det har med en rationel vurdering af de skattemæssige rammevilkår for erhvervsdrivende fonde at gøre.

Det er ikke gået ubemærket hen hos hverken ejerledere eller rådgivere, at det nu i praksis er umuligt at tilgodese familieformål, hvis en ny fond skal etableres på en skattemæssigt set optimal måde, hvilket også har betydning for nogle af de ejerledere som går eller har gået med tanker om at oprette en erhvervsdrivende fond.

KONKLUSION

DATAGRUNDLAG OG METODE¹⁾

Fremstillingen bygger på kvalitative interviews²⁾ med ejerledere/virksomhedsejere, rådgivere og interessenter, der er gennemført med afsæt i semistrukturerede interviewguides. Interviewene har haft til formål at afdække, hvilke motiver, værdier, erfaringer, forestillinger og rådgivningsprocesser, der præger ejerlederes overvejelser om generationsskifte, ejerformer og fondseje. Derudover bygger delanalysen på en gennemgang af relevante lovgivninger, bekendtgørelser og betænkninger.

De følgende sider skal derfor læses som en analyse af tværgående opfattelser og mønstre i interview-materialet – ikke som en faktuel eller juridisk udtømmende beskrivelse af, hvad de enkelte ejerformer er. Det er særligt vigtigt i relation til fondsejemodellen, hvor interviewene viser, at kendskab, forestillinger og rammevilkår ikke altid er fuldt belyst.

Citaterne er direkte udsagn fra interviewene og anvendes illustrativt af konsulenterne til at vise pointer, der går igen på tværs af materialet. Figurer og kondenseringer er analytiske greb, der samler centrale mønstre, men skal ikke forstås som en 1:1-gengivelse af alle variationer og nuancer i praksis.

Analysen er kvalificeret i dialog med en ekspertgruppe bestående af fire forskere med økonomisk og juridisk ekspertise i ejerformer, fondseje, produktivitet og økonomisk performance³⁾.

SAMMENHÆNG TIL ØVRIGE DELANALYSER

Denne delanalyse fokuserer på kort at beskrive de væsentligste juridiske og skattemæssige rammevilkår samt på at redegøre for, hvilken betydning disse vilkår tillægges i forbindelse med valg af ejerform og -struktur.

Gennemgangen giver grundlag for en vurdering af, i hvilket omfang de juridiske og skattemæssige rammevilkår udgør en barriere for eller et incitament til at vælge fondsejerskabet til.

Gennemgangen i denne delanalyse fokuserer således snævert på de juridiske og skattemæssige rammevilkår.

Den kan dog også med fordel læses som en kilde til en baggrundsforståelse for nogle af de synspunkter og temaer, som indgår i den bredere analyse af synspunkter på fondsejerskabet, som er indeholdt i delanalyserne 4-6.

DEL 1

Fondsejerskabets betydning

Kendetegn, virksomhedernes resultater og betydning for dansk økonomi.

- 1 • **Ejerstruktur og adfærd**
Udbredelse, ejerformer og adfærd
- 2 • **Hvordan klarer de sig?**
Resultater vs. andre virksomheder
- 3 • **Betydning for dansk økonomi**
Beskæftigelse og værdiskabelse

DEL 2

Vejen til fondseje

Hvordan fondseje bliver en reel mulighed for ejerledere.

- 4 • **Ejerlederens overvejelser**
Valg, dilemmaer og kriterier
- 5 • **Fondsejerskabets styrker**
Styrker frem for andre ejerformer
- 6 • **Rådgiverens rolle**
Fondseje ind i mulighedsrummet
- 7 • **Rammevilkår og veje**
Juridiske og praktiske rammer

1) Se metodebilag for delanalyse 4-7 i "Metodebilag" i den samlede analyse af fondsejede virksomheders betydning og potentiale (2026) udarbejdet af Bridge Consulting og HBS Economics på vegne af Lundbeckfonden og Carlsbergfondet.
2) Vi har gennemført interviews med i alt 19 ejerledere/virksomhedsejere, 13 rådgivere og seks interessenter (sidstnævnte repræsenterer ministerier, styrelser, interesseorganisationer og brancheforeninger).
3) Ekspertgruppen har bestået af: Rasmus Feldthusen, professor, Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet; Philipp Schröder, professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet; Kasper Meisner Nielsen, professor, Institut for Finansiering, CBS; Steen Thomsen, professor, Institut for Regnskab, CBS.

HOVEDTRÆK AF DE ERHVERVSJURIDISKE RAMMEVILKÅR FOR ERHVERVSDRIVENDE FONDE

De erhvervsjuridiske rammer for fondseje i Danmark vurderes grundlæggende som robuste og relativt velfungerende

DE ERHVERVSJURIDISKE RAMMEVILKÅR¹

RETSGRUNDLAG OG DEFINITION

En erhvervsdrivende fond er en juridisk enhed med en formue, der er uigenkaldeligt udskilt fra stifteren til vedtægtsbestemte formål. Der er ingen ejere, og formuen kan ikke føres tilbage.

En fond anses for erhvervsdrivende, hvis den driver eller har bestemmende indflydelse over en virksomhed. Afgørende er den faktiske kontrol, hvor et mindretal af stemmerne kan være nok til at have kontrol, hvis de øvrige stemmeandele er spredt.

TILSYN OG FONDSMYNDIGHED

Erhvervsstyrelsen er fondsmyndighed og registreringsmyndighed. En række dispositioner – fx vedtægtsændringer, ekstraordinære dispositioner og opløsning – kræver fondsmyndighedens samtykke.

Fonde aflægger årsrapport efter årsregnskabsloven og er underlagt revisions- og bogføringspligt.

STIFTELSE OG REGISTRERING

Fonde stiftes ved et stiftelsesdokument og registreres i Erhvervsstyrelsen.

Grundkapitalen skal være fuldt indbetalt, og bestyrelse og revisor være udpeget, før registrering kan ske. Fonden skal have en grundkapital på mindst 300.000 kr.

FORMÅL OG UDELINGER

En erhvervsdrivende fond kan forfølge stort set ethvert lovligt formål, så længe det er fastlagt i vedtægten. Udelinger kan kun ske af frie reserver og i overensstemmelse med fondens formål, som kan være erhvervsmæssigt, almennyttigt eller almenvelgørende, familiemæssigt m.v.

LEDELSE OG UAFHÆNGIGHED

Fonden ledes af en bestyrelse på mindst tre medlemmer, der skal varetage fondens formål. Stifteren og dennes nærtstående kan ikke uden fondsmyndighedens samtykke udgøre bestyrelsens flertal.

Bestyrelsen udpeges typisk enten gennem selvsupplering, udpegning via tredje-mand, stillingsbestemt medlemskab eller en kombination af de ovenstående. Reglerne herfor skal fremgå af vedtægten/fundatsen.

INFORMANTERNES SYNSPUNKTER PÅ DE ERHVERVSJURIDISKE RAMMEVILKÅR

De fondsretlige rammer opleves grundlæggende som solide, men komplekse. Flere rådgivere og myndighedsnære informanter peger på, at Danmark har relativt velfungerende regler for erhvervsdrivende fonde, og at reguleringen i international sammenhæng opfattes som stærk. Udfordringen beskrives sjældent som selve erhvervsfondsloven, men snarere som kompleksiteten i samspillet mellem fondsret, skat, fundats, governance og tilsyn.

Flere rådgivere vurderer, at Erhvervsstyrelsen generelt er tilgængelig og pragmatisk. Tilsyn og regnskabsregler beskrives af nogle som håndterbare, hvis rådgiverne har den rette specialiserede viden. Problemet opstår, når mindre erfarne rådgivere eller ejere undervurderer kravene.

Fondseje kan skabe et langsigtet og uafhængigt ejerskab, men den erhvervsjuridiske konsekvens er, at stifter afgiver ejerskab fuldstændigt og kontrol helt eller delvist. Det opleves som en afgørende psykologisk og juridisk barriere. Flere beskriver fonden som en envejsgade: Når virksomheden først er lagt ind i en fond, kan beslutningen ikke rulles tilbage.

Materialet peger på, at fondseje kræver en vis størrelse, driftsøkonomi og organisatorisk kapacitet. En fond skal kunne bære bestyrelsesarbejde, administration, compliance, rådgiveromkostninger og professionel governance. Derfor fremstår fondseje mindre relevant for mindre ejerledede virksomheder, medmindre der er betydelige værdier eller en særlig strategisk begrundelse.

”

Vi kan gøre nok så meget på erhvervsfondsloven, men hvis skattelovgivningen ikke følger med, så hjælper det ikke. Det er skatten, der gatekeeper og er afgørende for, om de kan få det til at fungere.

— Rådgiver

”

Man skal forstå, at fonden er sin egen, og at det er den, der overtager kontrol. Vi plejer at bruge det billede, at fonden er et skib, man sender afsted, og man selv bliver stående på bredden.

— Rådgiver

1) Lov om erhvervsdrivende fonde (senest LBK nr. 321 af 20. marts 2025) udgør retsgrundlaget

FUNDATSEN SOM RAMME FOR EJERSKAB OG UDDELINGER

Fundatsen bliver et centralt balancepunkt mellem kontinuitet og tilpasningsevne – og samtidig det sted, hvor stifters kontroltab bliver mest konkret

HOVEDTRÆK AF DE ERHVERVSDRIVENDE FONDES FUNDATSER

Fundatsen fastlægger fondens formål, som kan være erhvervsmæssigt, almennyttigt, familiemæssigt eller en kombination heraf. Det er ikke et juridisk krav, at en fond har et erhvervsformål for at blive betragtet som erhvervsdrivende, men det vil ofte være tilfældet.

Bestyrelsen må ikke handle i strid med fundatsen. Det er Erhvervsstyrelsen, som fører legalitetstilsyn, mens Skattestyrelsen fører tilsyn med, om de foretagne uddelinger opfylder kravene for at være almennyttige eller almenvelgørende og dermed fradragsberettigede, jf. senere. Fundatsen har en særlig betydning, fordi den ikke – som vedtægter i andre virksomheder – kan ændres af en generalforsamling. Eventuelle ændringer af fondenes formål er derfor normalt sjældne og kan kun ske med samtykke fra Civilstyrelsen og med Erhvervsstyrelsens godkendelse.

INFORMATERNES SYNSPUNKTER PÅ DE ERHVERVSDRIVENDE FONDES FUNDATSER

Informanterne beskriver fundatsen som det dokument, der omsætter stifters intentioner til en varig juridisk og strategisk ramme. Flere rådgivere peger på, at fondens succes i praksis afhænger af samspillet mellem en klar fundats og en kompetent bestyrelse.

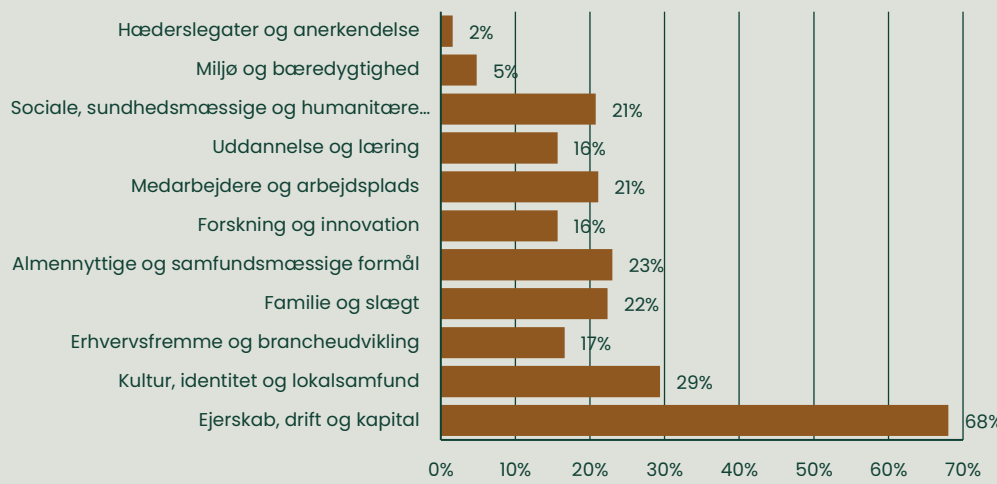
Arbejdet med fundatsen bliver ofte det punkt i processen, hvor ejerlederen for alvor forstår, hvad det betyder at stifte en fond. Fonden bliver sin egen, og stifter kan ikke længere disponere frit over virksomheden. Det opleves som en væsentlig mental barriere, især for ejerledere, der er vant til at bestemme selv.

Informanterne advarer mod for snævre fundatser. En fundats skal sikre stifters værdier og virksomhedens langsigtede formål, men må ikke blive så rigid, at den blokerer for kapitaltilførsel, ændret ejerstruktur, konsolidering eller strategiske tilpasninger. Erfaringen fra nogle fondskontrollerede virksomheder er, at en fundats med fokus på kontrol eller stemmemajoritet kan give større handlefrihed end krav om fuldt ejerskab.

Nogle ejerledere og rådgivere peger på, at stifter bør være meget tydelig om sine intentioner. Hvis fundatsen efterlader for stort et fortolkningsrum, kan det flytte uafklarede konflikter videre til fremtidige bestyrelser. Flere advarer derfor mod at bruge fundatsen til at "parkere" vanskelige hensyn, som stifter ikke selv har fået afklaret.

Flere informanter nuancerer forestillingen om, at fundatser aldrig kan ændres. Myndighederne opleves i nogle tilfælde som pragmatiske, hvis ændringer er nødvendige for virksomhedens overlevelse eller udvikling. Men det er ikke noget, stifter bør basere konstruktionen på. Fundatsen skal derfor udformes rigtigt fra begyndelsen.

HYPPIGHED AF FORSKELLIGE FORMÅL BLANDT DE ERHVERVSDRIVENDE FONDE, PCT.



En simpel gennemgang af de erhvervsdrivende fondes fundatser viser, at erhvervsformålet er tydeligt i næsten 70 pct. af fundatserne, mens der er en vis variation i de øvrige formål – hovedsageligt uddelingsformål.

” **Fonde handler om to ting ud over penge: fundats og bestyrelse. Hvis en af de to ting, særligt bestyrelsen, ikke fungerer, så ender fonden i hegnet.**
— Rådgiver

” **Jeg vil advare imod at bruge en fond til at parkere de hensyn, man ikke selv kan overskue at løse.**
— Ejerleder

HOVEDTRÆK AF REGLERNE FOR BESKATNING VED AFSTÅELSE AF ERHVERVSVIRKSOMHED

Beskatningen er bestemt af reglerne for avancebeskatning for afhænderen, af boafgifter og af gaveafgifter for modtageren af virksomheden

AVANCEBESKATNING VED AFSTÅELSE AF VIRKSOMHED

En afståelse af en erhvervsvirksomhed udløser beskatning af avancen hos den afstående part. Det gælder, uanset om overdragelsen sker til markedsværdi eller som gave.

Avancebeskatningen vil være op til 42 pct. ved overdragelse af en virksomhed drevet i selskabsform og op til ca. 60 pct. ved overdragelse af en personligt ejet virksomhed, idet avancen her beskattes som personlig indkomst hos afstående part.

Denne beskatning forfalder ved afståelsen, medmindre afståelsen sker til børn eller til en erhvervsdrivende fond, og nogle nærmere specificerede betingelser i forbindelse hermed er opfyldt, jf. nedenstående.

AFSTÅELSE TIL BØRN (GENERATIONSSKIFTE)

Når virksomheden overdrages til børn, og der er tale om en erhvervsmæssig virksomhed, kan overdragelsen ske med skattemæssig succession, hvilket betyder, at næste generation indtræder i forrige generations skattemæssige stilling.

Avancebeskatningen udløses således ikke, men den latente avancebeskatning videreføres til næste generation.

Fordelen herved er, at virksomhedens kapitalgrundlag og likviditet forbliver intakt, da der ikke vil være brug for at trække ressourcer ud af virksomheden for at finansiere skattebetalingen.

Overdrages virksomheden til en pris, som er lavere end handelsprisen (korrigeret for virkningen af den latente skat sfa. succession), udløses boafgift (overdragelse ved død) eller gaveafgift (overdragelse i levende live).

Afgiften betales af den modtagende part, hvilket også kan belaste virksomhedens kapitalgrundlag, i det omfang afgiften finansieres af udloddede midler fra virksomheden.

Afgiften ved overdragelse til børn udgør som udgangspunkt 15 pct. men kan nedsættes til 10 pct. ved såkaldt kvalificeret overtagelse af erhvervsvirksomhed.

Kravene for at få den lavere sats vedrører blandt andet, at betingelserne for skattemæssig succession, jf. ovenfor, er opfyldt, samt at modtageren (børnene) indgår i en for virksomheden relevant personkreds.

AFSTÅELSE TIL ERHVERVSDRIVENDE FOND

Hvis overdragelsen sker til en erhvervsdrivende fond uden modydelse, kan avanceskatten afløses af en *stifterskat*, som udgør 22 pct. af den beregnede aktieavance, og som fonden hæfter for.

Denne latente skat kan fonden afdrage gennem uddelinger til almenvelgørende formål, men virksomhedens likviditet og finansieringsgrundlag belastes således ikke umiddelbart ved overdragelsen.

Det er her et krav, at fonden har til formål at eje og drive den virksomhed, som direkte eller indirekte ejes af det selskab, hvis aktier overdrages. Fondens kan have almennyttige formål ved siden af, men det er ikke et krav.

Alternativt kan den såkaldte "*holdingmodel*", hvor en erhvervsvirksomhed ejes via et holdingselskab, tages i anvendelse. Denne model giver skattefrihed i alle led, og forebygger således både på kort og lang sigt udfordringer med den skatterelaterede likviditetsbelastning af virksomheden på overtagelsestidspunktet.

Her stiftes fonden af holdingselskabet ved en gaveoverdragelse af aktier eller anparter i datterselskabet (erhvervsvirksomheden). Overdragelsen udløser ingen avancebeskatning af holdingselskabet, hvis der er tale om datterselskabsaktier i aktieavancebeskatningslovens forstand. Baggrunden for dette er, at afståelse – også ved gave – af datterselskabsaktier – kan ske skattefrit. Efter overdragelsen vil fonden eje aktierne i erhvervsvirksomheden.

Betingelserne for at anvende holdingmodellen er:

- Gaven fra holdingselskabet skal tilfalde fondens grundkapital, idet fonden da er skattefri af gaven.
- Fondens må ikke være en familiefond, dvs. have et familieformål.
- Fondens skal have et almenvelgørende formål.
- Ejerskab og videreførelse af erhvervsvirksomheden i datterselskabet må gerne også indsættes som et formål, og må også gerne være fondens primære formål.
- Overdragelsen til fonden skal forhåndsgodkendes ved en ansøgning til Skatterådet.

HOVEDTRÆK AF INFORMANTERNES SYNSPUNKTER PÅ BESKATNING VED AFSTÅELSE AF VIRKSOMHED

Afståelse til børn kan ske inden for kendte successionsrammer, mens fondsstiftelse opleves som kompleks, usikker og afhængig af Skattestyrelsen

INFORMANTERNES SYNSPUNKTER PÅ BESKATNING VED AFSTÅELSE

Informanterne peger gennemgående på, at valget af ejerskiftemodel i høj grad formes af de skattemæssige konsekvenser. Det gælder især, fordi skatten ved et generationsskifte eller en fondsstiftelse ofte skal finansieres af virksomhedens egne midler. Hvis der udløses betydelig avancebeskatning, kan det skabe et likviditetstræk, som svækker virksomhedens udviklingsmuligheder. Flere ejerledere og rådgivere understreger, at spørgsmålet derfor ikke kun handler om privat skatteoptimering, men også om virksomhedens kapitalgrundlag og evne til at investere videre.

Når virksomheden kan overdrages til børn eller næste generation med skattemæssig succession, fremstår det som en stærk og naturlig løsning. Flere ejerledere beskriver, at generationsskiftet internt i familien først og fremmest blev tilrettelagt ud fra, hvad der var skattemæssigt billigst og mest hensigtsmæssigt. I de tilfælde, hvor børnene både kan og vil overtage, kommer fondseje sjældnere i spil.

Fondseje træder i interviewene typisk frem som en mulighed, når der ikke er oplagte arvinger, når næste generation ikke ønsker virksomheden, eller når ejeren ikke ønsker at pålægge børnene ansvaret. Men selv i disse situationer bliver skatteforholdene afgørende. Flere informanter beskriver, at fondsløsningen kan være værdimæssigt attraktiv, men at den vælges fra, hvis den skattemæssigt bliver for dyr, usikker eller kompleks.

Flere rådgivere nævner holdingmodellen som den mest anvendelige vej i dag, hvor en ejer via holdingselskab kan overdrage hele eller dele af virksomheden til en fond. Men modellen kræver forudgående tilladelse fra Skatterådet, og netop denne proces beskrives som tung, uigennemsigtig og usikker. Det betyder, at nogle ejere ikke tør gå videre, selv om modellen i princippet kan lade sig gøre.

Usikkerhed om Skatterådets og Skattestyrelsens praksis er en selvstændig barriere. Flere informanter oplever, at usikkerhed om den skattemæssige behandling – især om almennyttighed, holdingmodel, boafgift og godkendelsespraksis – får ejerledere til at holde igen. Det er ikke nødvendigvis de formelle regler alene, men oplevelsen af uforudsigelighed, der hæmmer fondsstiftelser. Rådgivere fremhæver, at det kræver meget præcis formulering og specialiseret erfaring at komme godt igennem processen.

Flere informanter fremhæver, at der i dag er meget begrænsede muligheder for at kombinere fondsstiftelse med et ønske om fortsat økonomisk begunstigelse af familien, og at det i givet fald udelukker holdingmodellen, som er den skattemæssigt mest relevante model. En fond kan godt have stor betydning for virksomheden og samfundet, men hvis familien skal have særlige økonomiske rettigheder, bliver de skattemæssige konsekvenser markant dårligere. Det gør kombinationsmodeller mellem familie og fond interessante, men også vanskelige.

Der er ikke et generelt ønske om, at fondsstiftelse skal udløse en skatterabat. Flere informanter understreger tværtimod, at fondsstiftelse ikke bør være en vej til personlig skattebesparelse. Men der er et tydeligt ønske om, at fondsstiftelse ikke skal beskattes hårdere end andre ejerskiftemodeller. Flere peger på, at hvis man ønsker flere virksomheder overdraget til fonde, skal skattereglerne gøre det muligt uden at skabe et u hensigtsmæssigt kapitaldræn.

” *Mange ting stopper, når man kigger på de skattemæssige muligheder. Jeg tror da, hver især, at vi individuelt har tænkt, at vi gerne ville have en fond, for det kunne betyde, at flere fik gavn af pengene, altså vores børn får jo rigeligt. Men fordi vores primære fokus er at beskytte medarbejderne, giver det ikke mening at lave en fond – det vil vi af skattemæssige årsager ikke kunne.*

– Ejerleder

” *I må ikke tro, at det handler om, at vi ikke vil betale skat, selvfølgelig vil vi det – men hvis vi trækker en masse penge ud, så fjerner vi virksomhedens udviklingsmuligheder.*

– Ejerleder

” *En af løsningerne er holdingmodel, hvor man indhenter bindende svar fra SKAT inden. Det kan lade sig gøre, men jeg er ikke sikker på, at alle rådgivere ved nok til, at man går den vej. Med holdingmodel er det vigtigt, at man indhenter bindende svar fra SKAT. Det er desværre en tung vej.*

– Rådgiver

” *Jeg synes ikke, man skal spare penge ved at lave en fond, men jeg synes ikke, man skal blive straffet for det og betale ekstra sammenlignet med, hvad man ellers skal gøre.*

– Rådgiver

BESKATNING AF INDKOMST OG UDLODNINGER FRA ERHVERVSDRIVENDE FONDE

Skattereglerne gør almennyttighed til det centrale omdrejningspunkt, mens familieformål fremstår skattemæssigt vanskelige og mindre attraktive.

INDKOMSTBESKATNING

En erhvervsdrivende fond beskattes som udgangspunkt af sine indtægter med fonds-/selskabsskattesatsen, dvs. aktuelt 22 pct. Den skattepligtige indkomst opgøres som udgangspunkt på samme måde som i almindelige selskaber.

UDELINGER TIL ALMENNYTTIGE ELLER ALMENVELGØRENDE FORMÅL

En erhvervsdrivende fond kan få fradrag for udelinger, der sker til opfyldelse af almennyttige eller almenvelgørende formål. En almennyttig aktivitet er overordnet en aktivitet, der er nyttig for almenvellet og kommer en videre kreds til gode. En almenvelgørende aktivitet er typisk rettet mod personer i trang. Begreberne er ikke helt faste og entydige, og den konkrete vurdering kan være vanskelig.

UDELINGER TIL IKKE-ALMENNYTTIGE ELLER IKKE-ALMENVELGØRENDE FORMÅL

En uddeling, som ikke er almennyttig eller almenvelgørende, kan som hovedregel ikke trækkes fra, men modtageren beskattes i stedet kun af 80 pct. af værdien af uddelingen. Det gælder fx typisk udelinger til familieformål.

SKATTERAGLERNE PÅVIRKER FONDENS FORMÅL OG UDFORMNING

Interviewene viser, at skattereglerne ikke kun er et teknisk efterspil, men påvirker selve udformningen af fonden. Formål, fundats, udelingspolitik og valg mellem erhvervsdrivende og ikke-erhvervsdrivende fond formes i høj grad af, hvordan udelinger og indkomst beskattes. Det betyder, at skattemæssige hensyn kan få stor betydning for, hvordan stifters oprindelige intentioner omsættes juridisk.

Informanterne peger på, at skattereglerne i praksis gør almennyttige formål langt mere attraktive end familieformål. Det skyldes især, at fonden kan opnå fradrag for udelinger til almennyttige formål, mens udelinger til familien beskattes anderledes og ikke er fradragsberettigede for fonden. Flere rådgivere fremhæver derfor, at familieformål ikke længere kan tænkes ind på samme måde som tidligere, hvis fondsmodellen samtidig skal være skattemæssigt effektiv. Det kan få betydning for, hvordan stifterens oprindelige intentioner omsættes i fondens formål og udelingspolitik, og kan i højere grad føre til et reelt almennyttigt eller filantropisk fokus.

Det bliver særligt tydeligt, når en stifter både ønsker at tilgodese familien og etablere en fond med et almennyttigt formål. Her trækker de skattemæssige incitamenter i forskellige retninger: Den gunstige behandling er knyttet til de almennyttige udelinger, mens familieuddelinger ikke opnår samme skattemæssige fordel. Kombinationen af familiehensyn og almennyttige hensyn er derfor fortsat mulig, men informanterne beskriver den som vanskeligere at få til at fungere attraktivt inden for én samlet fondsmodel.

USIKKERHED OM ALMENNYTTIGHEDSBEGREBET SKABER UTRYGHED

En tydelig tendens er, at rådgivere oplever det almennyttige begreb som usikkert og dynamisk. Flere nævner, at Skattestyrelsen har strammet praksis, og at det skaber utryghed hos potentielle stiftere. Usikkerheden handler ikke kun om skattesatsen, men om hvorvidt fondens formål og konkrete udelinger overhovedet kvalificerer som almennyttige.

Flere informanter fremhæver, at det er afgørende, at fondens indkomst ikke beskattes på en måde, der svækker dens evne til at uddele eller understøtte formålet. Rådgivere peger på, at der skal være klarhed om fradrag for udelinger og om sammenhængen mellem beskatning i driftsselskabet, fonden og den endelige modtager.

Nogle rådgivere peger på, at det er problematisk, hvis et formål, der tidligere blev anset som almennyttigt, senere vurderes anderledes. Det kan skabe usikkerhed for fonde, der er etableret med et langsigtet formål. Der efterlyses derfor bedre mulighed for at justere fundats og skattemæssig behandling, hvis praksis eller samfundsopfattelsen af almennyttighed ændrer sig over tid.

”

I skattemæssig henseende kan vi ikke have familien med ind i formålet længere. I det skattemæssige anerkender man ikke familien som et almennyttigt formål, så bliver man beskattet.

— Rådgiver

”

Det almennyttige begreb ændrer sig så meget over tid, så det er almennyttigt den ene dag og så ikke den anden. Og det er jo en udfordring.

— Rådgiver

An aerial photograph of a modern, curved bridge spanning a body of water. Several boats are visible in the water, and buildings are visible on the shore. The bridge has a distinctive design with a curved deck and a series of vertical supports. The water is a deep blue-green color. The sky is not visible.

ANALYSE AF FONDSEJEDER VIRKSOMHEDERS BETYDNING OG POTENTIALE

METODEBILAG

BRIDGE x **HBS**
ECONOMICS

**LUNDBECK
FONDEN**

**CARLSBERG
FONDET**

SEPTEMBER 2026

METODEBILAG FOR DELANALYSE 1

Fondsejede virksomheders ejerstruktur og adfærd

side 58

METODEBILAG FOR DELANALYSE 2
Hvordan klarer fondsejede virksomheder sig?

side 63

METODEBILAG FOR DELANALYSE 3
Fondsejede virksomheders samfundsaftryk

side 70

METODEBILAG FOR DELANALYSE 4-7
Vejen til fondseje
Ejerformer som mulighedsrum
Rådgivningens rolle
De erhvervsjuridiske og skattemæssige rammevilkår

side 73

AFGRÆNSNING AF DRIFTSELSESKABER UNDER FONDENE

Ejerskab spænder fra fonden som eneejer til situationen, hvor fonden er minoritetsaktionær med mindst 10 pct. direkte, effektivt ejerskab.

VI FØLGER DE ERHVERVSDRIVENDE FONDENES EJERSKAB

Analysen følger 1.431 danske erhvervsdrivende fonde gennem ca. 13.900 virksomheder, hvoraf en væsentlig del er datterselskaber i flere led og udenlandske selskaber. Fondenes ejerskab er typisk organiseret i komplekse koncernstrukturer, hvor aktiviteter og investeringer er opdelt på tværs af selskaber. Det betyder, at én virksomhed ofte indgår som del af en større struktur med flere lag af ejerskab. For at skabe et retvisende analysegrundlag afgrænser vi derfor til de selskaber, hvor fonden reelt har et økonomisk og strategisk engagement – det vi kalder et *engageret ejerskab*.

DE 559 SELSKABER ER RESULTATET AF EN REGEL OM ENGAGERET EJERSKAB

Datagrundlag: Vi bygger fondenes ejerkæder fra fond til datterselskaber på fire niveauer og beregner for hver virksomhed fondens ultimative ejerandel = produktet af de direkte ejerandele ned ad kæden. Et selskab kommer med, hvis det opfylder alle fire betingelser:

1. Engageret ejerskab: Effektiv andel $\geq 10\%$

Fondens effektive ejerandel skal være mindst 10 pct. Hensigten er at adskille strategiske porteføljeinvesteringer fra mindre ejerskabspositioner, hvor vi typisk vil forvente et mindre aktivt ejerskab. Selskaber under 10 pct. indgår i det bredere datasæt på 736 virksomheder men tælles ikke med i de "engagerede ejerskaber" jf. analysens afgrænsning.

2. Substans: En reel driftsvirksomhed af betydende størrelse

Selskabet skal have substans målt på beskæftigelse eller omsætning. Tærsklen er skaleret per fond. Vi definerer substanskriteriet som en virksomhed i fondens portefølje der på beskæftigelse eller omsætning udgør mindst 10 pct. Logikken er, at en lille fonds porteføljeselskaber ikke behøver være lige så store som en stor fonds for at tælle med. Kriterieret er skaleret i forhold til fondens største virksomhed ("fondens flagskib").

3. Topknode: Holdingled ses igennem

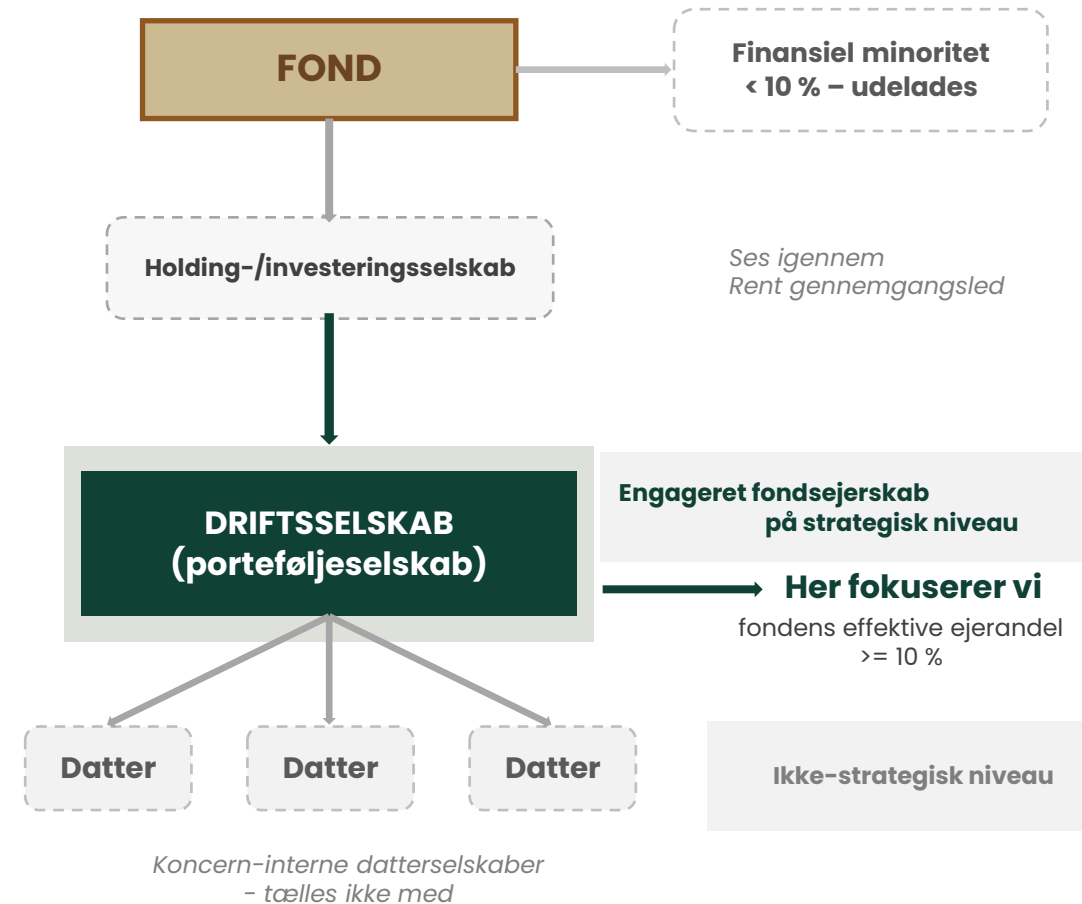
Holding- og gennemgangsselskaber identificeres via NACE ("holding companies", "head offices", "trusts/funds", "fund management") og udelades, når ejerskabet er 100 %.

4. Krydsejerskab: Kun den øverste driftsknode

Hvis en kandidat gennem ejerkæden selv ejes af en anden kandidat – altså en højere driftsvirksomhed med substans i samme fondskoncern – udelades den. Dermed tælles hver koncern kun én gang, nemlig ved sit øverste driftsselskab.

DE 1.431 ERHVERVSDRIVENDE FOND HAR 13.944 DATTERSELSESKABER I FIRE LED

Analysen fokuserer på de første 559 driftsselskaber under fondene med mindst 10 pct. effektivt fondsejerskab (kapitalandel).



OPGØRELSE AF PORTEFØLJEVIRKSOMHEDERNE (BEREGNEDE EJERANDELE)

Eksempel på afgrænsning af virksomheder og ejerandele fra 6 af de store fonde i data.

	Virksomhed	Erhvervsdrivende fond	Ansatte	Stemme-/ejerandel (minimum)
EKSEMPEL: Fondsejede virksomheder er defineret som virksomheder, hvor fonden har mere end 50 pct. af stemmerne eller kapitalandelen – eller hvor stemmeandelen er mellem 25–50 pct. og samtidig er større end de 3 største medaktionærers ejerandel. Det er stemmeandelene, der er afgørende i 25–50 pct.-intervallet, og definitionen rummer ikke et selvstændigt minimums-kapitalkrav. Engagerede ejerskaber har vi defineret som virksomheder med mindst 10 pct. fondsejerskab. Ejerandele under 10 pct. betragtes som minoritetsejerskaber, som den erhvervsdrivende fond i mindre grad forventes at være engageret i. - Det bemærkes, at der her vises et samlet antal ansatte for virksomhederne – øvrige analyser baseres på den hjemlige/danske beskæftigelse.	DEMANT A/S	WILLIAM DEMANT FONDEN	26.704	55,0 %
	GN STORE NORD A/S	»	7.611	10,0 %
	EMBLA MEDICAL HF	»	4.192	50,0 %
	VITROLIFE AB	»	1.151	28,0 %
	JEUDAN A/S	»	710	33,3 %
	VISION RT LIMITED	»	328	92,8 %
	INVISIO AB	»	296	17,0 %
	CELLAVISION AB	»	251	19,9 %
	REVENIO GROUP OYJ	»	247	44,3 %
	SALLING GROUP A/S	KOBMAND HERMAN SALLINGS FOND	40.209	66,5 %
	DANFOSS A/S	BITTEN OG MADS CLAUSENS FOND	39.215	66,0 %
	CARLSBERG A/S	CARLSBERGFONDET	36.998	66,0 %
	FALCK A/S	LUNDBECKFONDEN	19.371	50,0 %
	FLSMIDTH & CO. A/S	»	5.494	10,0 %
	H. LUNDBECK A/S	»	5.214	67,0 %
	ALK-ABELLO A/S	»	2.721	66,7 %
	ELLAB A/S	»	757	33,0 %
	FERROSAN MEDICAL DEVICES HOLDCO APS	»	529	25,0 % ¹

Stemme-/ejerandele indberettes typisk i standardiserede intervaller, jf. erhvervsfondslovens § 2. Det betyder fx, at Carlsberg A/S indgår med stemmeandel på ">66 %". Carlsbergfondets faktiske stemmeandel er 77,5 %. I projektets analyser betyder intervallet dog, at virksomhederne kan indplaceres korrekt ift. bestemmende indflydelse.

1) Reelt 30 pct., men ejerandele er inddelt i intervaller i data.

BETYDNING AF EJERSKABSDEFINITION

Analysen er robusthedstestet for betydningen af to forskellige definitioner af ultimativt ejerskab.

DEFINITION PÅ DEN ULTIMATIVE EJER

Global Ultimate Owner (GUO) er betegnelsen for den ultimative ejer i toppen af et selskabs ejerkæde – altså den enhed, der i sidste ende står øverst i virksomhedens ejerkæde via den højeste ejerandel, uanset hvor mange mellemliggende selskaber ejerskabet går igennem. GUO identificeres ved at følge ejerskabet opad ad den kæde, der har den højeste ejerandel i hvert led, indtil man når den øverste enhed, som ikke selv har en kvalificerende ejer over sig. Til forskel fra den umiddelbare aktionær, der blot er det første led over selskabet, fanger GUO det reelle, bagvedliggende ejerskab, også når den er indirekte.

Definitionen er afgørende for, hvornår en (fonds-)ejer regnes som ultimativ ejer – her vises betydningen af to forskellige valg af tærskler. I data kan vi definere, om ultimativt ejerskab skal baseres på en ejerandel over 25 procent (25,01 procent) eller over 50 procent (50,01 procent) i hvert led af kæden. Standarddefinitionen bygger på den korteste sti med mindst 50,01 procent. Tærsklen har direkte betydning for resultatet: med den lempelige 25-procents-definition vil flere selskaber få tildelt en ultimativ ejer, og koncerner afgrænses bredere, end hvis man kræver egentligt flertal med 50-procents-definitionen. I dette projekt anvender vi begge varianter, betegnet GUO25 og GUO50.

Der skelnes desuden mellem Global Ultimate Owner (GUO) og Domestic Ultimate Owner (DUO), hvor sidstnævnte er den øverste ejer inden for samme land.

BETYDNING AF FORSKELLIGE DEFINITIONER AF DEN ULTIMATIVE EJER

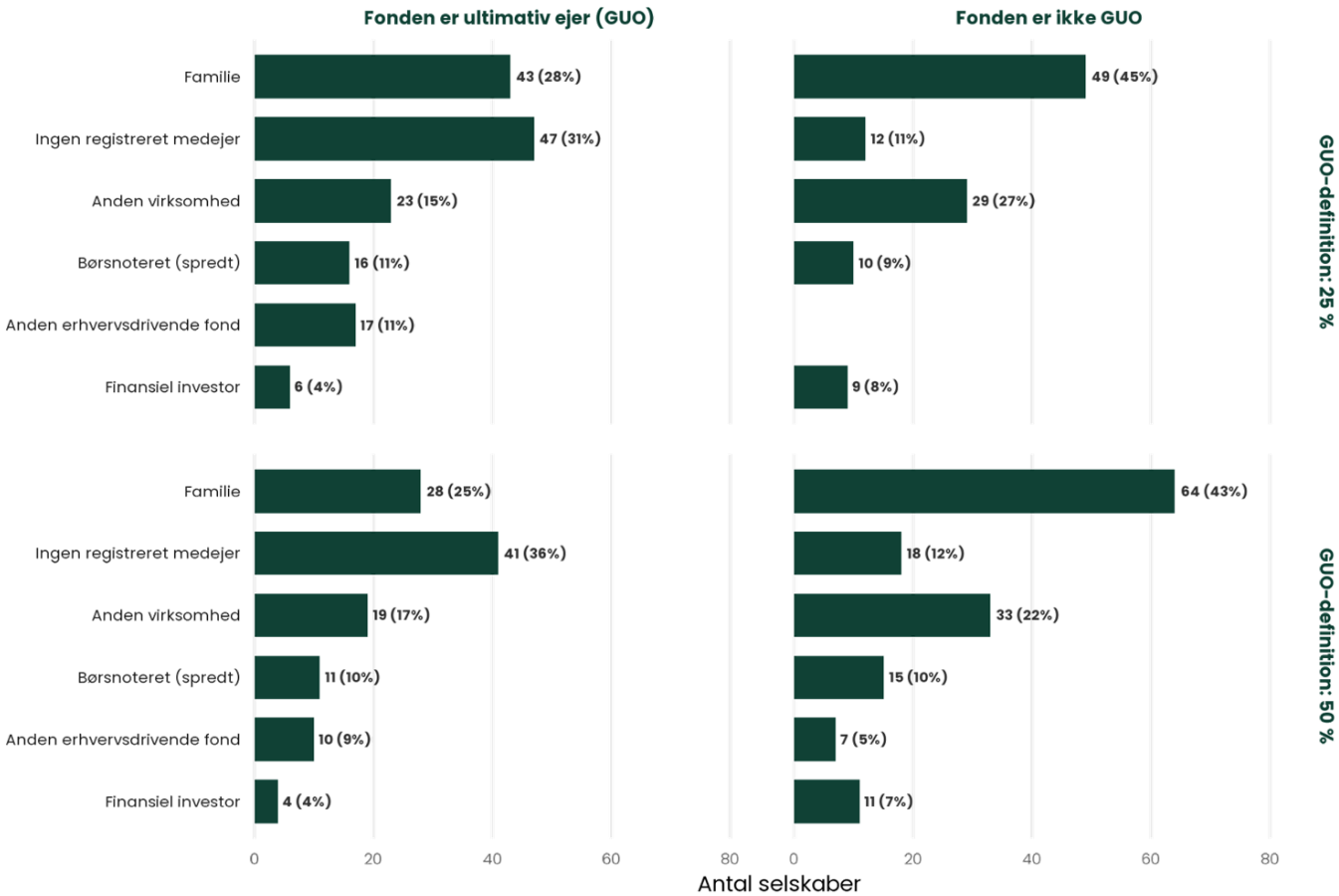
For at sikre, at vores konklusioner ikke afhænger af dette valg, har vi gennemført analysen af de erhvervsdrivende fondes ejerstrukturer ved begge tærskler.

Den lempelige tærskel tildeler ganske vist flere selskaber en fond som ultimativ ejer, men de overordnede mønstre er robuste: fordelingen af medejertyper, sammensætningen af porteføljeselskaberne og de strukturelle og finansielle forskelle mellem fondsejede og øvrige selskaber er i al væsentlighed de samme.

Valget af tærskel påvirker altså de præcise antal, men ikke analysens hovedresultater eller fortolkning.

Medejer-type efter om fonden er ultimativ ejer (GUO)

De 261 co-ejede porteføljeselskaber (fond <100 %), opdelt efter om fond er ultimativ ejer (GUO) ved 25 %- og 50 %-kontroldefinitionen – ikke efter beregnet ejerandel. Holdingselskaber set igennem til ultimativ ejer.



ENS UDVIKLINGSTRÆK UANSET BRANCHEAFGRÆNSNING

Udviklingstræk for den typiske virksomhed (median), 2019-2024.

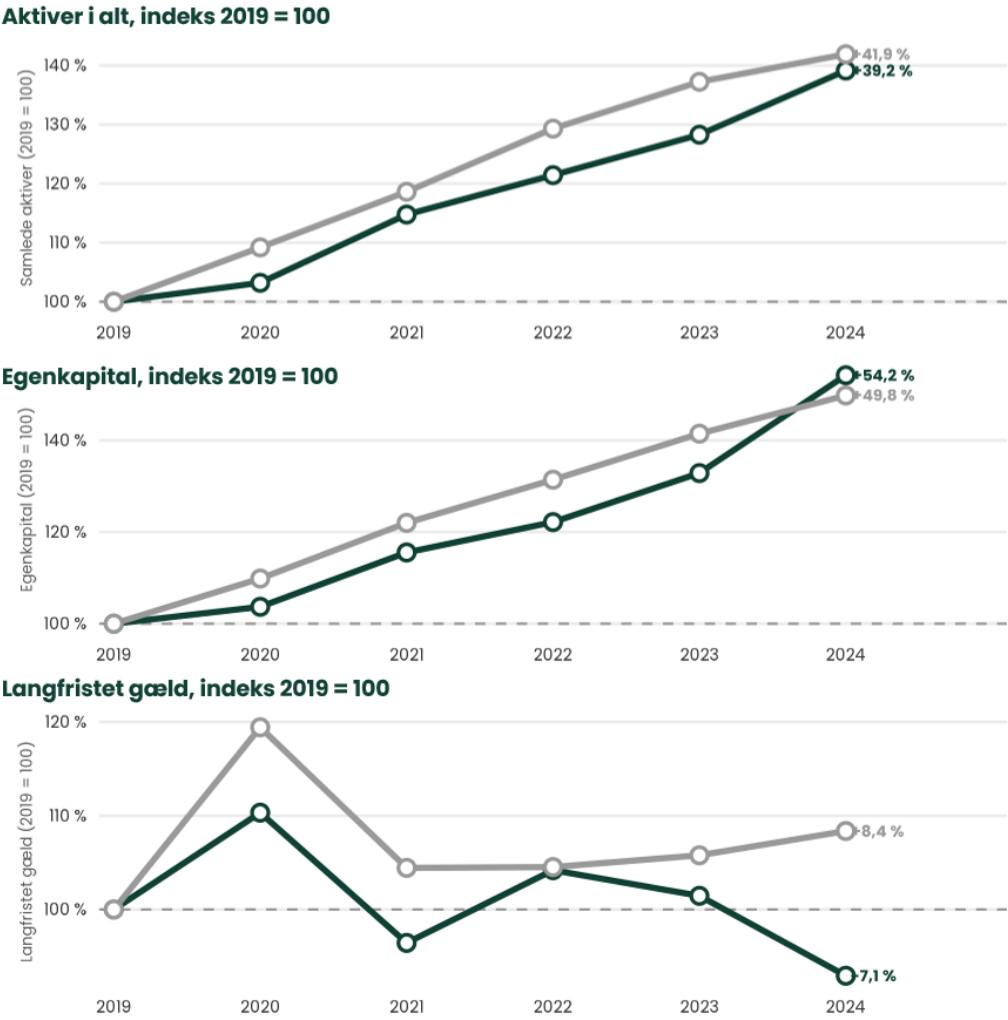
Fondsejede Øvrige danske

Som et robusthedstjek har vi undersøgt om finans- og ejendomsbranchen har særlig betydning for analysens opgørelser.

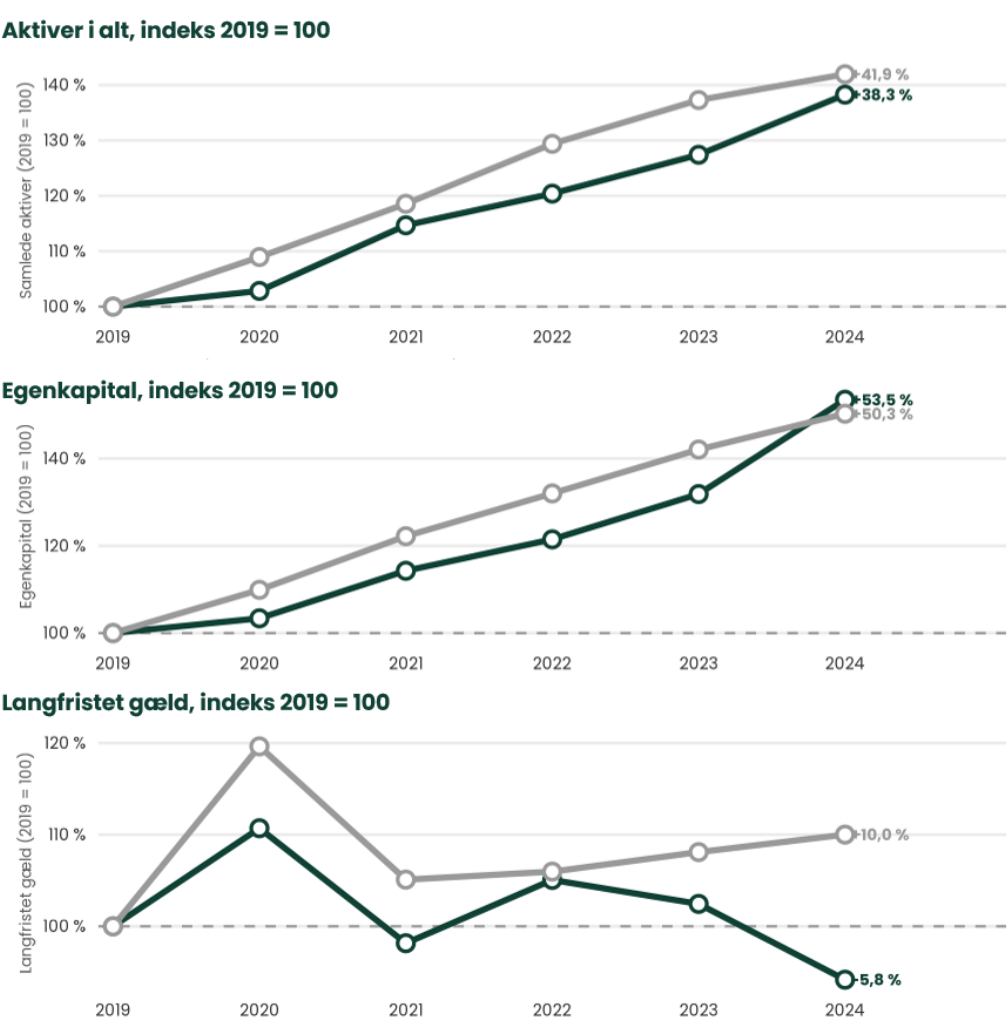
Når vi sammenligner økonomiske nøgletal er de kun påvirket meget marginalt.

De fondsejede virksomheder har omtrent samme udvikling som danske virksomheder med +50 ansatte.

Alle brancher



Alle brancher (ekskl. finans og fast ejendom)



METODEBILAG FOR DELANALYSE 1
Fondsejede virksomheders ejerstruktur og adfærd

side 58

METODEBILAG FOR DELANALYSE 2
Hvordan klarer fondsejede virksomheder sig?

side 63

METODEBILAG FOR DELANALYSE 3
Fondsejede virksomheders samfundsaftryk

side 70

METODEBILAG FOR DELANALYSE 4-7
Vejen til fondseje
Ejerformer som mulighedsrum
Rådgivningens rolle
De erhvervsjuridiske og skattemæssige rammevilkår

side 73

HVORDAN HAR VI MÅLT FONDSEJERSKAB OG PERFORMANCE? (1/3)

Vi sammenligner fondsejede virksomheder med deres danske og internationale konkurrenter.

IDENTIFIKATION AF FONDSEJEDE VIRKSOMHEDER VIA STANDARDISEREDE REGNSKABSDATA

Datasættet består af regnskabsoplysninger og ejerskabsstrukturer for 199.131 europæiske virksomheder med mere end 50 ansatte. Dermed har vi fokus på etablerede selskaber med økonomisk skala og aktivitet. Fondsejede virksomheder defineres som virksomheder, hvor en erhvervsdrivende fond ejer mindst 25 pct. af kapitalen (og mere end anden og tredjestørste aktionær) eller et flertal af stemmerettighederne. Betydningen heraf er illustreret på side 68. I disse virksomheder er fonden hovedaktionær og har bestemmende eller høj indflydelse på virksomhedens strategi og langsigtede udvikling. Definitionen er valgt for at sikre, at vi kun medtager virksomheder, hvor fondsejerskab reelt spiller en rolle for virksomhedens ledelse og beslutninger – og ikke er en mindre "porteføljevinvestering".

På den baggrund identificerer vi 354 fondsejede virksomheder, som matches med 1.062 sammenlignelige europæiske virksomheder. Inden selve analysen gennemføres, kontrollerer vi for forskelle i geografisk placering, branche og koncernstruktur, så virksomhederne er sammenlignelige på tværs af centrale karakteristika.

MATCHING SIKRER AT VI SAMMENLIGNER LIGE MED LIGE

Vi anvender *matching*, hvor hver fondsejet virksomhed parres med tilsvarende ikke-fondsejede virksomheder, der ligner den i udgangspunktet. Matching sker på fire dimensioner, alle målt i 2019: samme branche (NACE 3-cifret), samme overskudsgrad (EBIT-margin), samme økonomiske størrelse (samlede aktiver) og samme antal ansatte. Efter matching er virksomhederne næsten identiske på disse karakteristika.

Vi sammenligner altså virksomheder, der starter samme sted i 2019, men hvor den ene gruppe er fondsejet og den anden (typisk europæiske virksomheder) ikke er. Dermed kan vi se hvordan fondsejede virksomheder klarer sig årene efter sammenlignet med deres konkurrenter og peers i Danmark og Europa. Aktiver og antal ansatte er inkluderet for at opfange virksomhedsstørrelse. EBIT-margin er medtaget for at sikre en konservativ matching-tilgang, som sikrer størst mulig sammenlignelighed. Vi "tvinger" således de sammenlignelige virksomheder til at være lige så veldrevne som de fondsejede virksomheder i udgangspunktet (2019).

DIFFERENCE-IN-DIFFERENCES MÅLER UDVIKLINGSFORSKELLE FØR OG EFTER 2019

Effekten af fondsejerskab måles via difference-in-differences (DiD). Vi sammenligner ændringen i økonomiske nøgletal mellem to perioder (før: 2017-2018 gns.) og (efter: 2023-2024 gns.) for fondsejede relative til peers/benchmarkvirksomhederne. Forskellen i ændringerne er vores estimat for betydningen af fondseje i forhold til de undersøgte nøgletal.

EKSEMPLER FRA DATA

Demant A/S (15.352 ansatte, høreapparater) *matches* med fx **Sonova** (Schweiz, 15.184 ansatte, høreapparater) og **Drägerwerk** (Tyskland, 14.695 ansatte, medicinsk udstyr).

Novozymes A/S (nu Novonesis, 2.688 ansatte, enzymer) *matches* med fx **Berlin-Chemie** (Tyskland, 2.146 ansatte, lægemidler), **ACS Dobfar** (Italien, 1.296 ansatte, aktive lægemiddelstoffer) og **MSD Sharp & Dohme** (Tyskland, 1.225 ansatte, lægemidler).

Ud af de 354 fondsejede virksomheder blev tre virksomheder (som Demant) matchet med (kun) to virksomheder i stedet for tre. Det skyldes, at der ikke er flere end de to relevante europæiske virksomheder i branchen baseret på vores kriterier.

DATTERSELSKABER INDGÅR HVER FOR SIG

Analysen tæller datterselskaber som selvstændige virksomheder, fordi flere fondsejede koncerner driver mange separate juridiske enheder med egne regnskaber.

Det er fx grunden til, at både Novo Nordisk A/S, Novo Nordisk Pharmatech og Novozymes optræder hver for sig i sample.

For nogle koncerner findes der dog kun konsoliderede regnskaber i databasen. Det gælder bl.a. A.P. Møller-Mærsk, hvor de 83.500 ansatte og 370 mia. kr. i aktiver afspejler hele koncernens globale aktivitet og ikke kun den danske.

For sådanne konsoliderede koncerner findes sammenligningsgrundlaget også i form af et konsolideret koncernregnskab.

DATAKILDEN

Analysen bygger på et omfattende internationalt datasæt med harmoniserede regnskabs- og ejeroplysninger for virksomheder på tværs af lande. Datagrundlaget giver mulighed for at sammenligne virksomheder på tværs af brancher og geografi med et konsistent sæt af nøgletal for både performance og ejerskab.

HVORDAN HAR VI MÅLT FONDSEJERSKAB OG PERFORMANCE? (2/3)

Hver fondsejet virksomhed parres med tilsvarende danske og internationale konkurrenter.

1 MATCHING: VI FINDER HVER FONDSEJET VIRKSOMHEDS NÆRMESTE KONKURRENTER/PEERS

Vi parrer hver fondsejet virksomhed med tilsvarende danske og internationale konkurrenter med samme udgangspunkt i 2019.

2 MATCHING-KRITERIER (2019-tal):

- I samme branche (NACE 3-cifret)
- Skal have samme overskudsgrad (EBIT-margin)
- Skal have samme økonomiske størrelse (samlede aktiver)
- Skal have samme antal ansatte

Afgrænsning: Kun virksomheder med mindst 50 ansatte indgår i denne delanalyse – til forskel fra øvrige analyser hvor mindre virksomheder også er med.

I udgangspunktet er fondsejede virksomheder med +50 ansatte langt større end den gennemsnitlige europæiske virksomhed med +50 ansatte. Efter matching er de to grupper identiske ift. branchesammensætning og tæt på identiske ift. volumen mv. (se næste side)

3 DIFFERENCE-IN-DIFFERENCES: VI MÅLER ÆNDRING MELLEM TO PERIODER

Forskellen i ændringer (fondsejede minus peers) er vores estimat af "fonds-effekten". Designet renser for generelle markedstendenser og virksomhedsspecifikke niveauer. Tilgangen er vist i figurerne til højre, hvor udviklingen (i gennemsnit) er vist for to af de tre matchingvariable.

SAMPLE EFTER MATCHING

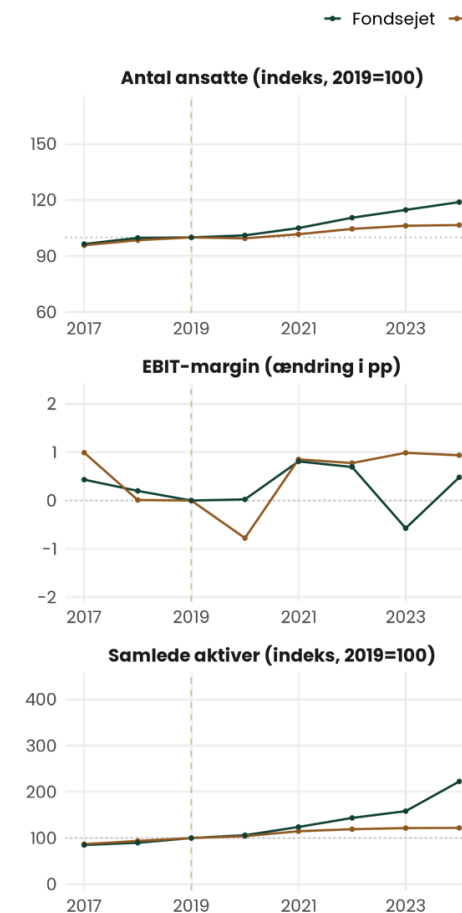
- 354 fondsejede virksomheder (120 DK + 235 EU)
- 1062 matchede peers (DK + EU)
- Median 163 ansatte (454 gns.)

TOP-4 BRANCHER (73 pct. af sample):

- Industri (405 virksomheder)
- Engros- og detailhandel (248 virksomheder)
- Videnskabelige og tekniske tjenester (200 virksomheder)
- Transport og godshåndtering (180 virksomheder)

Estimater på næste side

A: Matching variable



B: Udvalgte performance-nøgletal



Anm.: Bredere konfidensintervaller (fx omsætning) mod slutningen af perioden skyldes voksende spredning blandt de fondsejede selskaber (få store/hurtigtvoksende firmaer), ikke færre observationer. DiD-estimatet er robust over for tendensen, eftersom der anvendes log-transformation og firm-fixed effects.

HVORDAN HAR VI MÅLT FONDSEJERSKAB OG PERFORMANCE? (3/3)

Hver fondsejet virksomhed parres med tilsvarende danske og internationale konkurrenter.

2

MATCHINGEN SKABER SAMMENLIGNELIGE GRUPPER AF VIRKSOMHEDER

Tabellen viser forskelle og ligheder mellem de sammenlignede virksomheder før og efter matching. Efter matching er de to grupper identiske ift. branchesammensætning. Derudover er de størrelsesmæssigt sammenlignelige.

Variabel	Fondsejede (før matching)	Benchmark (før matching)	Fondsejede (efter match)	Benchmark (efter match)
Antal (N)	357	199.131	354	1.062
Antal ansatte	594	397	454	407
EBIT-margin (%)	3,5	4,6	3,5	4,0
log(aktiver)	5,52	4,44	5,49	5,49
Ens brancher	×	×	✓	✓

3

ESTIMATERNE FRA DiD

Tabellen viser resultaterne på en række nøgletal.

Øverst vises de underliggende DiD-estimer, som indgår i de sammensatte indeks (side 13 + 14). For omsætning angiver resultatet fx den observerede forskel mellem de fondsejede virksomheders vækst og de øvrige virksomheders vækst i omsætning. Ingen af ændringerne er dog signifikante på 95 pct.

Øvrige nøgletal i analysen (som ikke indgår i de sammensatte indeks) inkluderer bl.a. personaleomkostninger og gearing samt F&U. Heller ikke her findes der signifikante forskelle.

3

Nøgletal	Forskel relativt til peers	N (fondsejede)
Vækst		
Omsætning	+8,0 pct.*	354
Samlede aktiver	+3,3 pct.	354
Antal ansatte	+4,4 pct.	354
Produktivitet		
Omsætning pr. ansat	+3,2 pct.	354
Aktiver pr. ansat	-1,4 pct.	354
Profitabilitet		
Resultat pr. ansat	+7,1 pct.	353
EBIT-margin	-0,3 pct.point	353
Robusthed		
Soliditet	+2,1 pct.point	354
Likviditetsgrad	-0,4 pct.point	354

Anm.: Forskel i performance dækker over DiD-estimatet (se side 14). Forskellen er målt fra 2017/18 til 2023/24 for de fondsejede virksomheder relativt til benchmarkvirksomhederne. * angiver signifikans på 10 pct. niveau ($p < 0,10$).

Øvrige nøgletal	Forskel relativt til peers (- = lavere end peers)	N (fondsejede)
Omkostninger pr. ansat	-2,5 pct.	281
Personaleomkostninger (andel)	-1,0 pct.point	280
Gearing	-2,7 pct.point	345
F&U-andel	+0,2 pct.point	137

GRUNDIGE ROBUSTHEDSTJEK (1/2)

Enkeltvirksomheder og tekniske metodevalg er ikke afgørende for analysens resultater om virksomhedsperformance mindst på niveau med peers.

AFPRØVNING AF RESULTATERNES ROBUSTHED

Vores hovedresultater bygger på en række centrale valg i analysen – fx hvordan virksomhederne sammenlignes, og hvordan data håndteres. For at sikre, at resultaterne ikke afhænger af disse valg, har vi testet dem på flere forskellige måder og i samarbejde med projektets ekspertgruppe. Vi har fx undersøgt, hvordan resultaterne ændrer sig, hvis vi ser på andre performance-mål, ændrer sammensætningen af virksomheder eller justerer måden, de sammenlignes på. Resultaterne peger i alle tilfælde i samme retning. Det betyder, at konklusionen ikke er drevet af en bestemt metode – men af et stabilt mønster i data.

OMFATTENDE ROBUSTHEDSTJEK

På tværs af alle disse test er konklusionen stabil. Resultaterne ændrer sig ikke væsentligt, når vi ændrer på forudsætningerne. Det understøtter, at hovedkonklusionen – at fondsejede virksomheder performer mindst på niveau med deres peers – er robust.

Balanceret panel Vi ser på en undergruppe af virksomheder, hvor vi har komplette oplysninger for hele perioden. Her bliver effekterne typisk en smule stærkere. Det tyder på, at manglende data ikke har løftet resultaterne – tværtimod kan de have trukket dem lidt ned.

Ekstreme observationer Vi tester, om resultaterne påvirkes af enkelte virksomheder med meget høje eller lave værdier. Når disse justeres eller udelades, er resultaterne stort set uændrede. Det viser, at konklusionen ikke er drevet af enkelte "outliers".

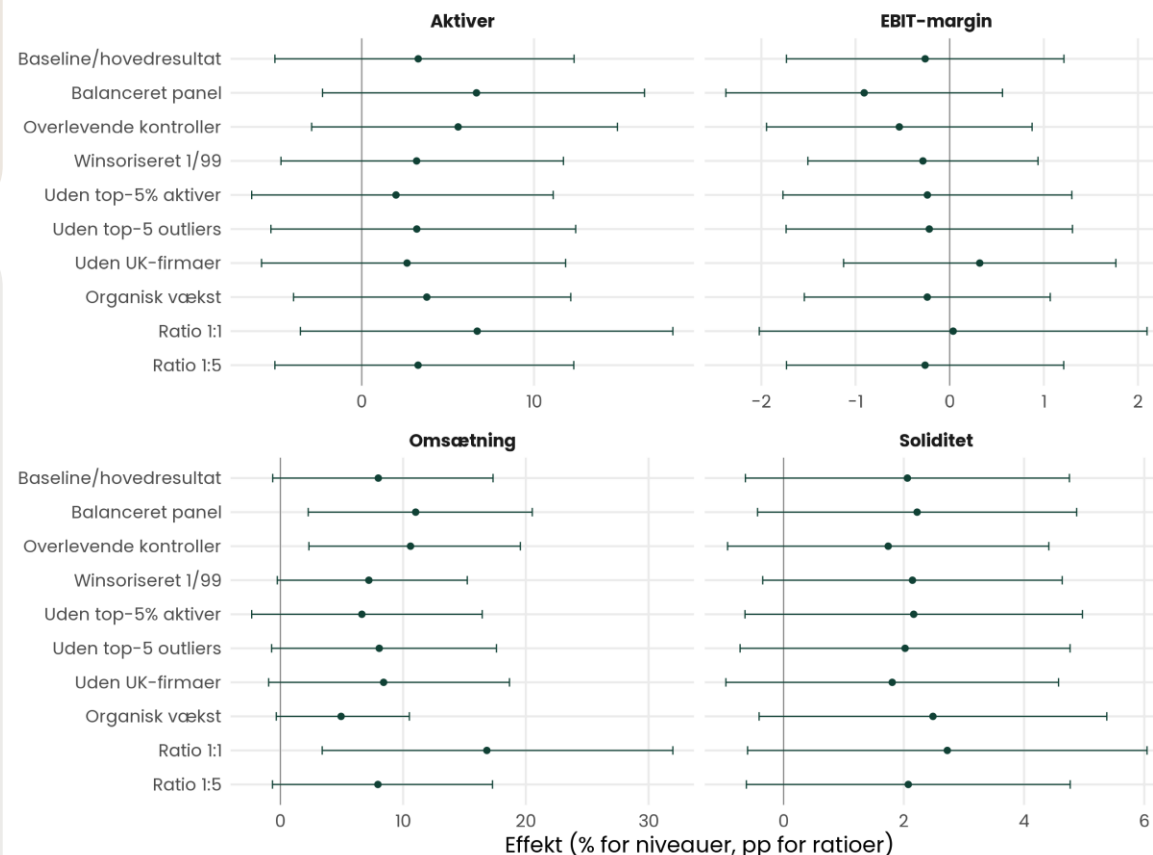
Store virksomheder Vi undersøger også, om resultaterne ændrer sig, hvis de allerstørste virksomheder ikke indgår. Effekterne bliver en smule mindre, men hovedbilledet er det samme. De største virksomheder bidrager altså til resultaterne, men er ikke afgørende for dem.

Geografi (fx UK/Brexit) Vi tester desuden, om resultaterne påvirkes af bestemte lande. Når vi udelader britiske virksomheder, er konklusionen uændret. Det tyder på, at særlige nationale forhold – som Brexit – ikke driver resultaterne.

Organisk vækst er baseret på et robusthedsscenario hvor virksomheder med store udsving i antal ansatte eller omsætning (+30 pct. år-til-år) ekskluderes. De store udsving vil typisk være forårsaget af M&A-aktivitet mv.

Valg af sammenligningsgruppe Endelig varierer vi, hvor mange sammenlignelige virksomheder hver fondsejet virksomhed matches med. Resultaterne er de samme, uanset om der bruges færre eller flere sammenligningsvirksomheder.

ROBUSTHED: DID-ESTIMAT PÅ TVÆRS AF SPECIFIKATIONER



Anm.: Analysen bygger på et datasæt med 354 fondsejede virksomheder og over 1.000 sammenlignelige europæiske virksomheder. Fondsejede virksomheder er virksomheder, hvor en erhvervsdrivende fond har en ejerandel på mindst 25 pct.

Kilde: HBS Economics på baggrund af regnskaber for europæiske virksomheder.

GRUNDIGE ROBUSTHEDSTJEK (2/2)

Tendensen til bedre performance i fondsvirksomheder bliver kun større, når vi ser på de mest koncentrerede fondsejerskaber.

BETYDNING AF DEFINITION AF FONDSKONTROL

Hovedanalysen definerer en virksomhed som fondsejet, når en fond ejer mindst 25 pct. af kapitalen (og mere end anden og tredjestørste aktionær tilsammen) eller har stemmeflertal. For at teste, om resultaterne afhænger af definitionen, har vi gentaget hele analysen under en strammere definition, hvor fonden skal være den ultimative ejer (GUO) med mindst 50,01 pct. kapital- eller stemmeandel. Det indsnævrer gruppen fra 354 til 292 virksomheder, som derefter er matchet på ny mod sammenlignelige konkurrenter efter samme fremgangsmåde.

TENDENS TIL STÆRKERE PERFORMANCE ER TYDELIGERE UNDER REN FONDSKONTROL

Alle fire performanceindeks – vækst, produktivitet, profitabilitet og robusthed – er positive under begge definitioner. Effekterne bliver gennemgående en anelse større, jo strammere fondskontrollen er.

For robusthed stiger forskellen fra 0,04 til 0,11 standardafvigelser, og for de øvrige tre indeks ses samme mønster.

Med andre ord er den positive performanceforskel til konkurrenterne større (fortsat insignifikant).

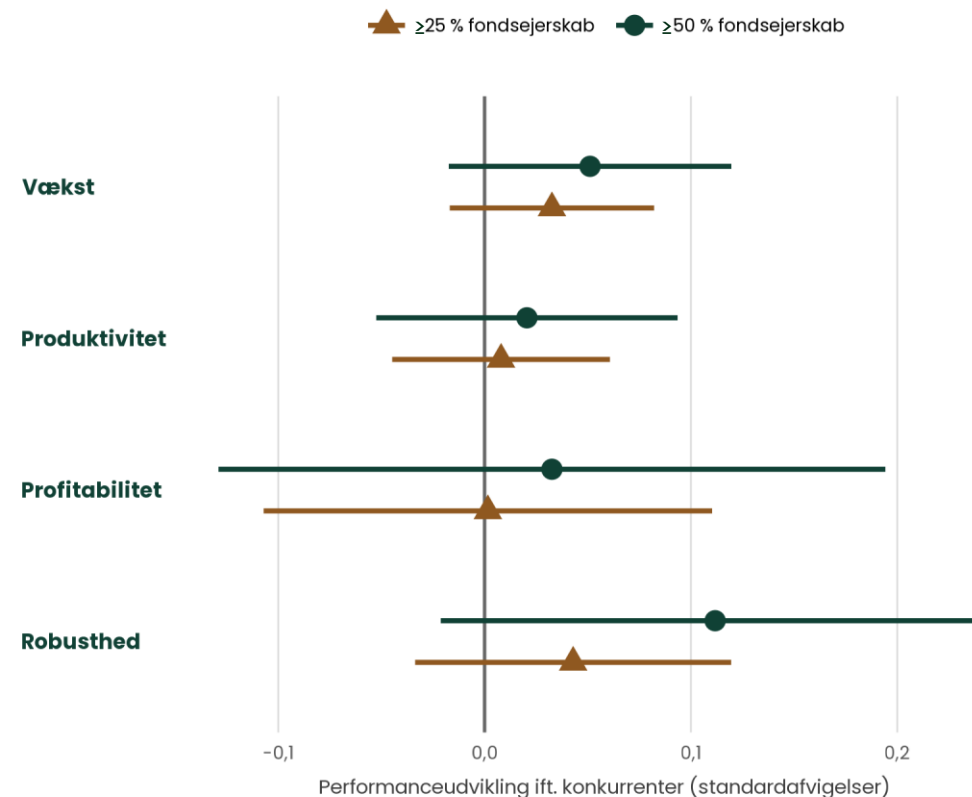
Konklusionen er dermed robust: fortegn, rangorden og størrelsesorden ændrer sig ikke, når man skifter ejerskabsgrænse. De estimerede forskelle er positive, men statistisk usikre.

Usikkerheden er naturligt større ved 50 %-definitionen, fordi den hviler på færre virksomheder.

Resultatet skal derfor læses som en indikation af konsistente resultater i analysen og en robusthed overfor den anvendte definition af fondsejerskab.

Det understreger pointen om, at fondsejede virksomheder klarer sig mindst lige så godt som deres konkurrenter – uanset hvor grænsen for fondskontrol sættes.

ROBUSTHED OVERFOR FORSKELLIGE DEFINITIONER AF FONDSEJERSKAB



Anm.: Analysen bygger på et datasæt med 354 fondsejede virksomheder og over 1.000 sammenlignelige europæiske virksomheder. Fondsejede virksomheder er virksomheder, hvor en erhvervsdrivende fond har en ejerandel på mindst 50 pct. (grøn) eller mindst 25 pct. (brun).

Kilde: HBS Economics på baggrund af regnskaber for europæiske virksomheder.

BILAG. UDDYBENDE OM METODETILGANGE I PERFORMANCE-ANALYSEN

Enkelte virksomheder og tekniske metodevalg er ikke afgørende for analysens resultater om virksomhedsperformance mindst på niveau med peers

FORMÅL

Bilaget beskriver tre tekniske byggesten i performance-analysen:

- (1) matchingen og gruppernes sammenlignelighed,
- (2) difference-in-differences-estimationen (DiD), og
- (3) konstruktionen af de fire sammensatte indeks.

Analysen sammenligner fondsejede virksomheder med matchede, ikke-fondsejede konkurrenter over perioden 2017-2024.

MATCHING OG GRUPPERNES SAMMENLIGNELIGHED (BALANCE)

Hver fondsejet virksomhed (behandlet) matches med op til tre ikke-fondsejede konkurrenter (kontrol) ud fra deres situation i **matchingåret 2019**. Matchingen er nærmeste-nabo uden tilbagelægning med eksakt match på branche. Den eksakte branchematching er årsagen til, at der også efter matching er mindre forskelle på de to grupper.

Benchmark (kontrolgruppen) er europæiske virksomheder med mere end 50 ansatte i 2019. Af disse udvælges i alt 1.062 som den relevante benchmark/sammenligningsgruppe.

Aktiver/antal ansatte indgår for at justere for virksomhedsvolumen. EBIT-margin og branchematch har til formål at mindske uobserverede forskelle isolere effekten af ejerskabsform.

Variabel	Fondsejede (før matching)	Benchmark (før matching)	Fondsejede (efter match)	Benchmark (efter match)
Antal (N)	357	199.131	354	1.062
Antal ansatte	594	397	454	407
EBIT-margin (%)	3,5	4,6	3,5	4,0
log(aktiver)	5,52	4,44	5,49	5,49
Ens brancher	×	×	✓	✓

Anm.: MÆRSK-koncernen har kun et konsolideret regnskab i data,

DiD-ESTIMATION

Effekten af fondsejerskab estimeres med en difference-in-differences-model med firm- og year-fixed effects.

En stor del af variationen i niveau-variablerne ligger *mellem* virksomheder, og enkelte meget store selskaber kan risikere at dominere. Fixed effects afbøder det ved at se på ændringen inden for det enkelte firma og er mere robust over for både niveau-outliers og kompositionsskift. Estimationsligningen er:

$$Y_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta (fondsejet_i \times POST_t) + \epsilon_{it}$$

Perioder: Der måles *før* (2017-2018 gennemsnit) og *efter* (2023-2024 gennemsnit). Mellemårene 2019-2022 indgår ikke i hovedestimatet.

Figurerne på side 15 anvender samme specifikation, hvor effekterne estimeres år-for-år.

SAMMENSATTE INDEKS

For at opsummere mange nøgletal i få, sammenlignelige mål bygges fire indeks. Hvert nøgletal transformeres som i DiD (log) og z-scores inden for hvert år på tværs af hele det matchede sample (behandlede + kontroller):

$$z_{it} = \frac{x_{it} - \text{gennemsnit}_t}{\text{standardafvigelse}_t}$$

Gennemsnit er fx gennemsnittet af antal ansatte i et givet år for grupperne samlet.

DiD-modellen ovenfor køres derefter på indeks-serien. Effekten aflæses dermed i standardafvigelser hvor 0 = ingen forskel fra kontrolgruppen.

NB. Indeksets DiD-effekt er **ikke** et simpelt gennemsnit af komponenternes DiD-koefficienter, men derimod estimeret på det gennemsnitlige z (indekset).

METODEBILAG FOR DELANALYSE 1
Fondsejede virksomheders ejerstruktur og adfærd

side 58

METODEBILAG FOR DELANALYSE 2
Hvordan klarer fondsejede virksomheder sig?

side 63

METODEBILAG FOR DELANALYSE 3
Fondsejede virksomheders samfundsaftryk

side 70

METODEBILAG FOR DELANALYSE 4-7
Vejen til fondseje
Ejerformer som mulighedsrum
Rådgivningens rolle
De erhvervsjuridiske og skattemæssige rammevilkår

side 73

HVORDAN HAR VI MÅLT SAMFUNDsafTRYK OG FASTHOLDELSE? (1/2)

Vi opgør samfundsaftrykket og sammenligner fondsejede virksomheder med deres danske konkurrenter.

INPUT-OUTPUT MODEL

En input-output model kortlægger, hvordan brancher køber og sælger til hinanden og til den endelige anvendelse. Ved at følge disse koblinger kan aktivitet i én branche omregnes til den produktion, beskæftigelse og værdiskabelse, den trækker med sig i resten af økonomien, altså både det direkte og det indirekte aftryk. Beregningerne bygger på input-output tabeller fra Danmarks Statistik på 69-branchegrupperingen.

Modellen hviler samtidig på nogle centrale forbehold. Den antager faste inputstrukturer og er statisk, så den beskriver et enkelt år uden at tage højde for pris-, substitutions- eller kapacitetseffekter. Der korrigeres ikke for fortrængning: i en økonomi tæt på fuld beskæftigelse ville de frigjorte ressourcer i et scenarie uden fondsejede virksomheder i vidt omfang blive anvendt andetsteds. Resultaterne skal derfor forstås som størrelsesordenen af aftrykket og ikke som præcise punktestimater.

VÆGTET INPUT-OUTPUT MODEL

De fondsejede virksomheder med bestemmende indflydelse (GUO50) udgør ikke en selvstændig branche i input-output tabellerne. De modelleres derfor som et vægtet gennemsnit af de brancher, de indgår i, så deres aftryk opgøres som den forholdsmæssige andel af hver branches koblinger. Der anvendes to sæt vægte, ét baseret på beskæftigelse og ét baseret på produktion, så resultatet både afspejler, hvor arbejdskraft- og produktionsintensivt det fondsejede nærvær er i den enkelte branche, og tager højde for forskelle i produktivitet mellem fondsejede og ikke-fondsejede inden for brancherne.

BEREGNING AF VÆGTENE

Den fondsejede andel af en branche opgøres med to vægte:

- **Beskæftigelsesvægt:** Andelen af branchens samlede beskæftigelse, der ligger i fondsejede virksomheder (GUO50). Både tæller og nævner kommer fra CVR (beskæftigelse og branchekoder på virksomhedsniveau), hvilket sikrer, at det er den danske beskæftigelse, der måles.
- **Produktionsvægt:** Andelen af branchens samlede omsætning, der ligger i fondsejede virksomheder (GUO50). De fondsejedes omsætning hentes fra en international regnskabsdatabase med harmoniserede regnskabs- og ejerskabsoplysninger, mens branchens samlede omsætning kommer fra Danmarks Statistik. Der anvendes som udgangspunkt ukonsoliderede regnskaber for det enkelte fondsejede datterselskab, for at komme så tæt på den danske omsætning som muligt. For at undgå hovedsæde-bias fordeles koncernomsætningen ud på moder- og datterselskabernes brancher efter beskæftigelse.

For 11 brancher mangler nationalt omsætningsdata, men kun 3 af dem rummer fondsejede virksomheder. Her anvendes produktionsværdien fra input-output tabellerne, korrigeret med forholdet mellem produktion og omsætning i lignende brancher. Eks: en medicinal produktions værdi på 350 mia. kr. ganget med industriens gennemsnitsfaktor på 1,05 giver 368 mia. kr. i nævneren.

De mest centrale brancher for fondsejede virksomheder

#	Branche	Produktionsandel	Beskæftigelsesandel
1	Medicinalindustri	83,1%	85,1%
2	Fremstilling af skibe og andre transportmidler	50,8%	41,9%
3	Skibsfart*	35,2%	35,2%
4	Elektronikindustri	39,9%	16,8%
5	Skovbrug	28,6%	26,8%
6	Kemisk industri	24,1%	30,0%
7	Voksenundervisning mv. (markedsmæssig)	48,0%	6,0%
8	Arkitekter og rådgivende ingeniører	26,1%	24,8%
9	Fremstilling af elektrisk udstyr	15,6%	16,4%
10	Føde-, drikke- og tobaksvareindustri	24,8%	4,0%

*For skibsfart er det antaget at produktionsandel=beskæftigelsesandel, da branchens omstændigheder gør risikoen for at overvurdere betydningen for dansk økonomi særdeles stor.

DATAKILDER

Danmarks Statistik (input-output tabeller og omsætning), CVR (beskæftigelse og branchekoder) samt en international regnskabsdatabase med harmoniserede regnskabs- og ejerskabsoplysninger.

HVORDAN HAR VI MÅLT SAMFUNDSAFTRYK OG FASTHOLDELSE? (2/2)

Vi opgør samfundsaftrykket og sammenligner fondsejede virksomheder med deres danske konkurrenter.

MATCHET DATA

Analysen af fastholdelse bygger på en sammenligning mellem reelle driftsselskaber med bestemmende fondsejerskab (GUO50) og matchede kontrolvirksomheder, og det er dette datasæt, der ligger til grund for figurerne på side 25 og 26. De fondsejede virksomheder afgrænses med samme definition som i delanalyse 1, hvor fondenes ejerkæder renses for mellemlid og interne relationer, så hver koncern alene tæller ved sit øverste driftsselskab. Det giver 559 koncernselskaber med et engageret fondsejerskab på mindst 10 pct. Virksomhederne i denne analyse er den delmængde heraf, der er danske og har balancerede data i hele perioden 2019 til 2024 og hvor ejerskabet er mindst 50 pct (GOU50). Fondsejede virksomheder, der ikke selv fremgår af denne liste, for eksempel datterselskaber under et øverste koncernselskab, indgår ikke som selvstændige enheder og kan derfor ikke matches til kontrolgruppen.

MATCHINGMETODE

Hvert reelt driftsselskab med bestemmende fondsejerskab matches med op til tre sammenlignelige ikke-fondsejede virksomheder efter samme fremgangsmåde som i delanalyse 2. Matchingen er nærmeste-nabo uden tilbagelægning med eksakt match på branche og bygger i øvrigt på virksomhedernes situation i matchingåret 2019. Der matches på fire dimensioner målt i 2019: branche, globalt antal ansatte, EBIT-margin og samlede aktiver. Efter matching er de to grupper relativt tæt på identiske på disse karakteristika, så forskelle i udvikling kan henføres til ejerform frem for forskelle i udgangspunkt.

GLOBAL OMSÆTNING

Koncernernes globale omsætning stammer fra en international regnskabsdatabase med harmoniserede regnskabs- og ejerskabsoplysninger. Der anvendes som udgangspunkt konsoliderede koncernregnskaber, hvor de er tilgængelige, og ukonsoliderede regnskaber, hvor de ikke er. Fondsejede virksomheder og kontroller matches på samme regnskabstype, så tallene er sammenlignelige på tværs af grupperne.

DANSKE ANSATTE

Alle danske beskæftigelsestal stammer fra CVR. For at opgøre beskæftigelsen på koncernniveau beregnes antallet af danske ansatte som summen af ansatte i koncernselskabet selv og i alle danske datterselskaber, hvor selskabet har mindst 50 pct. ejerskab, direkte eller indirekte.

DANSK ANDEL AF GLOBAL BESKÆFTIGELSE

Til at opgøre andelen af de globalt beskæftigede, der er ansat i Danmark, anvendes regnskabsdatabasens beskæftigelsestal i nævneren. Da denne kilde blander årsværk og ansatte, tages der højde herfor ved at aflæse det enkelte regnskabs base og matche den med enten ansatte eller årsværk fra CVR på virksomhedsniveau. Fordi basen først kan fastlægges efter match, kan den ikke bestemmes for den samme store datamængde, der indgår som input til matchingen, og matchingen kan derfor ikke ske på denne variabel. Kontrolgruppen er af samme grund ikke matchet på virksomhedernes globale eksponering, og man kan derfor ikke konkludere på niveauforskellen mellem grupperne, men alene på udviklingen over tid.

Matching og gruppens sammenlignelighed (Balance)

Variabel	Fondsejede (før mat- ching)	Benchmark (før mat- ching)	Fondsejede (efter match)	Benchmark (efter match)
Antal (N)	89	3.303	82	220
Antal dan- ske ansatte	206	25	168	119
EBIT-margin (%)	4,8	4,0	4,8	5,0
Aktiver	501	77	443	354
Ens bran- cher	×	×	✓	✓

DATAKILDER

International regnskabsdatabase med harmoniserede regnskabs- og ejerskabsoplysninger (global omsætning og global beskæftigelse) samt CVR (danske ansatte og branchekoder).

METODEBILAG FOR DELANALYSE 1
Fondsejede virksomheders ejerstruktur og adfærd

side 58

METODEBILAG FOR DELANALYSE 2
Hvordan klarer fondsejede virksomheder sig?

side 63

METODEBILAG FOR DELANALYSE 3
Fondsejede virksomheders samfundsaftryk

side 70

METODEBILAG FOR DELANALYSE 4-7

Vejen til fondseje

Ejerformer som mulighedsrum

Rådgivningens rolle

De erhvervsjuridiske og skattemæssige rammevilkår

side 73

FORMÅL, GENSTANDSFELT OG TILGANG

De kvalitative delanalyser afdækker, hvordan ejerledere, rådgivere og interessenter forstår, oplever og vurderer ejerskifte og fondsmodellen.

FORMÅLET MED DE KVALITATIVE DELANALYSER

De kvalitative delanalyser har haft til formål at afdække de erfaringer, overvejelser, motiver, barrierer og rådgivningsprocesser, der præger ejerlederes beslutninger om ejerskifte og eventuelt fondseje. Delanalyserne bygger på interviews med aktører, der enten selv har erfaring med ejerskifte, rådgiver ejerledere i processen eller på anden vis har relevant viden om erhvervsdrivende fonde, ejerformer og virksomhedsoverdragelse. Der er i perioden marts-juni 2026 gennemført interviews med 13 rådgivere, 19 ejerledere/virksomhedsejere samt seks interessenter, hvilket dækker over erhvervsorganisationer, erhvervshuse, myndigheder og interesseorganisationer.

Det centrale analytiske fokus har været at forstå, hvordan informanterne oplever og taler om fondsmodellen: Hvornår fremstår den relevant, hvilke værdier forbindes med den, hvilke forbehold går igen, og hvordan opleves rådgivningen og beslutningsprocessen ifm. ejerskifte i praksis.

Delanalyserne præsenterer derfor først og **fremmest informanternes synspunkter, perceptioner, forventninger og forståelser**. Indsigterne, der præsenteres i de kvalitativt funderede delanalyser må derfor ikke læses som en faktuel kortlægning af, hvordan fondsmodellen juridisk, skattemæssigt eller regulatorisk er indrettet. Når fondsmodellen i delanalyserne fx beskrives som "kompleks", "langsigtet", "tung", "ukendt" og "svær at overskue" eller "stabiliserende", "langvarig" og "formåls-drevet", er det et udtryk for, hvordan modellen opleves eller omtales i interviewmaterialet – ikke nødvendigvis et udtryk for, at disse beskrivelser er objektivt korrekte.

Et væsentligt fund i sig selv er netop, at der i materialet kan være forskel på, hvordan fondsmodellen opfattes, og hvordan den formelt eller faktisk fungerer. Disse opfattelser er analytisk relevante, fordi de kan have betydning for, om ejerledere overvejer fondseje, hvordan de søger rådgivning, og hvilke barrierer de oplever i beslutningsprocessen.

DE KVALITATIVE DELANALYSERS GENSTANDSFELT

De kvalitative delanalyser baserer sig på interviewguides, der afsøger følgende spørgsmål:

- Hvordan ejerledere, rådgivere og øvrige interessenter opfatter ejerskifte og fondseje
- Hvilke motiver, værdier og bekymringer, der fremhæves i relation til fondsmodellen
- Hvilke forventninger, usikkerheder og forbehold, der præger informanternes forståelse
- Hvordan rådgivning og tilgængelig viden opleves af de interviewede
- Hvilke mønstre og forskelle, der går igen på tværs af interviewmaterialet.

INTERVIEWTILGANG OG GENNEMFØRELSE

Interviewene er gennemført med afsæt i semistrukturerede interviewguides¹. Det betyder, at samtlige interviews har været bygget op omkring en række fælles temaer, som informanterne er blevet bedt om at forholde sig til. Samtidig har interviewformen givet plads til, at informanterne kunne udfolde egne erfaringer, vurderinger og perspektiver. Informanterne er blevet bedt om at uddybe pointer og holdninger, hvilket betyder at selvom alle interviews har holdt sig inden for den samme tematiske ramme, så er der nuancer som ikke nødvendigvis er blevet diskuteret i alle interviews².

Den semistrukturerede tilgang er valgt, fordi analysens formål ikke alene har været at få svar på bestemte spørgsmål, men også at forstå, hvilke forhold informanterne selv tillægger betydning. Informanterne er derfor blevet hørt inden for en forhånds-defineret ramme, jf. boks til venstre, men har samtidig haft mulighed for at bruge egne pointer, eksempler og nuancer ind i samtalen².

Interviewene har haft en undersøgende og forståelsesorienteret rolle. Det betyder, at der er blevet spurgt ind til informanternes oplevelser, begrundelser og konkrete erfaringer, men ikke med henblik på at diskutere, korrigere eller efterprøve udsagnene undervejs. Formålet har været at forstå informanternes perspektiver – også når udsagnene har bygget på antagelser, usikkerhed, ufuldstændig viden eller subjektive vurderinger.

DEN SEMISTRUKTUREREDE TILGANG HAR GIVET MULIGHED FOR BÅDE SAMMENLIGNING OG ÅBENHED

FÆLLES TEMATISK RAMME: Interviewene har taget afsæt i gennemgående temaer, så udsagn kan sammenholdes på tværs af informantgrupper og interviews.

PLADS TIL INFORMANTERNES EGNE PERSPEKTIVER: Informanterne har haft mulighed for at udfolde egne erfaringer, associationer, forbehold og vurderinger.

OPFØLGENDE OG UDDYBENDE SPØRGSMÅL: Intervieweren har spurgt ind til konkrete eksempler, begrundelser og nuancer, når informanterne har fremhævet bestemte forhold.

FORSTÅELSE FREM FOR EFTERPRØVNING: Interviewene har haft til formål at afdække, hvordan forhold opleves og forstås – ikke at afklare, om alle udsagn er juridisk, skattemæssigt eller faktuel forkerte.

1) Frederiksen, M., Toubøl, J., & Carlsen, H. A. B. (2023). *Grundbog i Mixed Methods: Integration som forskningspraksis*.

2) Thagaard, T. (2013). *Systematikk og innlevelse: en innføring i kvalitativ metode*

BEARBEJDNING, ANALYSE OG FORMIDLING AF INTERVIEWMATERIALET

De kvalitative delanalyser præsenterer mønstre, der går på tværs af interviewmaterialet og på konsulenternes strukturering af disse mønstre.

PRÆSENTATION OG FORMIDLING AF MØNSTRE I DATA

Efter gennemførslen af interviewene er materialet gennemgået systematisk med henblik på at identificere mønstre, forskelle og gennemgående forståelser på tværs af informantgrupperne. Fokus har været på at udlede de perspektiver, der fremstår mest dækkende for materialet som helhed, og som bidrager til at belyse delanalysernes centrale spørgsmål.

Det betyder, at de kvalitative delanalyser ikke gengiver alle udsagn, variationer, eller enkeltstående nuancer. I stedet samler de de indsigter, der går igen på tværs af interviewene, eller som på anden vis vurderes analytisk vigtige for at forstå ejerlederes og rådgiveres tilgang til ejerskifte og fondsmodellen. Hvor der har været tydelige forskelle i materialet, eller hvor informanterne har haft forskellige vurderinger, er dette ligeledes fremhævet i delanalyserne¹.

Der er ikke foretaget kvantitative optællinger af, hvor mange informanter, der har givet udtryk for en bestemt holdning. Formuleringer som "flere", "mange", "på tværs af materialet" eller "det går igen" skal derfor forstås kvalitativt. De angiver, at et konkret perspektiv er identificeret som et tilbagevendende mønster i materialet, men ikke at der er tale om en statistisk opgørelse eller procentuel fordeling.

Det indebærer, at de kvalitativt funderede delanalyser viser, hvordan fondsmodellen, alternative ejerstrukturer og ejerskifteprocesser opfattes blandt de interviewede aktører. Delanalyserne viser således ikke nødvendigvis, hvor udbredte de præsenterede opfattelser er i den samlede population af ejerledere, rådgivere eller interessenter. Den kvalitative metode giver dybdegående indblik i, hvordan de interviewede aktører forstår og begrundes deres vurderinger, men den kan ikke anvendes til at opgøre holdninger i procent eller fastslå, hvor mange der generelt vil eller ikke vil overveje fondseje².

På tværs af de kvalitative delanalyser benyttes forskellige analytiske greb til at forklare, fortolke, strukturere og visualisere indsigterne fra interviewene (se også oversigten øverst til højre). I disse tilfælde er det os, som kondenserer de fremherskende punkter. Dette gøres altid med afsæt i det samlede interviewmateriale – også selvom konkrete begreber ikke er noget, som informanterne nødvendigvis har sagt direkte¹.

SÅDAN ER INTERVIEWMATERIALET OMSAT TIL ANALYSE

- 1

SYSTEMATISK GENNEMLÆSNING AF MATERIALET

Referater fra samtlige interviews er gennemgået systematisk med blik for centrale temaer, gentagne pointer, forskelle mellem informantgrupper og udsagn, der belyser delanalysernes problemstillinger.
- 2

IDENTIFIKATION AF TVÆRGÅENDE MØNSTRE

Udsagn er sammenholdt på tværs for at vurdere, hvilke oplevelser, forståelser og vurderinger, der går igen i materialet.
- 3

ANALYTISK KONDENSERING

De centrale pointer er samlet og formuleret i kondenseret form, så de kan præsenteres klart og anvendeligt i delanalyserne.
- 4

FORTOLKNING OG STRUKTURERING

Figurer, faser, dimensioner og kategoriseringer mv. er udarbejdet af konsulenterne som analytiske og formidlingsmæssige greb. De bygger på interviewmaterialet, men er ikke en direkte 1:1-gengivelse af informanternes egne ord eller kategorier.
- 5

BRUG AF CITATER

Citater anvendes illustrativt til at vise, hvordan centrale pointer er kommet til udtryk i interviewene. Citaterne er udvalgt, fordi de tydeliggør mønstre i materialet – ikke fordi de alene udgør dokumentationen for en pointe¹.

SKELNEN MELLEM UDSAGN, TVÆRGÅENDE INDSIGTER OG ANALYTISKE GREB

Niveau	Hvad dækker det over?	Hvordan skal det læses?
Interviewudsagn	Informanternes egne formuleringer, typisk gengivet som citater eller tæt parafrase	Som udtryk for informantens oplevelse, vurdering eller forståelse. Vi præsenterer ikke udsagn, der ikke er tværgående.
Tværgående indsigter	Mønstre, der er identificeret på tværs af flere interviews	Som kvalitative fund i materialet, ikke som statistiske fordelinger
Analytiske greb	Figurer, dimensioner, faser, modeller og arketyper kondenseret af konsulenterne	Som fortolkninger og struktureringer, der gør materialet analytisk tilgængeligt

1) Järvinen, M., & Mik-Meyer, N. (2017). Kvalitativ analyse : Syv traditioner.
2) Kvale, S., & Brinkmann, S. (2009). Interview: Introduktion til et håndværk