



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

**Magisteruppsats
2007**

Private Equity

– Ägarnas roll i den värdeskapande processen

Handledare:
Olof Arwidi
Peter Jönsson

Författare:
Marcus Hedenbergh
Carl Malmström
Daniel Wiberg

Sammanfattning

Titel:	Private Equity - Ägarnas roll i den värdeskapande processen
Seminariedatum:	2007-06-15
Ämne/Kurs:	FEK 591 Magisteruppsats i Företagsekonomi, 10 poäng
Författare:	Marcus Hedenbergh, Carl Malmström och Daniel Wiberg
Handledare:	Olof Arwidi och Peter Jönsson
Nyckelord:	Private Equity bolag, portföljbolag, Buyout, värdeskapande och ägarstyrning.
Syfte:	Uppsatsen syfte är att beskriva och analysera Private Equity bolags styrning av portföljbolag, för att därmed implicit studera ägarnas roll i den värdeskapande processen.
Metod:	Deduktiv ansats och kvalitativ metod.
Teori:	Teorikapitlet är indelat i tre olika delområden, vilka enligt tidigare forskning visar på värdeskapande i en Buyout transaktion.
Empiri:	Uppsatsens empiriska underlag består av fyra intervjuer.
Slutsats	Private Equity bolagen har i portföljbolagen skapat de rätta förutsättningarna för ledningen att implementera värdeskapande strategier. Detta gäller såväl kapitalstrukturens utformning, som den strategiska inriktningen i portföljbolagen. Private Equity bolagen har därmed kunnat bidra till att skapa en optimal miljö för ledningen att verka inom och har därigenom indirekt medverkat till portföljbolagens värdeutveckling.

Abstract

Title:	Private Equity – The influence of owners in the value creation phase
Seminar date:	2007-06-15
Course:	FEK 591 Master Thesis in Business Administration, 10 Swedish Credits
Authors:	Olof Arwidi and Peter Jönsson
Advisors:	Marcus Hedenbergh, Carl Malmström and Daniel Wiberg
Key words:	Private Equity firm, Portfolio Company, Buyout, Value Creation and Corporate Governance.
Purpose:	The purpose of this master thesis is to analyze and describe private equity firms' governance of portfolio companies and implicitly study the influence of owners in the value creation phase.
Methodology:	Qualitative methodology and deductive approach.
Theoretical perspective:	The framework of the theory chapter is subdivided into three fields, which according to previous research add value in a buyout.
Empirical foundation:	The empirical foundation consists of four interviews.
Conclusion:	The private equity firms have established favourable conditions for management to implement value creation strategies in the portfolio companies. Thus, supporting the financial engineering and the strategic distinctiveness of the portfolio companies. Hence, the private equity firms have created an optimal environment for the management to operate in, which indirectly explain the owners' contribution in the value generation of the portfolio companies.

FÖRORD

Det har varit en lärrik tid i Lund. Att kunna avsluta studietiden med en uppsats inom Private Equity har givit oss kunskap om branschen och vi har kunnat utnyttja alla de ämnesområden vi studerat under åren som tillbringats på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet. Vi skulle vilja rikta ett stort tack till de respondenter som ingår i uppsatsen. Dessutom vill vi tacka våra handledare Olof Arwidi och Peter Jönsson för att de har handlett oss precis så som magisterstudenter ska bli handledda.

Lund den 15 juni 2007

.....
Marcus Hedenbergh

.....
Carl Malmström

.....
Daniel Wiberg

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING	7
1.1	PRIVATE EQUITY SOM FENOMEN	7
1.2	BEGREPPET PRIVATE EQUITY – EN BAKGRUND	8
1.2.1	<i>Olika former av Private Equity</i>	8
1.2.2	<i>Transaktionsprocessen</i>	9
1.2.3	<i>Private Equity och styrning</i>	10
1.3	BEGREPPET ÄGARSTYRNING – EN BAKGRUND	10
1.4	PROBLEMDISKUSSION	11
1.5	SYFTE.....	13
1.6	AVGRÄNSNING	13
1.7	UPPSATSENS MÅLGRUPP.....	14
1.8	UPPSATSENS DISPOSITION	14
2	METOD	16
2.1	UTGÅNGSPUNKT – KUNSKAPSSYFTE OCH ANSATS	16
2.2	DEN KVALITATIVA DATAINSAMLINGSMETODEN	17
2.2.1	<i>Fallstudie</i>	18
2.2.2	<i>Val av fallföretagen</i>	18
2.3	DATAINSAMLING.....	19
2.3.1	<i>Sekundärdata – SVCA, Årsredovisningar och Prospekt</i>	19
2.3.2	<i>Primärdata – Intervjuer på fallföretagen</i>	19
2.4	INTERVJUMETOD	20
2.4.1	<i>Från rådata till uppsatsens empirikapitel</i>	21
2.5	HUR ”GODA” ÄR UPPSATSENS SLUTSATSER?	21
2.5.1	<i>Källkritik</i>	21
2.5.2	<i>Validitet och Reliabilitet</i>	22
3	TEORI	24
3.1	TEORETISK REFERENS RAM – VÄRDESKAPANDE PROCESSER	24
3.2	CORPORATE GOVERNANCE – EN UTGÅNGSPUNKT	25
3.3	INTERAKTION	26
3.3.1	<i>Ägarnas roll och funktion</i>	26
3.3.2	<i>Styrelsen</i>	27
3.3.3	<i>Principal-agentteorin</i>	28
3.3.4	<i>Parenting effect</i>	28
3.3.5	<i>Nätverk</i>	29
3.4	STRATEGI.....	30
3.4.1	<i>Ägarnas handlingsplan</i>	30
3.4.2	<i>Strategisk inriktning</i>	30
3.4.2.1	Fokusering på kärnaktiviteter.....	31
3.4.2.2	Buy-and-Build strategi	32
3.4.3	<i>Operationella förbättringar</i>	33
3.4.3.1	Kostnadsreduceringar.....	33
3.4.3.2	Kapitalbindning.....	34
3.5	FINANSIERING	34
3.5.1	<i>Optimal kapitalstruktur</i>	35
3.5.1.1	Skattesköld.....	36
3.5.2	<i>Kapitalstruktur som styrinstrument</i>	37
3.5.2.1	Motivation.....	37
3.5.2.2	Reinvesteringsrisk	38
3.5.2.3	Operationell och strategisk effektivitet	38
3.5.2.4	Kritik mot hög belåningsgrad.....	39
4	PRESENTATION AV FALLFÖRETAGEN.....	41

4.1	ÖVERSIKTLIG DATA.....	41
4.2	RATOS	42
4.3	LINDAB	43
4.3.1	Sammanställning av viktiga händelser i Lindab.....	43
4.3.2	Nyckeltal i Lindab	45
4.4	NORDIC CAPITAL	45
4.5	BE GROUP	46
4.5.1	Sammanställning av viktiga händelser i BE Group.....	47
4.5.2	Nyckeltal BE Group	49
5	EMPIRI – INTERVJUSAMMANSTÄLLNING.....	50
5.1	INTERVJU, RATOS.....	50
5.1.1	Ratos roll i portföljbolaget Lindab	50
5.2	INTERVJU, LINDAB	53
5.2.1	Lindabs syn på Ratos som ägare	53
5.3	INTERVJU, NORDIC CAPITAL	56
5.3.1	Nordic Capitals roll i portföljbolaget BE Group.....	56
5.4	INTERVJU, BE GROUP	62
5.4.1	BE Groups syn på Nordic Capital som ägare	62
6	ANALYS.....	66
6.1	ANALYSMODELL	66
6.2	INTERAKTION	67
6.2.1	Empiridiskussion – interaktion.....	67
6.2.2	Analysdiskussion – interaktion	69
6.3	STRATEGI.....	71
6.3.1	Empiridiskussion - strategi.....	71
6.3.2	Analysdiskussion - strategi.....	73
6.4	FINANSIERING	74
6.4.1	Empiridiskussion - finansiering.....	74
6.4.2	Analysdiskussion – finansiering.....	76
6.5	SAMMANFATTANDE STYRDISKUSSION	79
7	SLUTSATS.....	81
7.1	PRIVATE EQUITY BOLAGS STYRNING AV PORTFÖLJBOLAG	81
7.2	FÖRFATTARNAS TOLKNING AV RESULTATET	82
7.3	AVSLUTANDE ORD	82
7.3.1	Förslag till vidare forskning.....	83
8	KÄLLFÖRTECKNING	84
8.1	PUBLICERADE KÄLLOR.....	84
8.2	MUNTLIGA KÄLLOR	88
8.3	ELEKTRONISKA NYHETSARTIKLAR.....	88
8.4	HEMSIDOR.....	89
8.5	PROSPEKT, ÅRSREDOVISNINGAR OCH PRESSMEDDELANDE	89
8.6	ÖVRIGA KÄLLOR	90
	BILAGA A – INTERVJUGUIDE PRIVATE EQUITY BOLAG	91
	BILAGA B – INTERVJUGUIDE PORTFÖLJBOLAG.....	93
	BILAGA C – TEORIKOPPLING TILL INTERVJUGUIDE.....	95

1 Inledning

Uppsatsen börjar med en beskrivning av Private Equity som fenomen. Därefter presenteras grundläggande fakta om begreppet Private Equity. Detta avsnitt är nödvändigt för att skapa förståelse kring uppsatsens problemområde och syfte. Grundläggande fakta om Private Equity har i stor utsträckning inhämtats från branschorganisationen Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) och från den europeiska motsvarigheten The European Private Equity and Venture Capital Association (BVCA). Vidare presenteras en bakgrund till begreppet ägarstyrning, vilket är ett centralt begrepp i uppsatsen. Slutligen presenteras i följande ordning; problemdiskussion, syfte, avgränsning, målgrupp och uppsatsens fortsatta disposition.

1.1 Private Equity som fenomen

Investeringar i Private Equity fonder har i ett historiskt perspektiv visat sig ge en god avkastning. Detta gäller inte bara Private Equity fonder i Sverige, utan avkastningen har även varit gynnsam för Private Equity fonder på den internationella arenan (SVCA, 2006).

Enligt en analys av Thomson Financial¹ har Private Equity bolagen under de senaste 10 åren globalt haft en genomsnittlig avkastning på 11,4 %, vilket skall ställas i relation till den genomsnittliga avkastningen på 6,6 % hos de bolag som ingår i S&P 500-index². Om avkastningen ses utifrån ett 20-års perspektiv, är motsvarande siffror 14,2 % för Private Equity bolag och 9,8 % för bolag representerade på S&P 500-index (E24, 2007). Liknande avkastningsnivåer framträder vid en granskning av andra index. Under mätperioden 1996 till 2005 steg LPX50 VW³ med 12 % medan andra bolag listade på MSCI World Index⁴ har haft en utveckling på 8 % (www.ratos.com).

¹ Thomson Financial är en av de ledande aktörerna inom informationshantering (www.thomson.com).

² Standard & Poor's 500 index inkluderar ett representativt urval av större ledande bolag på den amerikanska marknaden och betraktas ofta som standard för att mäta utvecklingen i stora bolag (www.avanza.se).

³ I LPX50 VW index ingår världens 50 största noterade Private Equity bolag med en historia på minst tio år (www.ratos.se).

⁴ Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index är ett ledande benchmark-verktyg, som används för att mäta utvecklingen på de globala aktiemarknaderna. MSCI World Index innefattar 1513 aktier i 23 länder (www.msicibarra.com).

Andra parametrar än avkastning visar att Private Equity bolag står sig starkt i förhållande till andra bolag på börsen. I en portföljbolagsstudie⁵ av SVCA och Verket för näringslivsutveckling (NUTEK) år 2006, presenteras statistik som ytterligare förstärker Private Equity bolagens ställning. Studien visar att portföljbolagen har en högre omsättningstillväxt och anställningstillväxt i förhållande till övriga svenska aktiebolag.

Media rapporterar att kapitalanskaffningen till Private Equity fonderna ser ljus ut i framtiden. I en rapport från EVCA, Thomson Financial och Price Waterhouse Coopers var 2006 ett rekordår när det gäller inflöde av kapital till de europeiska Private Equity fonderna (Ekonominyheterna, 2007). Vidare visar en prognos från Private Equity Intelligence⁶ att Private Equity bolagen förväntas få in 500 miljarder dollar under 2007 (E24, 2007).

1.2 Begreppet Private Equity – en bakgrund

1.2.1 Olika former av Private Equity

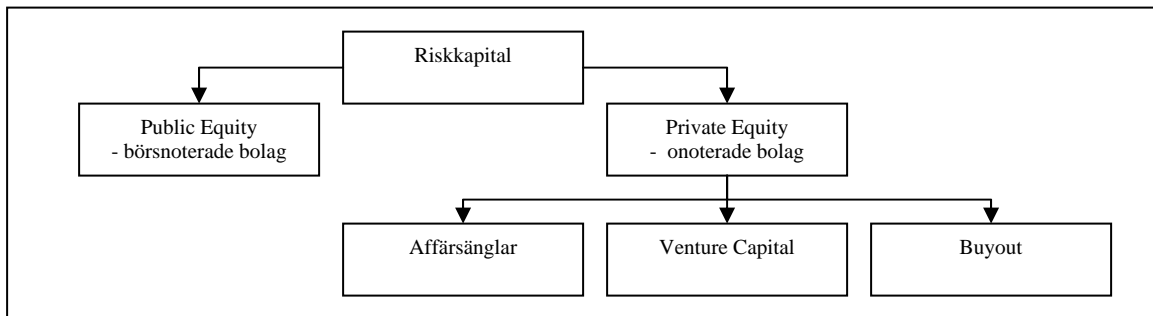
Private Equity är en form av riskkapitalinvestering som sker i onoterade bolag under en begränsad tidsperiod. De företag som Private Equity bolag investerar i kallas för portföljbolag. Den svenska Privat Equity branschen utmärks framförallt av några större bolag, vilka är EQT, Nordic Capital, Ratos, Industri Kapital och Procuritas. I maj 2006 förvaltade de svenska Private Equity bolagen 290 miljarder svenska kronor, vilket var 10 % av värdet på Stockholmsbörsen. I Sverige är Private Equity bolagen ägare till cirka 1200 portföljbolag och det investeras drygt 1 % av BNP i Private Equity (SVCA, 2006).

Private Equity bolag investerar dels i mindre och medelstora portföljbolag, vilka ofta har ett negativt kassaflöde, samt befinner sig i en uppstarts- eller expansionsfas. Denna typ av investeringar benämns Venture Capital. Att finansiera mindre företag i en uppstartsfas har även attraherat så kallade affärsänglar, vilka ställer sitt privata kapital till förfogande för entreprenörer. Även denna typ av investeringar går under begreppet Private Equity. Private Equity bolag kan även investera i stora bolag, vilka befinner sig i mogna branscher, ofta med ett positivt kassaflöde. Dessa benämns Buyout investeringar (SVCA,

⁵ Studien omfattar 838 svenska portföljbolag under perioden 2000 till 2005.

⁶ Private Equity Intelligence (Precin) förser Private Equity bolag, Venture Capital bolag, fund-in-fund, investerare och rådgivare med information (www.precin.com).

2006). Nedan presenteras olika Private Equity begrepp och hur de förhåller sig till varandra.



Figur 1: Definition av riskkapital. (Källa: SVCA)

Wahlbäck (1994) och Gagliano et al (2003) menar att två typer av Buyout investeringar är vanliga. Dessa är Leveraged Buyout och Management Buyout. Gemensamt för de båda Buyout investeringarna är att Private Equity bolaget erlägger köpeskillingen med en stor del belånat kapital. Lånet återbetalas till borgenärerna löpande, då verksamheten genererar pengar eller genom att portföljbolagets tillgångar säljs. Skillnaden mellan Leveraged Buyout och Management Buyout är att ledningen i det senare fallet investerar i portföljbolagets egna kapital tillsammans med Private Equity bolaget.

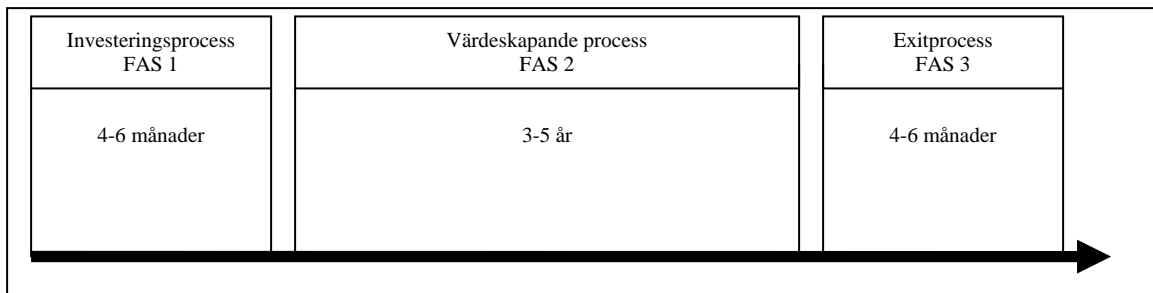
Definitioner av olika begrepp inom riskkapitalbranschen kan ha olika innebörd och det råder en viss begreppsförvirring. Till en stor del beror detta på att fackuttryck, främst från USA förväxlas med svenska uttryck, detta i en bransch som genomgår en snabb förändring (SVCA, 2006). Även inom den akademiska litteraturen förekommer olika definitioner på vad begreppet Buyout innefattar. Detta gäller främst begreppen Management Buyout och Leveraged Buyout (Berg et al, 2005). Anledningen är att det kan vara svårt att i vissa sammanhang kunna särskilja de två begreppen. Wahlbäck (1994) tar främst upp två kriterier när det gäller urskiljandet mellan de två begreppen; ledningens ägarandel samt ledningens eventuella initiativ och medverkan i investeringsprocessen. Vidare menar Wahlbäck (1994) att det i praktiken kan vara svårt att göra en korrekt bedömning avseende klassificeringen av begreppen. Precis som Berg et al (2005) har gjort i sin studie, kommer uppsatsen i den fortsatta framställningen att använda sig av Buyout i den vidare bemärkelsen och inte särskilja de två begreppen åt.

1.2.2 Transaktionsprocessen

Private Equity bolag är ofta strukturerade i olika fonder. Vanligtvis investerar utländska och institutionella investerare i fonderna, vilka normalt har en livslängd på 10 år. Private

Equity bolag investerar normalt i portföljbolagen inom tre från fondens initiering och när portföljbolagen avyttrats upplöses fonden (SVCA, 2006). Dessutom är vissa Private Equity bolag noterade på börsen.

När ett Private Equity bolag genomför en transaktion i ett portföljbolag kan processen delas in i tre steg. Delprocesserna har olika tidshorisonter och benämns investeringsprocessen, värdeskapandeprocessen och exitprocessen (SVCA, 2006). Nedanstående figur beskriver transaktionsförloppet.



Figur 2: Värdekedja för en Buyout process. (Källa: SVCA)

1.2.3 Private Equity och styrning

Det finns två generella inriktningar på hur ett Private Equity bolag kan styra portföljbolaget under den värdeskapande processen. Dessa inriktningar benämns Hands on respektive Hands off. Det är nivån på ägaraktivitet som särskiljer de olika begreppen. När Private Equity bolaget är direkt involverad i ledningsfrågorna och deltar aktivt i beslutsprocesserna, benämns styrningen Hands on. Private Equity bolaget påverkar därmed direkt portföljbolagets inriktning. När Private Equity bolaget inte har en aktiv roll under den värdeskapande processen rör det sig om en Hands off. Private Equity bolagets aktiva roll inträder först då det är dags att avyttra portföljbolaget. Private Equity bolag är dock ofta beredda att ingripa, om exempelvis de uppsatta målen ej uppfylls (BVCA, 2006).

1.3 Begreppet ägarstyrning – en bakgrund

Det som specifikt karakteriserar Private Equity bolag och speciellt Hands on investeringar är ett aktivt ägarengagemang i portföljbolagen. Aktivt ägarengagemang och ägarnas samspel med ledningen är ofta omdiskuterat inom det breda forskningsområdet

Corporate Governance. Detta område, som innefattar det svenska begreppet ägarstyrning, har fått mycket uppmärksamhet de senaste åren, både i Sverige och internationellt. Uppmärksamheten beror enligt Claessen (2006) på finanskriserna i Ryssland, Asien och Brasilien. Även de inträffade företagsskandalerna⁷ i USA och Europa har lett till att debatten om ägarnas roll och betydelse i samhället har intensifierats (Mallin, 2004).

De senaste åren har ägarsituationen hos svenska börsbolag förändrats. Svenskar sparar allt mer i aktier och institutionella investerare har fått en större betydelse (Isaksson et al, 1993). Marknaden präglas av ett stort tillflöde av nya aktörer och av konkurrerande ägarintressen. Det har kommit invändningar mot att ett allt för spritt ägande skapar effektivitetsförluster. Ägarna ska upprätthålla en effektiv organisation genom kontroll och formulering av riktlinjer (Kärreman, 1999). Det institutionella ägandet i form av pensionsfonders, försäkringsbolags och aktiefonders andel av riskkapitalförsörjningen har ökat (Carlsson, 1997). Enligt Carlsson (1997) har detta riskkapitalflöde i Sverige varit förknippat med kriterier som bortser från långsiktiga och stabila relationer. I Sverige har traditionellt institutionella investerare fokuserat mer på exit än voice.

Carlsson et al (1994) menar att Wallenbergssfären varit duktiga på att skapa internationellt framgångsrika företag inom den tillverkande industrin. Författarna efterlyste nya privata ägare och ägargrupperingar, vilka skulle kunna skapa fler konkurrenskraftiga företag inom svenskt näringsliv. Carlsson (1997) diskuterar några år senare hur Wallenbergssfärens framgångsrika ägande skulle kunna fortlöpa och hur professionaliseringen av ägandet kan tänkas se ut i framtiden. Författaren nämner Private Equity bolag som en tänkbar förhoppning om en mer effektiv ägarfunktion.

1.4 Problemdiskussion

Inledningsvis beskrevs att Private Equity bolag i ett historiskt perspektiv genererat högre avkastning än börsbolag. Det har därmed varit ett intressant investeringsalternativ för många placerare. Hur Private Equity fonder lyckats leverera denna förhållandevis höga avkastning och var i transaktionsprocessen som Private Equity bolag verkligen skapar värde är omdiskuterat. Vissa kritiker⁸ menar att det inte föreligger något värdeskapande eller utveckling i portföljbolagen under Private Equity bolagens styrning (DI, 2005). De anser istället att det uppkomna värdet endast är ett resultat av en förändrad kapitalstruktur,

⁷ Exempelvis skandalerna Enron, WorldCom och Royal Ahold.

⁸ Industrimännen Rune Andersson, Marcus Storch och Carl Bennet har uttalat sig kritiskt mot riskkapitalbolag.

eftersom denna typ av transaktion oftast finansieras med hög belåning. Trots viss kritik mot Private Equity bolagen tyder mycket på att denna kategori av ägare för med sig en rad förbättrade mått.

Olika metoder för värdeskapande har under en längre period varit av intresse (Berg et al, 2005) och de senaste 20 åren har Buyout området bland de finansiellt intresserade, liksom för akademiker, blivit ett allt viktigare område (Wright et al, 1998). Den totala värdegenereringen i Buyout transaktioner är ett resultat av olika värdeskapande faktorer som samspelar i en komplex process och där deras betydelse är beroende av i vilken fas Buyout transaktionen befinner sig i. Hittills har den akademiska forskningen framförallt lagt tonvikten på hur värdetillväxten beror på faktorer tillhörande investeringsprocessen och exitprocessen (Berg et al, 2005). Private Equity ägarnas bidrag under den värdeskapande processen har inte fått samma uppmärksamhet inom den akademiska världen. Dessutom är flertalet av studierna inom ämnesområdet Buyout genomförda på 90-talet eller tidigare och större delen av forskningen har främst bedrivits i USA. Detta bör ses utifrån att Private Equity bolag idag allt mer har intensifierat sin roll som aktiva ägare (Coope, 2000) och där Claessen (2006) menar att ägarstyrningen bör studeras utifrån det specifika landets kontext. Hur agerar svenska Private Equity ägare i portföljbolag som befinner sig i liknande bransch och konjunkturcykel?

Berg et al (2005) menar att värdeskapande antingen kan komma från processer internt inom portföljbolaget utan ägarnas involvering eller som ett resultat av en interaktion mellan Private Equity bolaget och portföljbolaget. Därutöver menar Carlsson (1997) att ägandet i större utsträckning måste aktiveras och bidra till de värdeskapande processerna inom företaget. Vidare anser Berg et al (2005) att det saknas empiriskt stöd för hur olika styrinstrument påverkar portföljbolaget under ägandefasen. Hur ser Private Equity ägare på områden som interaktion, strategi och finansiering?

Globaliseringen av marknader och företag har medfört att ägarkonkurrensen ökat, vilket höjt motivationen till att studera framgångsrika ägare (Carlsson, 1997). Frågan är hur och i vilken grad Private Equity bolag styr portföljbolag, när väl uppköpskandidaten har hittats. Hur agerar Private Equity bolag som Hands on aktör under den tid då portföljbolaget står under deras kontroll?

1.5 Syfte

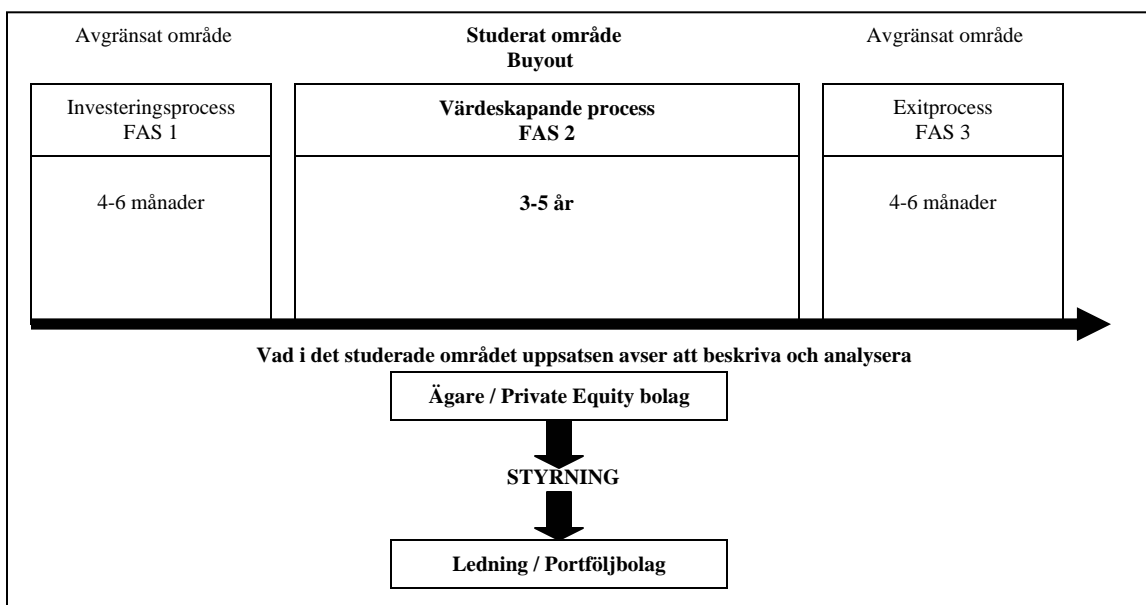
Uppsatsen syfte är att beskriva och analysera Private Equity bolags styrning av portföljbolag, för att därmed implicit studera ägarnas roll i den värdeskapande processen.

Här ingår att identifiera Private Equity bolagens dominerande styrfunktioner.

1.6 Avgränsning

Uppsatsen kommer inte att behandla Private Equity formerna Venture Capital och affärsänglar. Att inkludera Venture Capital och affärsänglar i uppsatsen skulle bli allt för omfattande, då detta är en annan typ av investeringsinriktning, vilket kan leda till andra implikationer i fråga om ägaraktivitet. Begreppen har inledningsvis beskrivits, för att skapa en förståelse kring de olika formerna av Private Equity. Istället avser uppsatsen att studera Buyout investeringar och på grund av den definitionsproblematik som föreligger, kommer ingen åtskillnad att göras beträffande begreppen Leveraged Buyout och Management Buyout. Vidare kan det förkomma viss problematik att definiera exit, eftersom de studerade Private Equity bolagen fortfarande innehar ägarandelar i portföljbolagen. Portföljbolagens börsintroduktion har i de studerade bolagen definierats som exit.

Uppsatsen ämnar studera den svenska Private Equity branschen och avgränsas till att studera Private Equity bolag utifrån ett ägarstyrningsperspektiv under ägandefasen. Varken investeringsprocessen eller exitprocessen kommer att behandlas, eftersom uppsatsen enbart ser på ägarnas roll under den värdeskapande processen. Nedanstående figur sammanfattar uppsatsens inriktning och de områden som avgränsas.



Figur 3: Sammanfattande figur över uppsatsens inriktning. (Egen konstruktion)

1.7 Uppsatsens målgrupp

Uppsatsen riktar sig till universitetsstudenter med intresse av ägarstyrning och Private Equity, men vänder sig också till andra studenter med företagsekonomiska förkunskaper. Vidare ämnar uppsatsen kunna attrahera intressenter inom Private Equity branschen.

1.8 Uppsatsens disposition

Kapitel 2 - Metod

Metodkapitlet förklarar uppsatsens tillvägagångssätt. Det centrala i metodkapitlet är att beskriva uppsatsens kvalitativa upplägg.

Kapitel 3 - Teori

Teorikapitlet är indelat i tre olika delområden, vilka enligt tidigare forskning visar på värdeskapande i en Buyout transaktion. Den teoretiska referensramen utgår från delområdena interaktion, strategi och finansiering.

Kapitel 4 – Presentation av fallföretagen

Detta kapitel presenterar uppsatsens fallföretag. Sekundärdata är framförallt inhämtad från fallföretagens prospekt, årsredovisningar och pressmeddelanden.

Kapitel 5 – Empiri

Empirikapitlet redogör i sammanfattande text för vad som framkommit under datainsamlingen från fallföretagen. Primärdata består av fyra intervjuer.

Kapitel 6 – Analys

I analyskapitlet kommer uppsatsens empiri analyseras utifrån uppsatsens teoretiska referensram. En analysmodell presenteras i detta kapitel, vilken är till hjälp för att följa hur analysen närmar sig uppsatsens slutsats.

Kapitel 7 – Slutsats

I detta kapitel presenteras uppsatsens slutsats, tillsammans med förslag till vidare forskning.

2 Metod

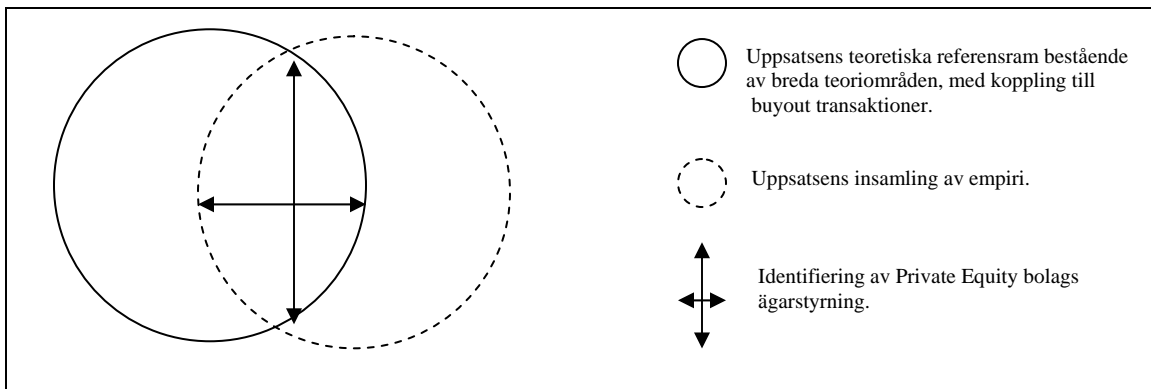
I detta kapitel presenteras inledningsvis uppsatsens kunskapssyfte och ansats, vilket åskådliggör uppsatsens förhållningssätt till den producerade kunskapen. Den kvalitativa datainsamlingsmetoden beskrivs först på ett övergripande plan för att därefter mynna ut i en figur som sammanfattar den kvalitativa datainsamlingsmetodens förhållningssätt till kunskapssyfte och ansats. Vidare beskrivs uppsatsens tillvägagångssätt genom fallstudie, vilket kan anses vara centralt i metodkapitlet. Senare i kapitlet kategoriseras primär- och sekundärdata, vilket ligger till grund för uppsatsens datainsamling. Hur intervjuerna är strukturerade och vilket tillvägagångssätt som har använts beskrivs under intervjumetod. Kapitlet avslutas med att kritiskt granska uppsatsens källor tillsammans med den generella reliabiliteten och validiteten.

2.1 Utgångspunkt – kunskapssyfte och ansats

Det finns många metodskolor inom samhällsvetenskaplig forskning och alla har sina specifika antaganden. Samhällsforskaren ställs inför valsituationer och vad som väljs kan inte betecknas som rätt eller fel, utan varje val för med sig både för- och nackdelar (Denscombe, 2000). Ett viktigt val för forskaren är att förstå och förklara vad den producerade kunskapen ska användas till. Forskaren måste välja ett av många kunskapssyften (Andersen, 1998). Ett av kunskapssyftena kan vara att beskriva något, vilket denna uppsats ansluter sig till. Uppsatsen ska därmed deskriptivt se ägarstyrningen från ett Private Equity perspektiv. Andersen (1998) menar att beskrivningarna kan avse individer, situationer eller händelser, vilket författaren betecknar som olika fenomen i samhället. Jacobsen (2002) menar att en förståelse först kräver en beskrivning. Avsikten med uppsatsen är att förstå hur Private Equity bolag styr portföljbolag, genom att beskriva ägarstyrningen från två perspektiv.

För att kunna besvara syftet kommer uppsatsen är att beskriva ägarstyrningen ur ett historiskt perspektiv, det vill säga under den värdeskapande fasen. Att gå ut i verkligheten och beskriva en historisk händelse med öppet sinne har fått kritik, då denna ansats skapar mycket data, vilken kan bli svår att konkretisera (Jacobsen, 2002). För att begränsa data har uppsatsen en deduktiv forskningsansats. Viss kritik har riktats mot att den deduktiva ansatsen begränsar informationsinsamlingen och att forskaren bara försöker bekräfta det man letar efter. Begreppen ägarstyrning och Private Equity är vaga begrepp, varav olika personer definierar och lägger olika innebörd i begreppen. En induktiv forskningsansats skulle därmed ge undersökningsobjekten allt för stort spelrum,

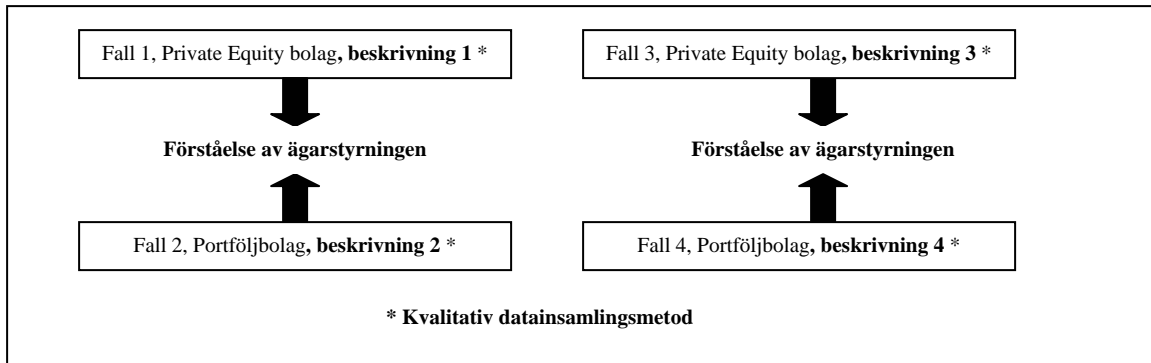
vilket skulle göra det svårt att konkretisera det undersökta, vilket däremot den deduktiva ansatsen ger möjlighet till. Uppsatsens teoretiska referensram, som framhäver värdeskapande processer i en Buyout transaktion består av många olika delteorier. Burrell (1987) menar att en förståelse bäst skapas med hjälp av många olika delteorier, vilket stödjer uppsatsens breda referensram. Nedanstående figur visar hur uppsatsens teoretiska referensram ska bidra till att identifiera Private Equity bolags ägarstyrning.



Figur 4: Teori och empiri – en deduktiv forskningsansats. Egen konstruktion med inspiration från Lundahl et al (1999).

2.2 Den kvalitativa datainsamlingsmetoden

Insamling av empiri är framförallt gjord med hjälp av intervjuer och således är uppsatsens dominerande datainsamling av kvalitativ karaktär. Denna typ av datainsamling lämpar sig då uppsatsen avser att studera ett fenomen på djupet. Den kvalitativa metoden fångar upp många olika vinklingar av ett och samma fenomen (Jacobsen, 2002). Vid datainsamlingen har det visat sig att mycket av forskningen inom Corporate Governance varit av kvantitativ karaktär, exempelvis hur olika sammansättningar av ägare och styrelser inverkar på lönsamheten. Vidare är den relativt begränsade omfattningen av forskningsartiklar som behandlar Private Equity ofta av kvalitativ karaktär. Utifrån problemdiskussionen och syftet i inledningskapitlet, ter det sig naturligt att i denna uppsats använda en kvalitativ datainsamlingsmetod. För att förstå sociala fenomen, måste forskaren observera hur människor beskriver verkligheten med ord (Jacobsen, 2002). Uppsatsen ansluter sig därför till det hermeneutiska synsättet och försöker få närhet till fenomenet, för att skapa en förståelse för ägarstyrningen ur ett Private Equity perspektiv. Nedan presenteras en sammanfattande figur över vad som hittills framkommit i kapitlet.



Figur 5: Beskrivning, förståelse och kvalitativ datainsamlingsmetod. (Egen konstruktion)

2.2.1 Fallstudie

Ovanstående modell beskriver att uppsatsen genom kvalitativ datainsamling ämnar skapa djupare förståelse för ägarstyrningsfenomenet, genom fyra mindre fallstudier. I en intensiv utformning, där forskaren är intresserad av att få nyanserade beskrivningar, lämpar sig fallstudier (Jacobsen, 2002). Merriam (1993) beskriver fallstudien som en empirisk undersökning, av ett fenomen i sitt verkliga sammanhang. Avsikten är att fenomenet ägarstyrning, genom en fallstudie kring ett fåtal undersökningsenheter, ska beskrivas utifrån sitt verkliga sammanhang. Uppsatsens utformning ska öka relevansen i beskrivelsen och förståelsen av ägarstyrningen. Avsikten är inte att uppsatsen ska ge något generaliserbart resultat, vilket ett ökat antal undersökningsenheter eventuellt skulle medföra.

Lundahl et al (1999) menar att en fallstudie antingen kan vara en ögonblicksstudie eller en förloppsstudie, varav förloppsstudien som studerar fenomenets förändring under en längre period, bäst lämpar sig om forskaren vill få en djupare förståelse. Då uppsatsen begränsas av tillgång till information hos undersökningsobjekten och då uppsatsen ingår inom grundutbildning, är denna studie mer att karaktärisera som en ögonblicksstudie.

2.2.2 Val av fallföretagen

Tillgång till information i de båda Private Equity bolagen var inledningsvis begränsad. Tillfrågade bolag poängterade vid inledande kontaktsamtal att viss data kan vara sekretessbelagd. Val av företag är därav inte fullt ut aktiva, utan tillgängligheten av relevant data har i stor utsträckning styrt uppsatsen mot de valda bolagen. Uppsatsen har trots inledande svårigheter fått tillgång till portföljbolag inom liknande bransch och konjunkturcykel. De valda Private Equity bolagen är Ratos och Nordic Capital. För att

studera ägarstyrningen i Ratos har samtidigt Lindab, som genomgått Buyout transaktionen under Ratos ägande, studerats. På motsvarande sätt har BE Group som genomgått Buyout transaktionen under Nordic Capitals ägande studerats. Private Equity bolag kan inte betraktas som en homogen grupp, utan är snarare en heterogen grupp av aktörer på den finansiella marknaden, se Kaplan & Schoar (2002). Den största skillnaden mellan Nordic Capital och Ratos är att den senare är ett börsnoterat bolag. Portföljbolagen var under Buyout transaktionen verksamma inom svensk tillverkningsindustri. Skillnader mellan Private Equity bolagen kommer att utnyttjas i analysen, vilket ökar nyanseringen av ägarstyrningsfenomenet i de studerade Private Equity bolagen.

2.3 Datainsamling

I uppsatsen ingår både primärdata och sekundärdata. Primärdata och sekundärdata kan komplettera varandra och det är ofta idealiskt att använda båda typerna av data (Jacobsen, 2002). I uppsatsen utnyttjas sekundärdata till inledande undersökningar av begreppet Private Equity och till fallföretagens officiellt givna perspektiv på ägarstyrning. Sekundärdata kompletteras sedan med primärdata, vilket utgör tyngdpunkten i uppsatsens empiriska kapitel.

2.3.1 Sekundärdata – SVCA, Årsredovisningar och Prospekt

Inledningsvis inhämtades data om Private Equity som företeelse framförallt från Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), men även från den europeiska motsvarigheten European Private Equity & Venture Capital Association. Sekundärdata med relevans från ett ägarstyrningsperspektiv inhämtades från Private Equity bolagens och dess portföljbolags årsredovisningar, pressmeddelande och prospekt. Den teoretiska referensrammen består av litteratur och vetenskapliga artiklar.

2.3.2 Primärdata – Intervjuer på fallföretagen

Uppsatsens primärdata består av individuella intervjuer med nyckelpersoner på fallföretagen. Denna del av datainsamlingen ger uppsatsen det djup som är nödvändigt och utgör därmed det centrala i uppsatsens empirikapitel. Respondenterna på Private Equity bolagen har varit delaktiga och haft insyn i portföljbolagens värdeskapande

process. På portföljbolagen har respondenterna varit med eller delaktiga i ledningens arbetsprocess under Buyout transaktionen. Följande är uppsatsens respondenter:

Anna-Karin Celsing, Informationschef, Ratos.

Anders Persson, HR/IR direktör, Lindab.

Måns Folkesson, Partner, Nordic Capital.

Torbjörn Clementz, CFO, BE Group.

2.4 Intervjumetod

Intervjuer kan ta sig i uttryck i många olika former. Lundahl et al (1999) nämner den semistandardiserade intervjun, som en intervjuform mellan den standardiserade och den ostandardiserade intervjun. Den standardiserade intervjun kännetecknas av att ett frågeformulär följs noggrant. Avsikten vid intervjutillfällena med respondenterna var att följa en intervjuguide, utformad efter uppsatsens teorikapitel, men samtidigt kunna ställa följdfrågor för att få uttömmande svar. Intervjutillfällena var således semistandardiserade och uppsatsens intervjuguides finns att tillgå som bilagor.

Lundahl et al (1999) menar att intervjuer även kan indelas efter vilket svarsutrymme respondenten får. Antingen kan intervjuerna vara strukturerade eller fria intervjuer. Den strukturerade intervjun karaktäriseras av att vara fokuserad och informationsinriktad. Uppsatsens intervjuer ämnar vara fria, vilket enligt Lundahl et al (1999), kännetecknas av att förutom vara informationsinriktad, dessutom dialogutvecklande, vilket gör att respondenten kan utveckla sina beskrivningar. Samtidigt menar Andersen (1998), att den öppna intervjuformen, som ofta används för att skapa djupare förståelse för ett visst fenomen, ställer höga krav på forskaren, eftersom mycket information ska tolkas. Avsikten med de individuella intervjuerna kan sammanfattningsvis, beskrivas med att intentionerna var att skapa en djup och öppen dialog, men samtidigt standardiserad och informationsinriktad, för att inte data skulle bli alltför svårtolkad. Intervjuerna har genomförts via telefon och varje intervju har tagit mellan 40 och 60 minuter i anspråk. Telefonintervjuer betraktades tidigare som tvivelaktiga inom den akademiska forskningen, men är idag acceptabla, då forskning visat att informationen får samma tillförlitlighet som besöksintervjuer (Denscombe, 2000).

2.4.1 Från rådata till uppsatsens empirikapitel

Den mängd data som framkom under intervjutillfällena har bearbetats med stöd från Jacobsen (2002). Inledningsvis var intervjumaterialet mycket detaljerat och överskådligt. Jacobsen (2002) menar att kvalitativ data visserligen ska vara detaljrik, men inte på bekostnad av läsbarheten. Utifrån detta har empirikapitlet strukturerats utifrån tre ledord; beskrivning, värdering och förklaring. Jacobsen (2002) menar att beskrivning av en situation kan följas upp med respondentens värdering. Således är respondentens beskrivning av situationen följd av dennes mer personliga och i vissa fall värdeladdade åsikter. I vissa fall har respondenten motiverat sina åsikter till den beskrivna situationen, vilket Jacobsen (2002) benämner förklaring. För att ytterligare strukturera empirikapitlet, finns kursiverade ämnesord utifrån huvudområdena i intervjuguiderna, vilket underlättar läsningen.

2.5 Hur ”goda” är uppsatsens slutsatser?

Detta kapitel beskrev inledningsvis att inga metodupplägg är rätt eller fel, utan metodvalen passar bättre eller sämre, givet studiens problemdiskussion och syfte. Metodupplägget har efter bästa förmåga utformats, utifrån att en god förståelse för ägarstyrning i ett Private Equity perspektiv ska kunna skapas. Studien är dock begränsad, för att passa inom ramen av en 10 poängs magisteruppsats. Viss kritik bör framhävas av uppsatsens källor, vilket mynnar ut i uppsatsens generella validitet och reliabilitet.

2.5.1 Källkritik

Källkritik kan riktas mot uppsatsens sekundära och primära källor. De sekundära källorna, årsredovisningar och prospekt innehåller information som inte är anpassade till vårt syfte, varför det varit av stor vikt att kritiskt granska denna och hitta den information som behandlar uppsatsens synsätt på ägarstyrning. SVCA är en branschförening, varför deras rapporter har behandlats med utgångspunkten att informationen eventuellt ej fullt ut beaktar negativa aspekter inom Private Equity.

Primärkällorna har nackdelen av att den studerade ägarstyrningen inträffade för ett antal år sedan, varför kunskapen om händelsen inte är färsk hos respondenterna, samt att den information som framkom under intervjuerna kan bygga på respondenternas inläsning av sekundärkällor. Artsberg (2003) menar att det är graden av bearbetning av data som bör

avgöra om det är en primär eller sekundärkälla. Det är inte så enkelt så att alla intervjuer bör klassificeras som primärkällor. Då intervjupersonernas förhållande till det som ska studeras kan vara distanserat både på grund av tidsaspekten och kunskapsmässigt, kan denna typ av källa snarare vara refererande av det som studeras och därmed betraktas mer som en sekundärkälla än en primärkälla. Då uppsatsen består av fyra intervjuer, bör dock uppsatsen sammantaget kunna identifiera Private Equity bolagens ägarstyrning. Uppsatsen tappade lite av närheten, då de individuella intervjuerna genomfördes via telefon, men samtidigt menar Denscombe (2000) att data genom telefonintervju får samma tillförlitlighet som besöksintervjuer. Telefonintervjuerna genomfördes med högtalartelefon och ljudupptagning.

Den primärdata som framkommer under en intervju, är påverkad av forskaren själv och den kontext intervjun utspelar sig i (Arbnor, 1994). Jacobssen (2002) talar om intervjuareffekter och kontexteffekter, vilka kan påverka intervjuens innehåll. Då den primära datainsamlingen gjorts genom telefonintervjuer, har både intervjuareffekter och kontexteffekter minimerats. Respondenterna har kunnat befinna sig på valfri plats, samtidigt som författarnas beteende inte påverkat respondenterna.

Viss kritik bör även riktas mot de böcker och artiklar teorikapitlet är uppbyggt av. En majoritet av litteraturen är skriven av internationella författare och forskare, samtidigt som studien avgränsar sig till fyra fallföretag i Sverige. Detta anses inte vara ett hinder för uppsatsens utförande, men Claessen (2006) påpekar dock att ägarstyrning bör ses från det specifika landets kontext, då kontexten skiljer sig åt mellan länder och därmed inverkar olika på ägarstyrningen.

2.5.2 Validitet och Reliabilitet

Uppsatser ska alltid försöka minimera problem med validitet (giltighet) och reliabilitet (tillförlitlighet) och därmed förhålla sig kritiskt till kvalitén på den data som insamlats (Jacobsen, 2002). Jacobsen (2002) beskriver vidare att giltigheten kan delas in i intern respektive extern giltighet. Den interna giltigheten är hög om forskaren fått det som denne var ute efter. Bryman (2002) menar att den interna validiteten är hur väl forskarens mätinstrument mäter det de är avsedda att göra. Då teorikapitlet spänner över ett stort område bör det som var avsikten att mäta, i någon form kunna identifieras. Jacobsen (2002) menar att den externa giltigheten kan definieras som graden av överförbarhet. Uppsatsen har en låg överförbarhet, men samtidigt antas andra Private Equity bolags ägarstyrning kunna kännetecknas av några av de faktorer denna uppsats nämner i slutsatsen. Metodupplägget är av den karaktären att generaliserbarheten är låg, vilket

även varit avsikten. Istället har tillförlitligheten prioriterats och därmed har val av respondenter med tillräcklig insyn i det som studeras varit av största vikt.

Slutligen bör metoduppläggets styrkor poängteras. För det första skapas förståelse av Private Equity bolagens styrning från två olika perspektiv. Detta gör att ett djup i styrningen skapas. För det andra studeras två olika Private Equity bolag. Detta leder till att analysen blir mer nyanserad. Dessutom bör styrkan av att uppsatsen använder både sekundär- och primärkällor framhävas.

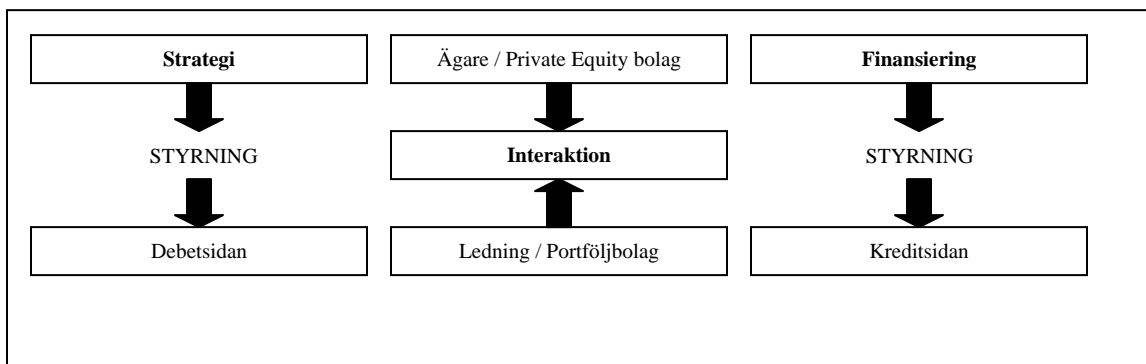
3 Teori

Inledningsvis motiveras val av teoretisk referensram, vilket ligger till grund för kapitlets fortsatta framställning. Teorikapitlet börjar med en inledande beskrivning av begreppet Corporate Governance, för att senare behandla de tre olika delområdena; interaktion, strategi och finansiering. Interaktionsavsnittet har sin utgångspunkt i samspelet mellan ägare och ledning. Vidare avser strategiavsnittet att behandla aktiviteter som inverkar på balansräkningens debetsida. Finansieringsavsnittet avslutar teorikapitlet och behandlar aktiviteter som i huvudsak berör balansräkningens kreditsida.

3.1 Teoretisk referensram – värdeskapande processer

Den teoretiska referensramen har sin utgångspunkt i värdeskapande processer som sker under ägandefasen. Det totala värdet i en Buyout transaktion är ett resultat av olika faktorer som samverkar tillsammans i en komplex process under olika faser i värdekedjan (Berg et al, 2005). Teorikapitlet kommer inte att behandla alla faser som äger rum i värdekedjan under en Buyout transaktion, utan avsikten är istället att isolerat se på de processer som leder till värdeskapande inom portföljbolaget under ägandefasen. Därmed exkluderas investeringsfasen och exitfasen i värdekedjan, eftersom dessa områden ligger utanför uppsatsen syfte och undersökningsområde.

Enligt Berg et al (2005) kan två varianter av värdeskapande urskiljas i en Buyout transaktion. Den ena extremen innebär att värdeskapande uppstår inom portföljbolaget oberoende av Private Equity ägarnas egenskaper. Den andra extremen avser värdeskapande som uppstår i portföljbolaget och som är en direkt följd av de specifika egenskaper som Private Equity ägarna besitter. Teorikapitlet ämnar behandla den senare, det vill säga de områden där Private Equity ägarna på ett eller annat sätt kan tänkas vara involverade i portfölj företagets värdeskapande. Värdeskapande processer eller aktiviteter kan enligt Porter (1985) delas in i primära och sekundära hjälpmedel. Berg et al (2005) har i sin artikel skapat ett aggregerat ramverk för att förstå hur primära och sekundära hjälpmedel tillsammans kan skapa värde i en Buyout transaktions olika faser. Utifrån artikeln har tre delområden kunnat identifieras och som belyser den värdeskapande processen under ägandefasen i en Buyout transaktion. Nedanstående figur redogör för dessa delområden och fungerar som en utgångspunkt för teoriframställningen.



Figur 6: Teorikapitlets olika delområden. (Egen konstruktion)

3.2 Corporate Governance – en utgångspunkt

Corporate Governance begreppet florerar idag inom många kontexter och det finns meningsskiljaktigheter i vad begreppets definition innefattar (Claessen, 2006). En bred definition framhäver Corporate Governance begreppet som en struktur, i vilket ett företag verkar i när ägandet är skiljt från ledningen. Denna struktur styr och kontrollerar företaget (Cadbury Committee). Redan 1932 konstaterade Berle och Means i skriften *The Modern Corporation and Private Property* att företagen i USA blivit så stora att ägandet var skiljt från ledningen (Shannon, 1934). Ägandets roll för styrning och kontroll har sedan dess varit omdiskuterat utifrån hur denna funktion ska se ut för att företaget ska ges förutsättningar för maximalt värdeskapande. Det bör påpekas att strukturen för styrning och kontroll av företag inom Corporate Governance studier, även innefattar andra intressenter enligt intressentmodellen⁹. Intressenternas potential till att påverka företagets utveckling beror på deras maktposition och förmågan till att skapa sammanslutningar med andra intressentgrupper (Bruzelius et al, 2000). Dock har ägare, styrelse och ledning en central roll inom Corporate Governance strukturen och därmed de dominerande funktionerna för styrning och kontroll.

Det finns ett tomrum i att förstå vilka förutsättningar ägandet behöver för att framgångsrikt utövas och ägandefunktionen har inte blivit tillräckligt uppmärksam, främst på grund av att denna funktion allt för ofta blivit förknippad med makt (Carlsson, 1997). Separationen mellan ägandet och ledningen, bidrog till att kompetens i uppbyggnaden av företagen fokuserades kring ledningen, vilket gjorde att ledningen fått mycket självständig och stark roll gentemot ägarsidan. En stark och självständig ledning behöver dock inte utesluta en stark och kompetent ägare. En optimal situation är när både

⁹ Exempelvis anställda, leverantörer, kunder och media.

företagsledning och ägare är starka och kompetenta. En nödvändig förutsättning är dock att ansvarsfördelningen är väl definierad och att företagsledningen har sitt klara mandat (Carlsson, 2001).

3.3 Interaktion

Avsikten med det här avsnittet är att behandla interaktionen mellan ägare och ledning. Utgångspunkten blir att beskriva ägarnas funktion och se deras förhållningssätt till ledningen. Ägarnas funktion och interaktion med ledningen beskrivs utifrån valda teoriområden.

3.3.1 Ägarnas roll och funktion

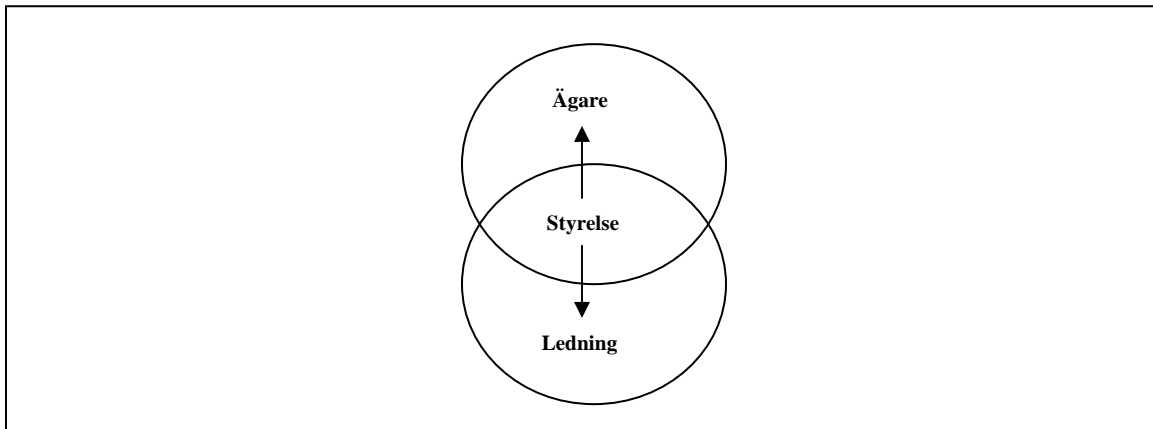
Det finns olika sätt att se på ägarnas roll och funktion. Hedlund et al (1985) delar in ägarrollen i tre olika ägarkategorier; exit, voice och loyalty. Författarna menar att ägarna har olika mål och syften med sitt ägande, vilket påverkar deras beteende. Exitbeteendet karaktäriseras av att investerarna tar investeringsbeslut utifrån information om avkastningsmöjligheterna och de har kortsiktiga investeringshorisonter. I voicebeteendet framhävs istället möjligheter till att påverka och få inflytande på företagets ledning. Ett ökat innehav av kontrollandelar i bolaget leder i regel till ett ökat voicebeteende. Loyaltybeteendet karaktäriseras av att både exit- och voicebeteendet uppkommer samtidigt hos en investerare. Ägare med loyaltybeteende tenderar också att ha kvar sitt aktieinnehav trots försämrad lönsamhet i företaget, detta då man oftast har andra syften än att maximera avkastningen.

Utöver att tillhandahålla riskkapital bidrar ägandet enligt Carlsson (1997) med en ägandefunktion vilken omfattar tre huvudelement; affärsriskkompetens, metaledningskompetens och ägaridé. Utöver dessa element, finns en fjärde dimension som är avgörande för hur framgångsrik ägarkompetensen blir. Den fjärde övergripande dimensionen är att de tre huvudelementen ska stödja varandra. Affärsriskkompetens består av en insikt i verksamhetens risklogik och riskdynamik. Alla typer av affärsverksamheter har sin specifika logik och dynamik. En utbredning av ägandet har lett till att olika ägarkretsar skapat djupkunnande i risklogiken och riskdynamiken, i specifika typer av affärsverksamheter. En specialisering av kunnande inom ägarkretsar kan även specialiseras på risklogik och riskdynamik i olika faser av ett företags livscykel (Carlsson, 1997).

Metaledning handlar om förmågan att skapa de rätta förutsättningarna för att stödja organisationen. Genom metaledningen kan ägarna bidra med en situationskompetent ledning och ett adekvat kravställande. Metaledning är en förmåga att mobilisera makt och därmed allokera makt så att rätt typ av kompetensutveckling stöds. En ägaridé består av en vision och de värderingar denna vision innefattar. Ägaridén ska vägleda och ge motivation till verksamhetens fortlöpande (Carlsson, 1997). Ägaridén omfattar mer än att bara öka ägarnas förmögenhet. Långsiktigt värdeskapande förutsätter enligt Carlsson (1997) en långsiktig vision.

3.3.2 Styrelsen

Styrelsen är ett instrument som ska säkerställa att ledningen agerar i ägarnas intressen (Fama et al, 1983). Keasey et al (1999) menar att ägarna inte kan bevaka sina personliga intressen och därför fungerar styrelsen som en viktig kontrollmekanism för ägarna. Carlsson (2001), anser att styrelsen bör ses ifrån ett dualistiskt perspektiv. Styrelsens funktion innefattar både ett ägar- och ledningsperspektiv. Ägarfunktionen skapas då bolagsstämman utser styrelsen. Ledningsfunktionen skapas då styrelsen som högsta bolagsorgan¹⁰ är ansvarig för bolagets förvaltning inför ägarna (Carlsson, 2001). Styrelsen har till uppgift att företräda samtliga aktieägare och därmed se till att ägarintresset tillgodoses (Carlsson, 1997).



Figur 7: Styrelsens dualistiska roll. (Källa: Carlsson, 2001)

¹⁰ Aktiebolagslag (SFS 2005:551), 8 Kap. 1-26 §§

3.3.3 Principal-agentteorin

Agentteorin kan användas för att beskriva förhållandet mellan ägare, styrelse och ledning. (Hunger, 1996). Jensen och Meckling (1976) framhåller att olika aktörer har olika mål, vilket ligger bakom mycket av den forskning som idag bedrivs mellan ägare och ledning. Agentteorin framhäver en inneboende konflikt mellan ägare och ledning. Det fundamentala i Jensen och Mecklings studie (1976) är att konflikter uppstår då informationen är asymmetrisk i förhållandet mellan ägarna och ledningen. Teorin bygger vidare på att både principalen och agenten är nyttomaximerande. Detta medför att det skapas ett visst utrymme för agenten att agera på principalens bekostnad. Konflikten mellan ägare och ledning är relevant i Buyout kontexter (Opler et al., 1993).

Konflikten mellan ägare och ledning skapar agentkostnader. Agentkostnader kan kategoriseras i tre olika grupper; övervakningskostnader, bindningskostnader och residualkostnader. Övervakningskostnader innefattar de kostnader som uppkommer då principalen övervakar agenten. Principalen har ett behov av att återfå den kontroll målkonflikten och informationsasymmetrin innebär. Bindningskostnader är de kostnader principalen har mot agenten på grund av sina förpliktelser. Residualkostnader uppstår på grund av att agenten inte agerar optimalt, utan nyttomaximerar och därmed tar beslut i egenintresse, vilket inte gynnar företagets värde (Jensen, 1986). Buyout transaktioner kan leda till ökade incitament för ledningen att agera i ägarnas intresse och kan därmed resultera i lägre agentkostnader. Detta förväntas ske då företagets ledning ofta innehar en aktiepost i portföljbolaget (Berg et al, 2005). Lägre agentkostnader är en bidragande faktor som kan skapa värde i en Buyout transaktion (Wright et al., 2001), men lägre agentkostnader leder inte per automatik till framgång för portföljbolaget eftersom ett flertal andra faktorer inverkar på värdeskapandet (Bull, 1989).

3.3.4 Parenting effect

Berg et al (2005) anser att Private Equity bolags involvering i portföljbolagen varierar och därmed skiftar graden av support, så kallad parenting effect, portföljbolaget får i den värdeskapande processen. Portföljbolaget saknar i många fall entreprenöriell anda vid uppköpet och att Private Equity bolaget kan bidra med denna kraft under ägandefasen. Den nya struktur som uppkommer mellan Private Equity bolaget och portföljbolag minskar ofta byråkratin (Wright et al, 2001). Positiva effekter uppkommer i interaktionen mellan Private Equity bolaget och portföljbolaget, då kommunikationskanalerna blir direkta och obyråkratiska (Kester et al., 1995). Private Equity bolagen är ofta utanför den

operationella verksamhetens insyn, trots detta står de närmare till den operationella verksamheten, än vad koncerners styrelser i traditionella bolag gör (Bull, 1989). Enligt Anders (1992) lägger Private Equity bolagen ner mycket tid på att hitta och välja ut rätt ledningsgrupp under den värdeskapande processen.

3.3.5 Nätverk

Nätverksteorin fokuserar på hur relationer mellan personer upprättas och utvecklas. Detta synsätt präglas av att ingenting är isolerat från sin omvärld. Forskningen inom nätverksteorin har haft många olika teoretiska ansatser, vilket resulterat i att ingen entydig dominerande teori för nätverksanalys växt fram. På 1960-talet menade forskare att organisationer var situationsberoende¹¹ och poängterade att omgivningen påverkade verksamhetens organisation (Nygaard, 2002). Lawrence och Lorsch¹² (1967) studie menar att stabila omgivningar medför en stabil organisation, medan dynamiska omgivningar medför en öppen organisationsform. Att organisera verksamheten efter omgivningen skulle ge bäst effektivitet för företaget. Studien fokuserade på relationernas betydelse, vilket var utgångspunkten i nätverksteorins begynnelse. Under 1990-talet har forskningen inom nätverksteori intensifierats och speciellt kunskapsnätverk, har fått uppmärksamhet. Företag är beroende av att skaffa sig ny kunskap. Idag befinner sig företag i en nätverksekonomi som kännetecknas av att det i verksamheter är samarbete över formella gränser (Nygaard, 2002).

En nätverksanalys består av struktur- respektive processanalys. Strukturerna förklarar vilka relationer som finns inom nätverket, medan processanalysen beskriver vad denna relation innehåller. Nätverksanalysen måste innehålla en beskrivning av såväl relationen som relationens innehåll för att vara konstruktiv (Nygaard, 2002). Håkansson och Snehota¹³ (1995) menar att det finns viss karakteristika i såväl nätverkets struktur som process. Författarna påpekar dock att varje nätverk är unik, men har genom sina studier kunnat göra följande generalisering utifrån svenska nätverk. Nätverkets struktur är kontinuerlig, komplex och informell. Nätverkets process är präglad av samarbete som är socialt grundade och rutinpräglade. Med detta generella karakteristikum kan nätverket klassificeras som starkt eller svagt. Starka nätverk är utifrån strukturperspektivet stabila, komplexa och byggda på informella grunder. Från processperspektivet är starka nätverk

¹¹ Engelska benämningen är Contingency Theory.

¹² Lawrence Paul & Jay Lorsch, (1967), *Organization and Environment*, Harvard University Press, Cambridge.

¹³ Håkansson, Håkan & Ivan, Snehota, (1995), *Developing relationships in business networks*, Routledge, International Thomson Business.

präglade av samarbete, förtroende och institutionalisering av roller. Svaga nätverk uppkommer då relationerna är få, asymmetriska och formella på strukturnivå. På processnivå har parterna i de svaga nätverken låg påverkningsgrad sinsemellan (Nygaard, 2002). Berg et al (2005) menar att Private Equity bolag med sitt nätverk kan skapa värde i portföljbolagen.

3.4 Strategi

Avsikten med det här avsnittet är att behandla strategiförändringar och operationella förändringar, vilka är kopplade till ägarnas affärsplan. Utgångspunkten blir därmed aktiviteter som inverkar på balansräkningens debetsida.

3.4.1 Ägarnas handlingsplan

Finansiering via hög belåning har under en längre tid använts av Private Equity aktörer för att skapa värde i förvärvade portföljbolag. Det har förelegat en viss fördröjning hos dessa Private Equity aktörer att inrikta sig på andra värdeskapande processer som adderar värde i portföljbolagen (Berg et al, 2005). Emedan marknadsförutsättningar har förändrats har man nödsakats att se på alternativa processer som skapar värde i portföljbolagen, vilket sträcker sig bortom kapitalstrukturens sammansättning (Baker et al, 1998). Enligt Industrivärdens delårsrapport (2003) kan aktivt ägande genom en handlingsplan (affärsplan) skapa värde under ägandefasen. Wahlbäck (1994) framhåller betydelsen av en väl genomtänkt strategi och affärsplan, i vilket man skall kunna bedöma företagets styrkor och svagheter. Vidare anser Wahlbäck (1994) att ledningen sällan är bäst lämpad att ensam ta hand om den slutliga presentationen av affärsplanen. Detta eftersom allt för mycket tas för givet i affärsplanen och att investerarperspektivet försummas. Strategiförändringar tillsammans med operationella förbättringar implementeras under ägandefasen, men är i regel beskrivna och fastställda i affärsplanen. I praktiken är det inte frågan om en linjär process, utan snarare en iterativ process i vilket affärsplanen kontinuerligt uppdateras (Berg et al, 2005).

3.4.2 Strategisk inriktning

Att förändra den strategiska inriktningen kan vara ett sätt att skapa värde i portföljbolaget. En Buyout transaktion kan leda till en omdefiniering av portföljbolagets övergripande

strategi, det vill säga inom vilken marknad portföljbolaget skall befinna sig i och vilka produkter företaget skall konkurrera med. Andra strategiska förändringar som kan inträda är att ägarna i sin handlingsplan, till exempel ser över områden som prissättning, produktkvalitet, kundservice och distributionskanaler. De strategiska förändringarna inverkar på hur tillgångarna inom portföljföretaget används. Två typer av strategiska inriktningar är vanliga vid Buyout transaktioner. Den första strategiinriktningen innebär fokus på kärnverksamheten, medan den andra lägger fokus på tillväxt och förvärv (Berg et al, 2005).

3.4.2.1 Fokusering på kärnaktiviteter

Easterwood et al (1993) undersökte 32 stycken Buyout transaktioner och studien visade på att den strategiska inriktningen hade förändrats under ägandefasen. I undersökningen ingick stora och etablerade företag i vilket en majoritet hade en diversifierad organisationsstruktur. Trots en diversifierad organisationsstruktur förändrades den strategiska inriktningen mot mer fokus på kärnverksamheten. Förändringen i den strategiska inriktningen mot mer relaterade affärsområden bidrog till högre lönsamhet hos de studerade bolagen. Detta så länge som de orelaterade affärsområdena orsakade minskade konkurrensfördelar inom företagets kärnverksamhet. Vanligt är att aktiviteter som ligger utanför portföljbolagens strategiska inriktning och som inte skapar konkurrensfördelar säljs ut till andra aktörer. Resursallokering går istället till projekt som bibehåller eller leder till ökade konkurrensfördelar (Berg et al, 2005).

För att en lyckad exit i en Buyout transaktion skall föreligga förutsätter det i regel en stark tillväxt hos portföljbolaget under ägandefasen (Butler, 2001). Att enbart inrikta sig på interna förbättringar inom portföljbolaget är inte tillräckligt, det är därför vanligt att Private Equity bolag strävar efter nya innovativa lösningar eller initierar olika typer av interna tillväxtstrategier hos portföljbolagen (Wright et al, 2001). Även tillväxt genom olika typer av externa förvärv möjliggör värdeskapande hos portföljbolagen (Easterwood et al, 1993).

Arnold (2005) nämner tre typer av sammanslagningar och/eller förvärv¹⁴ som kan resultera i värdeskapande. Horisontella förvärv föreligger då ett likartat företag övertas. Motiven till den här typen av förvärv är främst stordriftsfördelar. Vertikala förvärv däremot uppstår då företag på olika nivåer i produktionskedjan förenas. Man gör i dessa

¹⁴ Det finns olika definitioner huruvida det är frågan om förvärv, fusion eller joint venture. Precis som Arnold (2005) ämnar uppsatsen ej gå in på teknikaliteterna kring de olika begreppen, utan avser förvärv i allmänhet.

sammanhang åtskillnad mellan vertikala förvärv som sker nedåt i produktionskedjan och förvärv som sker uppåt i produktionskedjan. Motiven med dessa förvärv är främst att man vill säkerställa distributionsmöjligheter, men även kostnadsreduceringar inom kontraktering och reklam. Ett konglomerat förvärv avser förvärv av företag som har en helt annan verksamhetsinriktning. Genom diversifiering reduceras risken, men kan även innebära kostnadsreduceringar och effektivitetsförbättringar. Den här typen av förvärv är mindre vanliga vid Buyout transaktioner, mer vanligt är istället förvärv inom relaterade affärsområden vilket ytterligare stärker kärnaktiviteterna hos portföljföretaget (Easterwood et al, 1993).

3.4.2.2 Buy-and-Build strategi

Vissa Buyout transaktioner är planerade Buy-and-Build strategier, vilket innebär att Private Equity bolag investerar i fragmenterade eller styckade företag. Investeringen i företaget fungerar sedan som en utgångspunkt för den fortsatta expansionen. Private Equity bolaget tillför kapital och kunnande i portföljföretaget, vilket möjliggör andra förvärv. Främsta syftet med den här typen av strategier är att befästa portföljbolagets marknadsposition och för att tillgodogöra sig stordriftsfördelar (Berg et al, 2005). Uppkomsten av synergier används i många sammanhang för att motivera olika typer av förvärv. Begreppet i sig har ingen tydlig och enhetlig betydelse, men kan förenklat förklaras med att helheten är större än delarna (Sevenius, 2003). Att det sammanslagna eller integrerade företaget har ett större värde än summa av de båda företagen var för sig kan förklaras utifrån följande samband (Arnold, 2005):

$$PV_{AB} = PV_A + PV_B + \text{Värde}$$

Där:

PV_A = Diskonterat kassaflöde från företag A

PV_B = Diskonterat kassaflöde från företag B

Värde = Värdet av synergieffekter

PV_{AB} = Diskonterat kassaflöde från det integrerade företaget

Vidare kan de synergier som uppkommer vid förvärv vara av två olika slag. Synergierna kan dels uppkomma genom intellektuell samverkan och dels genom ekonomisk samverkan (Sevenius, 2003). Där den förra är synergieffekter som skapas mellan människor beträffande arbetsmetoder, affärsinformation och ledningsstil. Värdeskapande

mellan Private Equity bolag och portföljbolag kännetecknas just av intellektuell samverkan och uppstår genom en interaktion dem emellan (Berg et al, 2005). Strategiska förvärv som portföljbolaget företar är den senare varianten av samverkan och motiveras utifrån vissa ekonomiska synergier (Easterwood et al, 1993). De ekonomiska synergier kan sammanfattas utifrån nedanstående sammanställning.

Kostnadssynergier	Innebär kostnadsreduceringar i det integrerade företaget i form av skalfördelar (economies of scale).
Intäktssynergier	Uppkommer via omfångsfördelar (economies of scope) då företagen genom korsförsäljning höjer intäkterna.
Finansiella synergier	Uppstår då det integrerade företaget kan sänka sina kapitalkostnader genom lägre risk samt genom ökat inflöde av internt genererade medel.
Marknadssynergier	Föreligger då det integrerade företaget har större förhandlingsstyrka på marknaden gentemot kunder och leverantörer.

Figur 8: Ekonomiska synergier – en sammanställning. (Källa: Sevenius, 2003)

3.4.3 Operationella förbättringar

Utöver den strategiska positioneringen hos portföljbolaget finns det andra metoder som leder till ökat värdeskapande. Att se över portföljföretagets tillgångar, det vill säga hur de olika tillgångarna samverkar och är sammansatta, kan vara ett sätt att skapa värde inom företaget. När olika typer av tillgångar förändras eller byts ut får det effekter på portföljföretagets operationella verksamhet. Det finns forskning som påvisar att Buyout transaktioner har en positiv inverkan på portföljföretagets operationella verksamhet och därmed deras lönsamhet (Berg et al, 2005).

3.4.3.1 Kostnadsreduceringar

Buyout transaktioner kan medföra operationella förändringar inom portföljbolaget med fokus på kostnadsreduceringar och ökade vinstmarginaler. Vidare ser ledningen vid en

Buyout transaktion över kostnadsstrukturen i företaget och de initierar olika typer av kostnadsprogram, med avsikt att reducera produktionskostnader och öka produktiviteten hos de befintliga fabrikerna (Wright et al, 2001). Viss uppmärksamhet inom den akademiska forskningen har tillägnat Buyout transaktioners inverkan på forskning och utveckling. Inom den akademiska forskningen har man inte ensidigt kunna skapa belägg för att en Buyout transaktion skulle leda till minskade utgifter för forskning och utveckling. Att en Buyout transaktion skulle leda till minskade utgifter för forskning och utveckling är därmed osäkert att uttala sig om (Berg et al, 2005). Studier visar även på att Buyout transaktioner leder till en förändrad organisationsstruktur, vilket resulterar i en mindre byråkratisk organisationsstruktur och därmed lägre overhead kostnader (Easterwood et al, 1989).

3.4.3.2 Kapitalbindning

Buyout transaktioner kan inverka på hur portföljföretaget ser på kapitalanvändningen. Buyout transaktioner är ofta förknippade med en förbättrad kapitalanvändning (Berg et al, 2005). Kapitalbindningen reduceras genom effektivare användning av portföljbolagets tillgångar, exempelvis genom effektivare användning av working capital (Baker et al, 1989). Arnold (2005) definierar working capital som skillnaden mellan kortfristiga fordringar och skulder. Att hushålla med kapitalbindningen får effekter i form av stärkt soliditet och förbättrad likviditet, vilket resulterar i ökade möjligheter att klara amorteringar till kreditgivare (Hallgren, 1996). Studier visar framför allt på effektivare hantering av lager och kundreskontra i Buyout transaktioner. Vidare att portföljbolagen i genomsnitt använder sig av mindre working capital än motsvarande industriföretag (Berg et al, 2005). Utöver ovan beskrivna åtgärder finns det studier som visar på en striktare investeringspolitik och att företaget i större utsträckning gör sig av med underutnyttjade tillgångar. Detta resulterar i operationella förbättringar och ökad total produktivitet, samtidigt som likviditeten förbättras så att portföljbolagens möjligheter att betala av skulder förstärks (Berg et al, 2005).

3.5 Finansiering

Ämnesområdet beaktar i huvudsak den högra sidan på balansräkning, det vill säga eget kapital och skulder. Dock får kapitalstrukturen i vissa fall effekter på ledningens agerande, vilket leder till vissa implikationer på debetsidan av balansräkningen. I det här avsnittet av teorikapitlet behandlas områden som optimal kapitalstruktur, skattesköld och kapitalstrukturens inverkan på ledningens agerande.

3.5.1 Optimal kapitalstruktur

Varje Buyout transaktion är i sig unik när det gäller uppsättningen av eget kapital i förhållande till främmande kapital. Hur kapitalstrukturen ser ut varierar mellan olika företag och industrier. De faktorer som inverkar på vilken kapitalstruktur som är lämplig för portföljbolaget är en kombination av mikro- och makrovariabler. Private Equity bolaget förväntas vid en Buyout transaktion ta hänsyn till vilken industri portföljbolaget befinner sig i samt portföljbolagets ekonomiska situation. Andra faktorer som inverkar är säsongsvariationer, expansionstakt, marknadsfluktuationer och portföljbolagets bruttomarginal (Gagliano et al, 2003). Kapitalstrukturens inverkan på företagets värde kan förklaras utifrån en teoretisk modell.

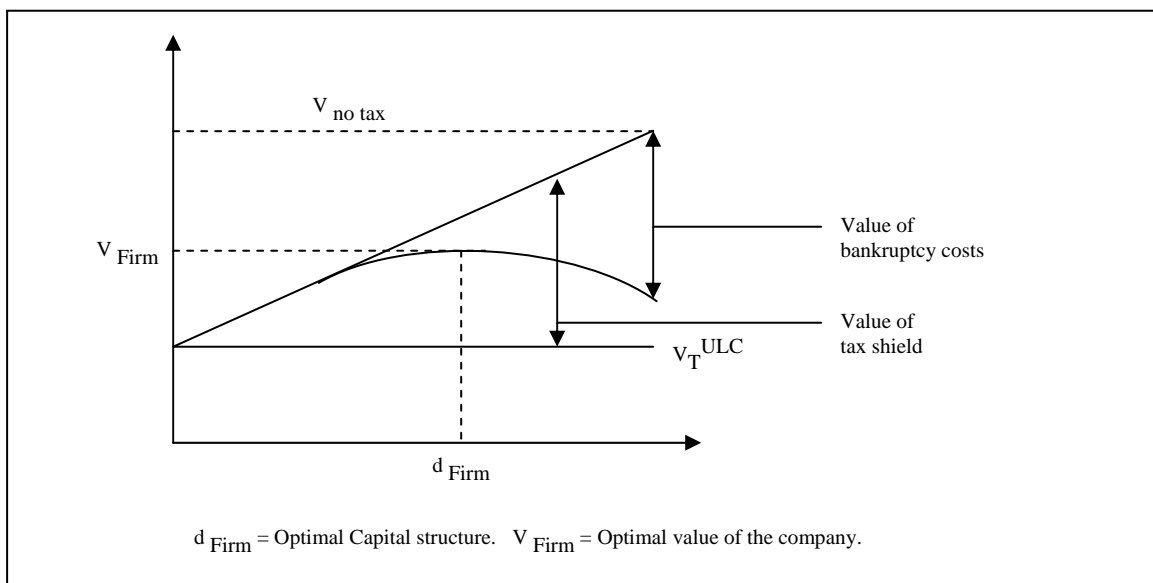
Merton Miller och Franco Modigliani (M&M) har med sina vetenskapliga artiklar belyst och skapat förståelse kring sambandet mellan skuldsättning och ett företags värde. M&M (1958)¹⁵ visar med sin första modell att värdet i ett företag är konstant oavsett vilken skuldsättningsnivå som tillämpas inom företaget. Det enda sättet att skapa värde för företaget utifrån denna modell är genom en ökning av företagets kassaflöde (Arnold, 2005). Modellen bygger på förenklade antaganden vilket inte alltid beskriver verkligheten på ett korrekt sätt men bidrar till att skapa insikt gällande optimal kapitalstruktur när modellen utvidgats.

M&M (1963)¹⁶ modifierar sin modell och tar hänsyn till skatter. Att i modellen även beakta skatter leder till ett helt annat resultat. Slutsatsen blir att företagets värde ökar med en högre belåning. Det har sin förklaring i att räntekostnader är avdragsgilla, vilket resulterar i lägre skatteutbetalningar och att företaget därmed drar nytta av sin skattesköld (Ross et al, 2002). Det besynnerliga utifrån denna modell är att nästintill full belåning leder till maximalt värde för företaget. Modellen bör därför utvidgas till att även inkludera antagandet om finansiellt trångmål (Financial distress). Med finansiellt trångmål avser man situationer där åtaganden gentemot långivare inte kan uppfyllas eller med svårighet kan uppfyllas (Arnold, 2005). Högre skuldsättning leder till ökad risk för finansiellt trångmål samtidigt som investerarnas avkastningskrav på eget kapital ökar. Detta innebär att det finns ett tillstånd där kostnaden för eget kapital och skulder är större än de skattelättnader man får via skatteskölden. Den optimala kapitalstrukturen är en

¹⁵ Modigliani, F. & Miller, M.H., (1958), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, American Economic Review, 48, June, pp. 433-43

¹⁶ Modigliani, F. & Miller, M.H., (1963), *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, American Economic Review, 53, June, pp. 433-43

trade-off mellan den vinst som uppkommer via skatteskölden och de kostnader företaget har i samband med finansiellt trångmål (Arnold, 2005). Den finansiella strukturen har en direkt inverkan på portföljbolaget och förklarar en del av det värde som skapas i företaget. Dock är i stor utsträckning själva värdeskapandet utanför själva portföljbolagets kontroll, eftersom Private Equity bolaget genom sitt anseende och sina kunskaper har en avgörande betydelse för minimering av kapitalkostnaden. Kapitalstrukturen bestäms i regel under förvärvsfasen men förändring av kapitalstrukturen kan komma att fortsätta under ägandefasen (Berg et al, 2005). Nedan visas en figur som förklarar det teoretiska sambandet mellan optimal kapitalstruktur och företagets värde. Figuren förhåller sig till M&M:s grundantaganden med tillägg för skatter och finansiellt trångmål.



Figur 9: The Optimal Amount of Debt and the Value of the Firm. (Källa: Arnold, 2005)

3.5.1.1 Skattesköld

Skattereduceringar är en följd av en högre belåningsgrad, vilket bidrar till att skapa värde inom portföljbolaget. Detta har sin förklaring i att räntekostnader är avdragsgilla (se ovan). Genom att öka skuldsättningen är det möjligt att sänka Weighted Average Cost of Capital (WACC). Detta eftersom att kostnaden för skulder är lägre än kostnaden för eget kapital. Detta förstärks ytterligare då företaget tar hänsyn till de skattelättnader som uppkommer i och med skatteskölden (Arnold, 2005). Nedan presenteras WACC-sambandet med tillhörande skattesköld.

$$r_{WACC} = w_e * r_e + w_d * r_d * (1-t)$$

där:

r_{WACC} = Företagets kapitalkostnad

w_e = Andel eget kapital i kapitalstrukturen

r_e = Förväntad avkastning på eget kapital

w_d = Andel skulder i kapitalstrukturen

$(1-t)$ = Skattesköld

Det finns studier som argumenterar för att kapitalkostnaden är oberoende av kapitalstrukturen. Detta eftersom de skattefördelar högre skuldsättning innebär, jämnas ut av högre kostnader för skulder (Berg et al, 2005).

3.5.2 Kapitalstruktur som styrinstrument

Den höga belåningen i en Buyout transaktion möjliggör förvärv av företag som inte annars hade varit möjlig. Att förvärva bolag med hög belåning är något Private Equity bolag använder sig av och förklarar själva finansieringsformen. Utöver själva finansieringen av portföljbolaget, kan användandet av hög belåning användas som ett verktyg för ägarna att styra ledningens beteenden (Gagliano et al, 2003). Arnold (2005) nämner tre områden som förbättras vid användandet av högre andel skulder i kapitalstrukturen; motivation, reinvesteringsrisk samt operationell och strategisk effektivitet.

3.5.2.1 Motivation

Hög skuldsättning motiverar ledningen till att prestera bättre och att i större utsträckning agera i enlighet med aktieägarnas intressen. Utgångspunkten är att företaget är publikt och står inför valet att genomföra en nyemission eller belåning för införskaffandet av kapital. Vid nyemission riskerar ägandet att bli än mindre koncentrerat, vilket leder till att ägarna har mindre incitament att övervaka ledningens agerande. Arnold (2005) poängterar att ägarkoncentrationsförhållandet blir mer tydligt vid en Buyout transaktion. Här kan ett spritt ägande ersättas med en grupp ägare som säkerställer ledningens agerande och företagets framgång.

3.5.2.2 Reinvesteringsrisk

Vidare kan reinvesteringsrisken i projekt med negativt nuvärde minska till följd av högre andel skulder i kapitalstrukturen. Detta eftersom högre belåning tvingar ledningen att regelbundet betala räntekostnader och amortera av lån. Ogynnsam ekonomisk aktivitet från ledningen sida är mer troligt i företag som generar stora kassaflöden i förhållande till företag som generar mindre kassaflöden. Detta fenomen kallas för Free cash flow hypothesis (Jensen, 1986). Jensens utgångspunkt i studien är den målkonflikt som finns mellan ägare och ledning, vilket har sin förankring i principal-agentteorin. Utifrån detta antagande föreligger det en konflikt mellan ägare och ledning om hur det fria kassaflödet skall användas. Det fria kassaflödet definieras utifrån det överskott som finns kvar utöver det som krävs för att finansiera investeringsprojekt med positivt nuvärde. Argumentet är att det fria kassaflödet skall delas ut till ägarna eller minskas genom aktieåterköp, annars finns det risk att ledningen investerar i projekt med negativt nuvärde för att uppnå Empire-building. Jensen framhåller att den belåning som används för att finansiera Buyout transaktioner minskar slösaktigt användande av företagets kassaflöde, eftersom ledningen tvingas till att upprätthålla räntebetalningar till kreditgivare. Som en konsekvens härav reduceras ledningens försiktighet till kostnadsreduceringar inom företaget. Nära besläktat med Free cash flow hypothesis är fenomenet om Discipline of debt. Då den förra har sin utgångspunkt i det fria kassaflödet, har den senare sin utgångspunkt i skuldsättningen.

3.5.2.3 Operationell och strategisk effektivitet

Bennet Stewart¹⁷ belyser skillnaderna mellan eget kapital och lånat kapital på ett metaforiskt plan (Arnold, 2005):

*”Equity is soft; debt is hard. Equity is forgiving; debt is insistent.
Equity is a pillow; debt is a dagger.”*

Stewart framhåller att operationell och strategisk ineffektivitet i mindre omfattning tillrättavisas i företag med en kapitalbas som i huvudsak består av eget kapital. Det är mer troligt att ledningen i företag med hög belåningsgrad tar tag i ineffektivitetsproblem och lönsamhetsproblem. Själva problematiken kring ineffektivitet och lönsamhet är densamma mellan de olika kapitalstrukturerna, men Stewart anser att hög belåningsgrad i större grad skapar ett krisläge då regelbundna räntebetalningar skall göras. Ledningen kan

¹⁷ Stewart, G.B., (1990), *The Quest for Value*, New York, Harper Business

därför inte i förlängningen tillåtas bedriva aktiviteter som inte skapar värde i företaget. Discipline of debt innebär att stora räntebetalningar tillsammans med amorteringsbetalningar tvingar ledningen till att förbättra den operationella effektiviteten. Det kan enligt Gagliano et al (2003) ta sig uttryck i att ledningen ser över icke-relaterad kärnverksamhet, genomför olika typer av kostnadsreduceringar och att reinvesteringar sker i ny teknologi.

Vidare är likvidation eller konkurs kostsamt för ledningen i den bemärkelsen att deras anseende försämras, samtidigt som de fördelar som positionen tidigare innebar går förlorade. Därmed kan en hög belåningsgrad skapa incitament för ledningen att arbeta hårdare, använda sig av mindre förmåner och genomföra bättre investeringsbeslut (Grossman et al, 1986). En annan positiv aspekt på ökad belåning i en Buyout transaktion är en utökad övervakning. Finansiella långgivare har starka incitament att övervaka ledningens agerande och se till att företaget fullgör sina uppgifter. Låneavtal tillsammans återbetalningskrav fungerar som en slags operationell budget för portföljbolaget och sätter ramar för ledningens agerande (Berg et al, 2005). Enligt Thomson et al (1992) har institutionella långgivare komparativ fördel av att övervaka portföljbolag, då de har goda rutiner och lång branschfarenhet av sådana transaktioner.

3.5.2.4 Kritik mot hög belåningsgrad

Hög belåningsgrad i kapitalstrukturen är inte enbart positivt, utan kan även medföra vissa negativa komplikationer. En av de mest uppenbara riskerna med en Buyout transaktion är tillståndet av finansiellt trångmål. Oförutsedda händelser som företaget inte hade räknat med kan leda till svårigheter att klara av räntebetalningar. Detta kan i värsta fall leda till likvidation (Gagliano et al, 2003). Det är därför av stor betydelse att Buyout investerare kan ingripa och tillskjuta mer kapital i situationer som dessa (Berg et al, 2005). Kostnader som uppkommer i samband med finansiellt trångmål är att ledningen ägnar mycket tid och fokus på kortsiktigt kassaflöde för att kunna betala långgivare, det långsiktiga perspektivet kan därför försummas (Arnold, 2005). I samband med betalningssvårigheter och finansiellt trångmål kan också mycket tid gå åt till förbindelser med långgivare, vilket tar tid och resurser ifrån den dagliga verksamheten (Gagliano et al, 2003).

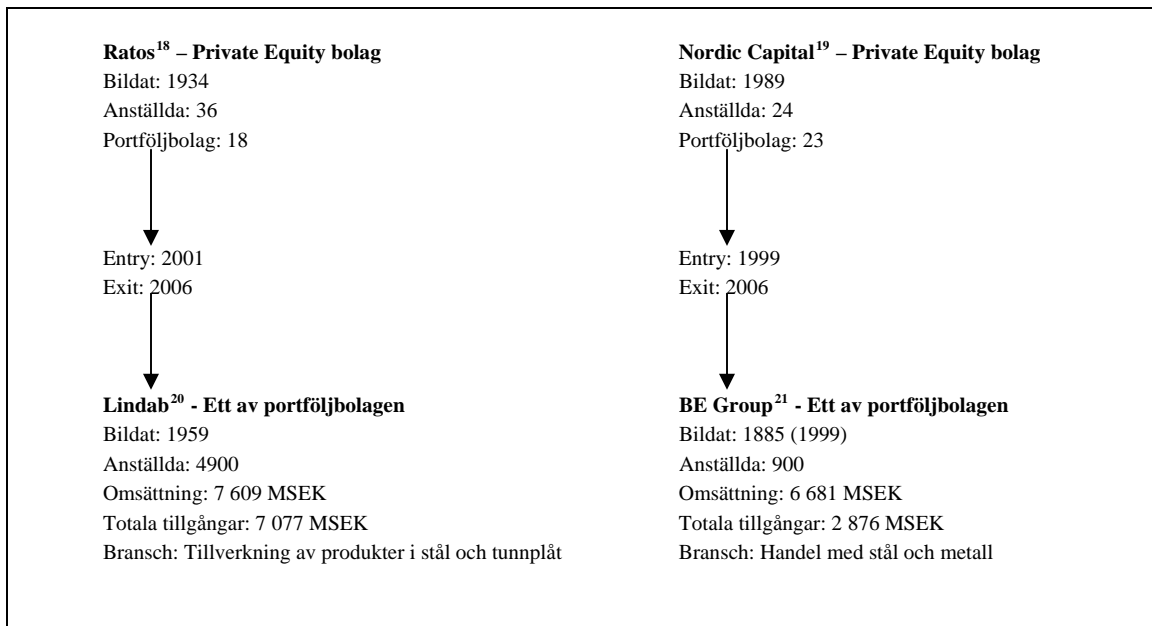
Det finns även argument mot att Buyout transaktioner medför att ledningen fokuserar på kortsiktiga mål istället för på långsiktiga, genom att reducera investeringar som är nödvändiga för att uppnå långsiktig effektivitet (Reich, 1989). Long et al (1993) ger visst stöd för argumentet, då de studerade Buyout transaktioners inverkan på forskning och utveckling. Studien visade på att investeringar i genomsnitt minskade med 40 % efter en

Buyout transaktion. Vidare kan hög belåningsgrad inverka på ledningens urval av projekt på grund av deras riskaversion. Detta innebär att ledningen ändrar investeringsbeslut utifrån risken på företagets tillgångar, för att därigenom reducera risken för misslyckanden (Berg et al, 2005).

4 Presentation av fallföretagen

Detta kapitel börjar med en sammanställning av aktuell och översiktlig data från de fallföretagen som ingår i uppsatsen. Därefter presenteras respektive Private Equity bolag tillsammans med tillhörande portföljbolag. Informationen om de fallföretag som ingår i uppsatsen är generell och övergripande. Den informationen som presenteras består av data från sekundärkällor, vilket i stor utsträckning är inhämtad från respektive bolags årsredovisningar, prospekt, pressmeddelande och hemsidor. Avsikten med kapitlet är att ge en allmän bild av de fallföretag som ingår i uppsatsen och att kapitlet skall fungera som en introduktion till uppsatsens empirikapitel. Dessutom avses uppsatsens analyskapitel kunna underbyggas med vissa delar av den sekundärdata som presenteras.

4.1 Översiktlig data



Figur 10: Översiktlig data – Fallföretagen. (Egen konstruktion)

¹⁸ www.ratos.se

¹⁹ www.nordiccapital.com

²⁰ Lindab Årsredovisning (2006)

²¹ BE Group Årsredovisning (2006)

4.2 Ratos²²

Ratos är ett börsnoterat Private Equity bolag och har som vision att uppfattas som Nordens bästa ägarbolag. Affärsidén är i korthet att skapa högsta möjliga avkastning genom ett professionellt, aktivt och ansvarsfullt utövande av ägarrollen, i ett antal utvalda bolag. Vidare menar Ratos att mervärde skapas i samband med förvärv, utveckling och försäljning av företag. Ratos mål är att den genomsnittliga avkastningen skall överstiga 20 % i varje enskild investering och att avkastningen över tiden skall vara bättre än Stockholmsbörsens genomsnitt. Ratos har även en målsättning att utdelningspolitiken skall vara offensiv och att Ratos skall bidra med en öppen, snabb och tillförlitlig information.

Ratos målsättning är att ha en ägarandel på minst 20 % i portföljbolagen. Samtidigt vill de med sina investeringar i bolagen uppnå majoritetsposter för att vara den största ägaren. Investeringar sker inte i tidiga skeden av bolagens livscyklar, utan i bolag som befinner sig i en mogen fas. Det egna kapitalets investeringsintervall är mellan 150 MSEK och 2500 MSEK. Ratos har som önskan att portfölj innehaven skall bestå av 20 till 30 onoterade bolag i varierande storlek. Deras engagemang som aktiva ägare sträcker sig i regel mellan 3 till 7 år och tillskillnad från en fond som har en begränsad livslängd, möjliggör aktiebolagsformen en förlängning av innehavstiden. Ratos anser sig vara branschgeneralist och menar därför att deras kärnkompetens inte är branschspecifik. Ratos anser att mervärden kan skapas i de flesta branscher och har utifrån detta synsätt valt att vara branschoberoende. Utgångspunkten i deras investeringar är den nordiska marknaden, men när det gäller exit kan dessa genomföras globalt. Kriterier som Ratos ser på i portföljbolagen, är att dessa skall ha branschmässiga konkurrensfördelar tillsammans med en stark ledning. Vidare arbetar de aktivt för att det skall finnas incitamentsprogram för styrelse och ledande personer inom portföljbolagen.

Ratos organisation är utformad utifrån de krav som ställs på dem, det vill säga ett aktivt värdeskapande av ägarrollen i transaktionens olika faser; förvärv, utveckling och avyttring. Medarbetarna som bedriver arbetet gentemot portföljbolagen har en djup, bred finansiell och industriell kompetens. Utöver dessa medarbetare finns det andra anställda med kompetens inom andra områden som redovisning, information och kommunikation. I Ratos portfölj ingår 18 olika bolag fördelade inom olika branscher. 13 av innehaven är dotterbolag och fem av innehaven är helägda. Innehaven i de olika bolagen är spridda avseende storlek och bransch. Tillsammans har de 18 bolag som ingår i Ratos portfölj en

²² Ratos Årsredovisning (2006) och www.ratos.se

omsättning på 35 miljarder kronor och 21 000 anställda. Ratos sju största innehav, inkluderat Lindab, står för 45 % av det koncernmässiga värdet.

4.3 Lindab²³

Lindab är en internationell koncern och är en ledande tillverkare av byggmaterial i tunnplåt och stål. Lindab har två verksamhetsområden; Ventilation och Profile. Det förra affärsområdet riktar sig till ventilationsbranschen och innefattar cirkulära kanalsystem och inneklimatsystem. Det senare affärsområdet tillverkar byggkomponenter och kompletta byggnadssystem i stål. Lindab har cirka 4900 medarbetare i 29 länder och omsatte 7 609 MSEK år 2006. Cirka 80 % av försäljning går till andra länder än Sverige. Huvudkontoret ligger i Greve utanför Båstad. Vidare är Lindab representerade på över hundra platser runt om i Europa och USA. Lindab registrerades som företag år 1959. År 1984 introducerades företaget på den Stockholmsbörsen. År 2001 köpte Ratos ut Lindab från börsen som majoritetsägare. Den första december 2006 återvände Lindab till Stockholmsbörsen och blev åter ett noterat bolag. Innan börsnoteringen i slutet av 2006 ägde Ratos 46 % av bolaget, Skandia Liv och Sjätte AP-fonden ägde 23 % vardera. Resterande 8 % av aktierna ägdes av bolagets styrelse och ledning. Ratos har idag en ägarandel på 22,48 %, medan Skandia Liv och Sjätte AP-fonden har 11,17 % vardera. De tre huvudägarna har förbundit sig att efter börsnoteringen inte sälja ytterligare aktier under en period motsvarande 270 dagar efter första handelsdagen.

4.3.1 Sammanställning av viktiga händelser i Lindab

Nedanstående figur sammanfattar de händelser som Lindab offentligt publicerat, vilket kan betraktas som milstolpar inom företaget, under den värdeskapande processen.

²³ Lindab Prospekt (2006), Ratos Årsredovisning (2006), Lindab Årsredovisning (2006) och www.lindab.com

År	Händelser
2002	<p>- Lindab förvärvade delar av amerikanska Butlers ungerskbaserade europeiska verksamhet. Det förvärvade bolagets verksamhet innehåller utveckling, tillverkning och marknadsföring av stålhallar. Förvärvet finansierades genom Lindabs egna medel, inget ytterligare kapitaltillskott krävdes från ägarna (Lindab Pressmeddelande, 2002-04-18).</p>
2003	<p>- Lindab bestämmer sig för att starta produktion i Prag. Den nya fabriken förväntas inleda produktionen 2004. Lönsam tillväxt kräver effektiv produktion i närheten av tillväxtmarknaderna, enligt VD Kjell Åkesson (Lindab Pressmeddelande, 2003-04-22).</p> <p>- Lindab överlåter JiWeGalv AB och Eskilstuna Galvan AB till Dansk Overflade Teknik A/S. Överlåtelserna har sin grund i Lindabs långsiktiga strategi att fokusera på kärnverksamheterna inom affärsområdena Ventilation och Profile (Lindab Pressmeddelande, 2003-10-16).</p>
2004	<p>- Divisionerna Tunnpålit och Handelsstål i Folke i Borlänge AB avyttras till Bröderna Edstrand AB. Lindab fortsätter att renodla sin verksamhet på de två affärsområdena Ventilation och Profile (Lindab Pressmeddelande, 2004-04-27).</p>
2005	<p>- Lindab förvärvar det luxemburgska företaget Astron SA från det amerikanska företaget Parker Hannifin. Det förvärvade bolaget är Europas ledande tillverkare av prefabricerade stålbyggnader för kommersiella ändamål. Förvärvet finansierades med Lindabs kassa och tillgängliga kreditfaciliteter. Genom förvärvet stärker Lindab sin position i Central- och Östeuropa. Enligt VD Kjell Åkesson, väntas samgåendet leda till betydande synergieffekter inom produktion, marknadsföring och distribution (Lindab Pressmeddelande, 2005-06-07).</p>
2006	<p>- Lindab avyttrar dotterbolaget Scandab AB till Dantherm Filtration AB. För Lindab är avyttring ett ytterligare steg mot fokusering på kärnverksamheterna Ventilation och Profile (Lindab Pressmeddelande, 2006-02-07).</p> <p>- Ratos frigör 577 Mkr genom refinansiering av Lindab. Ägarna har tillsammans med styrelsen och företagsledningen beslutat att skapa en effektivare kapitalstruktur. Ett nytt kreditavtal ingås med ett konsortium av banker och styrelser. Lindab får därmed tillgång till ett beviljat kreditutrymme som täcker koncernens hela kreditbehov ett antal år framöver. Med det nya kreditavtalet erhåller Lindab förmånligare räntevillkor än tidigare kreditavtal (Lindab Pressmeddelande, 2006-02-08).</p> <p>- Lindab förvärvar CCL Veloduct Ltd. Det förvärvade engelska bolaget är både tillverkare och distributör av ventilations- och systemkanaler. Affären innebär att Storbritannien blir en av de viktigaste marknaderna för Lindab inom affärsområdet ventilation. Sammanslagning av de två verksamheterna förväntas innebära betydande synergieffekter. Förvärvet krävde inget kapitaltillskott från ägarna. Förvärvet är ett steg i Lindabs strategi att öka tillväxten för runda Ventilations-kanaler utanför Norden, enligt VD Kjell Åkesson (Lindab Pressmeddelande, 2006-09-01).</p> <p>- Lindab har ingått avtal om att förvärva Airbat S.A.S., ett franskt företag inom ventilationsbranschen. Sammanslagningen av de två företagen förväntas ge positiva synergieffekter och ingår i strategin att tillväxten inom cirkulära kanalsystem utanför Skandinavien (Lindab Pressmeddelande, 2006-12-07).</p>

Figur 11: Sammanställning av viktiga händelser i Lindab. (Egen konstruktion)

4.3.2 Nyckeltal i Lindab ²⁴

Nedan presenteras en sammanställning av nyckeltal från Lindab. Nyckeltalen från 2002 till 2003 har sin utgångspunkt i Redovisningsrådets rekommendationer, medan nyckeltalen 2004 till 2006 följer IFRS standard.

Nyckeltal	2002	2003	2004	2005	2006
EBITA-marginal %	6,2	5,8	7,0	8,9	12,4
Avkastning på EK (%)	0,9	1,2	8,9	13,4	26,8
Avkastning på Syss Kap (%)	5,0	4,7	9,1	12,3	18,2
Soliditet (%)	43,0	43,0	43,0	43,0	31,0
Skuldsättningsgrad, ggr	0,9	0,8	0,8	0,7	1,2

Figur 12: Sammanställning av nyckeltal från Lindab.

4.4 Nordic Capital ²⁵

Nordic Capitals övergripande mål är att bygga varaktiga förhållanden och skapa långsiktigt värde, antingen genom att skapa nya industriella kombinationer och därigenom satsa på en strategisk positionering, eller genom att skapa internationella expansionsmöjligheter för portföljbolaget. Nordic Capitals avsikt är att skapa värde i investeringarna genom aktivt ägarskap. Nordic Capital sätter upp mål för portföljbolagen, vilka främst berör det förvärvade företagens strategiska utveckling och den operationella verksamheten. Nordic Capitals värdeskapande karaktäriseras av att de innan uppköpstillfället gör noggranna analyser av portföljbolaget. Innan Nordic Capital gör en investering utnyttjar de många olika källor för informationsinhämtning och genomför en Due diligence för att kunna upprätta en plan för olika åtgärder som ska implementeras efter förvärvet. Nordic Capitals huvudprincip, när väl ett uppköpsobjekt har hittats, är att skapa en god kontakt med portföljbolagets ledning och under ägandefasen ge god support till portföljbolagets ledning.

Nordic Capital har totalt sex stycken fonder och flera institutionella aktörer har investerat i fonderna. De institutionella aktörerna består främst av pensionsfonder och försäkringsbolag, vilka till antalet är 60 stycken från 13 olika länder. Av fondkapitalet

²⁴ Lindab Årsredovisning (2006)

²⁵ www.nordiccapital.com

kommer 20 % från den nordiska regionen, 30 % från övriga europeiska länder, 40 % från USA och resterande 10 % från övriga världen.

Nordic Capital har investeringsrådgivare med erfarenhet från olika delar av svenskt näringsliv. Förutom industrispecialister har Nordic Capital tillgång till personer med erfarenhet av Investment banking och Management consulting. Utöver de specialister Nordic Capital har internt, finns ett unikt och brett nätverk som bistår Nordic Capital, med den kunskap som behövs. Nordic Capital investerar i alla industrier och sektorer, med fokus på medelstora företag. Innan Nordic Capital gör en investering, gör de en bedömning av affärsdynamiken inom industrin, med speciell inriktning på portföljbolagets konkurrenssituation och dess framtida möjligheter till operationella förbättringar. Detta ger Nordic Capital en klar bild över den potential portföljbolaget har. Nordic Capital agerar som en katalysator för att uppnå långsiktig ökning av vinsten. Att sätta ömsesidiga mål tillsammans med företagsledningen är en kritisk faktor för att lyckosamt skapa värde. Detta innebär att handlingar som lönar sig först om ett antal år, såsom strategiska förvärv och att etablera en internationell säljorganisation går att genomföra. Nordic Capitals agenda är inriktad på att minska komplexiteten, reducera kostnadsnivåer och försäkra sig om att portföljbolaget har en lämplig finansiell struktur. Nordic Capitals inneboende kultur präglas av ett aktivt ägande, med energi och drivkraft att förändra, för att skapa långsiktigt värde. Nordic Capital investerar ofta i industrikonsoliderande Buyouts, i vilket två eller fler relaterade affärsområden köps och kombineras till en starkare enhet. Nordic Capital sätter värde i att kunna nominera styrelseledamöter till de portföljbolagen man har investerat i.

4.5 BE Group ²⁶

BE Group är ett av Nordens ledande handels- och serviceföretag inom stål och andra metaller. BE Group har sitt ursprung i det svenska bolaget Bröderna Edstrand och i det finska bolaget Starckjohann. Företaget har sin huvudsakliga verksamhet på de nordiska och östeuropeiska marknaderna. BE Group är indelat i tre affärsområden; Sverige, Finland och New Markets. Sverige och Finland är de största marknader, men nya marknader förväntas få en allt större betydelse. BE Group har cirka 900 anställda i tio länder och huvudkontoret ligger i Malmö.

²⁶ BE Group Prospekt (2006), BE Group Årsredovisning (2006), Dagens Industri, 2007-05-10, "Nordic Capital säljer i BE Group" och www.begroup.com

Nordic Capital blev 1999, med 51 % av aktierna i Trenor Holding AB, majoritetsägare i bolagen Bröderna Edstrand och Starckjohann. De övriga ägarandelarna inom ägarbolaget Trenor Holding AB tillhörde Trelleborg AB. De två bolagen slogs samman till det som idag är BE Group och bolaget registrerades 1999. I mars 2004 förvärvade Nordic Capital samtliga andelar i Trenor Holding AB tillsammans med ledande befattningshavare, totalt hade de då 100 % av BE Group. I december 2005 omstrukturerades BE Group då Nordic Capital genom BE Group Holding AB förvärvade 92,9 % av aktiekapitalet i BE Group från Trenor Holding AB. Resterande 7,1 % tillhörde 28 minoritetsägare i form av aktier och optioner. Dessa aktier och optioner förvärvades av BE Group Holding AB den 19 december 2005 i utbyte av aktier i BE Group Holding AB och kontant ersättning. Innan BE Group noterades på Stockholmsbörsen hade Nordic Capital, genom BE Group Holding AB 85,36 % av aktierna och 14,64 % av aktierna tillhörde styrelsens ordförande och vissa ledande befattningshavare i BE Group. Den 24 november 2006 noterades BE Group på Stockholmsbörsen och där Nordic Capital genom BE Group Holding AB vid utgången av 2006, var den största ägaren med en ägarandel på 36,32 %. BE Group Holding AB har sedan dess avyttrat ytterligare aktier i BE Group och har nu motsvarande 20,6 % av kapitalet i bolaget.

4.5.1 Sammanställning av viktiga händelser i BE Group

Nedanstående figur sammanfattar de händelser som BE Group offentligt publicerat, vilket kan betraktas som milstolpar inom företaget, under den värdeskapande processen.

År	Händelser
1999	- Ett modernt servicecenter skapas i Lahti och verksamheten i Litauen etableras (BE Group Prospekt, 2006).
2002	- Den svenska verksamheten för rostfritt stål koncentreras till Norrköping (BE Group Prospekt, 2006).
2003	<p>- BE Group investerar vid anläggningar i Lahti, Finland. Investeringarna sker i utrustning för vidareförädling och i lagerkapacitet. Detta innebär att hantering av rostfritt stål för den finska marknaden centraliseras och att servicen därmed förbättras (BE Group Årsredovisning, 2003).</p> <p>- BE Group startar verksamhet i östra Tjeckien, där kontor, lager och distribution etableras. Verksamheten vänder sig även till kunder i Polen och Slovakien (BE Group Årsredovisning, 2003).</p>
2004	<p>- BE Group avyttrar sin verksamhet inom precisionsstålrör vid anläggningen i Jönköping till Heléns Rör AB. Marknaden för precisionsstålrör i Sverige har minskat under flera år. Idag domineras marknaden av ett par aktörer, som är specialiserade på precisionsstålrör och verksamheten på området har i flera år haft svag lönsamhet. Genom försäljningen får vi nu möjlighet att ytterligare fokusera på de områden där vi själva är ledande och stärka vår konkurrensförmåga, menar BE Groups VD Håkan Jeppsson (BE Group pressmeddelande, 2004-09-13).</p> <p>- BE Group tecknar leverantörsavtal med Alfa Laval. Avtalet är ett Key Supplier Agreement vilket innebär att Alfa Lavals bolag tillsammans med underleverantörer kan köpa stålprodukter från BE Group enligt samma prislista. Avtalet är ett stort steg framåt i BE Groups expansion på den europeiska marknaden, enligt VD Håkan Jeppsson (BE Group Pressmeddelande, 2004-11-01).</p> <p>- BE Group säljer alla sina fastigheter i Sverige och Finland. Försäljningen omfattar 13 fastigheter till ett värde av 500 Mkr. Genom försäljningen bantar vi vår balansräkning och frigör kapital, vilket ger oss möjlighet att genomföra investeringar och satsningar, bland annat för att etablera oss i nya länder. Långsiktigt sänker vi även våra kostnader, menar VD Håkan Jeppsson (BE Group pressmeddelande, 2004-11-22).</p>
2005	<p>- BE Group förändrar strukturen i Sverige och koncentrerar verksamheten till Sverige. Lager och produktion flyttas från Göteborg, Jönköping och Sundsvall till Malmö och Norrköping. Genom förändringarna blir vi mer konkurrenskraftiga med en mer effektiv produktion och distribution. Med produktion på enbart tre orter får vi dessutom ökade möjligheter att investera i den nya utrustning som innebär ökat kapacitetsutnyttjande vilket krävs för att långsiktigt hävda oss på marknaden, menar VD Håkan Jeppsson (BE Group pressmeddelande, 2005-05-09).</p> <p>- BE Group startar ny verksamhet i S:t Petersburg, Ryssland. Satsningen i Ryssland ligger helt i linje med vår strategi om att expandera på tillväxtmarknaderna i Östeuropa, där en stor del av våra kunder finns. Idag är stålkonsumtionen per capita i Ryssland låg men i samband med att tillväxten ökar beräknas också efterfrågan på stål att öka, menar VD Håkan Jeppsson (BE Group pressmeddelande, 2005-09-29).</p>
2006	- BE Group Säljer sina fastigheter i Estland, Litauen och Polen till fastighetsbolaget Eastern Europe Real Estate Investment Trust Ltd. Försäljningen sker i linje med vår strategi att satsa vår kraft på marknaden. Den ger ökad flexibilitet och handlingsfrihet samtidigt som vi frigör kapital, som vi kan använda för investeringar och fortsatta satsningar, bland annat i östra Europa, menar VD Håkan Jeppsson (BE Group pressmeddelande, 2006-08-21).

Figur 13: Sammanställning av viktiga händelser i BE Group. (Egen konstruktion)

4.5.2 Nyckeltal BE Group²⁷

Nedan presenteras en sammanställning av nyckeltal från BE Group. Nyckeltalen följer IFRS standard. Tillgängligheten till tillförlitlig information avseende nyckeltal som följer Redovisningsrådets rekommendationer eller IFRS standard, har i BE Groups fall varit begränsad. Detta förklarar den begränsade data i figuren.

Nyckeltal	2004	2005	2006
EBITA-marginal %	5,8	4,6	8,3
Avkastning på EK (%)	25,8	18,6	45,6
Avkastning på Syss Kap (%)	18,4	20,9	45,9
Soliditet (%)	30,9	41,5	23,1
Skuldsättningsgrad, ggr	0,9	0,3	1,3

Figur 14: Sammanställning av nyckeltal från BE Group.

²⁷ BE Group Prospekt (2006) och BE Group Årsredovisning (2006)

5 Empiri – Intervjusammanställning

Detta kapitel redogör för den information som framkommit vid intervjutillfällena. I kapitlet presenteras intervjuerna från Private Equity bolagen och portföljbolagen. Bearbetningen av data är begränsad och innehåller därmed det som intervjuobjekten har framfört. Intervjuobjektens svar och synpunkter har sitt ursprung från de intervjuguider som finns att tillgå i uppsatsen bilagor. Intervjusammanställningen är, förutom inledning och avslutning, indelad i de tematiska områdena interaktion, strategi och finansiering. Tillskillnad från föregående kapitel, vilket innehåller sekundärdata, består detta kapitel av primärdata.

5.1 Intervju, Ratos

Anna-Karin Celsing har sedan 1999 arbetat på Ratos. Celsing är informationschef och är involverad i Ratos affärsorganisation.

5.1.1 Ratos roll i portföljbolaget Lindab

Inledning

Celsings allmänna uppfattning är att Buyout transaktionen har varit omfattande och att flera förändringar har genomförts under Ratos ägande. Ratos har haft en stor inverkan på Lindab och dramatiska förändringar har ägt rum, framförallt organisatoriskt. Bland annat var ledningsfunktionen ett område där förändringar genomfördes. Carl Gustav Sondén som tidigare var VD på Lindab, ersattes av Kjell Åkesson i samband med att Ratos investerade i Lindab. Organisationsstrukturen förändrades då Kjell Åkesson tillträdde, speciellt rapporteringssystem till VD omstrukturerades. Tidigare var Lindab entreprenöriellt styrt, vilket var en begränsning för bolagets tillväxt. Den tidigare VD:n hade många medarbetare som rapporterade direkt till honom och vid Kjell Åkessons tillträde förändrades affärsområdesstrukturen. Detta innebar att ett färre antal medarbetare, endast affärsområdescheferna, rapporterade till VD Kjell Åkesson.

Interaktion

Tillsättningen av styrelserepresentanter var ytterst formell inom Lindab. Frågan om huruvida interaktionen med styrelsen var formell eller informell, beror enligt Celsing på

vilket värde en person lägger i de två uttryckssätten. Om informellt karaktäriseras som avslappnat och trevligt, skulle man kunna beskriva styrelsens förhållande till Ratos som informell. Celsing menar att ägarfunktionen generellt sett beror på ägarstrukturen och att det är antalet kontrollandelar som avgör hur en ägare kan agera. Möjligheten att göra förändringar i portföljbolagen beror således på Ratos roll som kontrollägare och inte på om förhållandet mellan Ratos och Lindab skulle kunna karaktäriseras som formellt eller informellt.

Ratos har för avsikt att ha styrelserepresentanter i portföljbolagen. Genom att tillsätta styrelserepresentanter kan Ratos ta ansvar för bolagets utveckling. Då Ratos har ett annat investeringsperspektiv än exempelvis aktieförvaltare, skiljer sig deras affärsverksamheter åt. Ratos kan därmed inte avyttra sina ägarandelar på det sätt som en aktieförvaltare kan göra. I Lindabs styrelse tillsattes Stig Carlsson (Senior Investment Manager) och Per Franklin (Investment Manager) som styrelserepresentanter för Ratos. Styrelseaktiviteten var hög och interaktionen mellan styrelsen och ledningen i Lindab var god, anser Celsing. Tillsättning av VD i Lindab följde en normal sökprocess och Ratos hade ett antal kandidater till VD posten. Ratos ser gärna att ledningen investerar på samma villkor som ägarna. Även styrelseledamöter som inte har någon direkt anknytning till Ratos ska gärna medinvestera, menar Celsing. Syftet med incitamentsprogrammen är att ledningen ska arbeta efter ägarnas utsatta mål. Med hjälp av incitamentsprogram arbetar ledningen för att öka portföljbolagets värde och inte för sin egen prestige eller för att bolagen ska bli stora på bekostnad av företagets lönsamhet. Det bästa sättet att få ledningen att arbeta efter ägarnas riktlinjer, är att ledningen har ägarandelar i bolaget, anser Celsing.

Ledningen på Lindab har i stora delar kunna bidra till Lindabs utveckling. De personer Ratos har tillsatt i styrelsen, har enligt Celsing på ett påtagligt sätt bidragit till Lindabs utveckling, tillsammans med övriga medarbetare på Ratos. Dessutom har Ratos haft externa experter och konsulter inkopplade, när detta varit nödvändigt. Det finns ett flertal områden där Ratos assisterat Lindab, framförallt vid de inledande organisationsförändringarna på Lindab. När det gäller kompletterande förvärv, har Per Franklin varit direkt involverad i förvärvsanalyser tillsammans med VD Kjell Åkesson. Ratos har även hjälpt Lindab med finansieringslösningar.

Strategi

Ratos hade en affärsplan innan förvärvet av Lindab och de fick månadsvis rapporter om Lindabs utveckling, vilket stämde av mot den uppsatta strategin. Celsing poängterar att uppföljningen av Lindab framförallt låg på styrelsenivå och menar att innehållet bestod av normal ekonomisk uppföljning.

Ratos har bidragit till att förändra den strategiska inriktningen påtagligt, anser Celsing. Bland annat har Ratos bidragit inom affärsområdet Profile, vilket har haft en stor tillväxt och är nu i princip lika stort som affärsområdet Ventilation. Inom affärsområdet Profile har Ratos bistått med hjälp gällande kompletterande förvärv, framförallt i Centraleuropa, men även vid förvärv i Ryssland. Lindab har genomgått en kraftig strategisk förändring under Ratos ägande och har idag två kärnverksamheter. Tillväxten kommer från ett nytt område, vilket var småskaligt när Ratos tillträdde som ägare. Ratos har främst haft en rådgivande roll i de kompletterande förvärven, men de har även hjälpt till vid förhandlingar. Ratos ser positivt på kompletterande förvärv, så länge förvärven kan motiveras ekonomiskt. Enligt Celsing har Ratos bidragit till att genomföra operationella förbättringar, då främst när det gäller organisationsstrukturen. Tidigare fanns det vissa begränsningar inom detta område, vilket hämmade tillväxtmöjligheterna för Lindab. Ratos har ingen speciell uppfattning beträffande forskning och utveckling, utan Celsing poängterar att det är en ledningsfråga som hanteras inom Lindab.

Finansiering

Ratos har inga speciella kriterier för hur balansräkningens creditsida ska struktureras, utan Ratos arbetar istället utifrån bolagets behov. Ratos försöker att uppnå en optimal kapitalstruktur utifrån de avkastningskrav de har satt. Kapitalstrukturen är ett viktigt område för portföljbolaget och det gäller att hushålla med det dyra egna kapitalet, menar Celsing. Det är av stor betydelse att belåningsgraden inte äventyrar stabiliteten i portföljbolaget. Framförallt kan en allt för hög belåningsgrad påverka kund- och leverantörsförhållande för portföljbolaget negativt. Lindab refinansierades och belånades ungefär ett år innan börsintroduktionen och ett av motiven till detta var enligt Celsing att Lindab inte skulle vara överkapitaliserat i samband med börsintroduktionen. Vidare anser Celsing att det måste finnas ett visst handlingsutrymme i portfölj företagets kapitalstruktur, men att detta handlingsutrymme inte får bli för dyrt. Belåningsgraden i portföljbolagen kan enligt Celsing ha en positiv inverkan på ledningens arbetsätt och att ledningen därmed prioriterar områden som cash management och working capital.

Avslutning

Ledningen på Lindab har haft störst betydelse för portföljbolagets utveckling, därefter kommer Ratos som ägare och sist externa aktörer, anser Celsing.

Celsing framhåller att det förekommer skillnader mellan Private Equity ägare och andra typer av ägare och framförallt i jämförelse med professionella förvaltare. Förvaltare är aktiva förvaltare, medan Ratos de facto är aktiva ägare. Celsing menar att det är två

skiljda uppdrag och att de professionella förvaltarna har andra syften. Deras uppdrag är inte att vara aktiva ägare, vilket de ibland påstår, utan de ska utveckla optimala placeringsstrategier, menar Celsing. Ratos kan i teorin, stanna hur länge som helst i portföljbolaget, dock finns det inför varje investering en plan när och till vem Ratos ska sälja portföljbolaget till. Celsing menar att Ratos fördel som börsbolag är att de inte behöver anskaffa nytt kapital, genom att resa fonder, vilket kan vara kostsamt och tidskrävande. Dessutom menar Celsing att Ratos som börsbolag är mer transparent än övriga Private Equity bolag som finansierar sina förvärv via fonder.

Celsing sammanfattar slutligen de dominerande förändringar i Lindab under Ratos ägande med; den totala organisationsförändringen, den nya ledningen och den tillväxt som skapats inom affärsområdet Profile. Celsing poängterar att det inte går att säga vilket av områdena interaktion, strategi och finansiering, som bidragit mest till värdeutvecklingen i Lindab.

5.2 Intervju, Lindab

Anders Persson arbetar på koncernnivå inom Lindab och är idag HR/IR direktör. Persson har arbetat på Lindab i 20 år och har under denna perioden haft olika operativa uppgifter.

5.2.1 Lindabs syn på Ratos som ägare

Inledning

Perssons allmänna uppfattning av Buyout transaktionen är positiv. Lindab och Ratos har haft en bra period tillsammans, menar Persson. Under ägandefasen fanns tre stora ägare och Ratos var den största ägaren. Ratos tog ägarrollen och hade en bra relation med Lindab, menar Persson.

Interaktion

Kontakten mellan Lindab och Ratos, förekom framförallt genom de representanter som var utsedda att ta hand om Lindab via styrelsen. Två personer i Lindabs styrelse var utsedda från Ratos. Lindab hade även en bra kontakt med VD:n på Ratos. Relationen mellan Lindab och styrelsen beskrivs som positiv och informell. Styrelsens aktivitet var hög och det var en stark interaktion med ledningsgruppen. Styrelsen var nog nöjd med

den informella kontakten Lindab hade, menar Persson. Styrelsefunktionen förändrades något när Ratos tog över som ägare. Tidigare var Lindab ett börsbolag med en något passiv styrelse och Ratos intåg upplevdes som en förskjutning mot en mer aktiv styrelsefunktion, menar Persson.

Lindab agerade som ett börsbolag och producerade många rapporter, speciellt kvartalsrapporter och månadsrapporter. Lindab producerade även omfattande årsredovisningar, trots att företaget var utanför börsen. Lindab har välgenomtänkta rapporteringssystem och VD:n på Lindab var dessutom duktig på att ta fram underlag, menar Persson. Ägarnas uppföljning av Lindab var kontinuerlig och frekvensen i uppföljningen var oftare än månadsvis. Det fanns en formell rapportering som försiggick månadsvis, men det är klart att det fanns speciella situationer, exempelvis vid förvärv, där det togs kontakt under tiden, menar Persson. Ratos har assisterat vid utformningen av Lindabs rapporteringssystem. Ratos hade en erfarenhet som Lindab saknade, vilket utnyttjades av Lindab på olika nivåer. Persson uttryckte det som att Private Equity bolaget bistod i råd och dåd och nämner som exempel att han i vissa sysslor fått hjälp. Lindab gick bra under denna period och sköter ledningen sig och levererar, får man en väldigt stor frihet och då har inte Ratos haft någon anledning att styra i detaljer, menar Persson.

VD:n på Lindab tillsattes under Buyout transaktionens initiala skede och därav kan man säga att Ratos har varit med i beslutsprocessen, menar Persson. Det fanns ett belöningssystem som löpte under perioden Ratos var ägare. Persson menar att belöningssystemet inverkade positivt och att de positiva effekterna kom på grund av att många personer omfattades av belöningssystemet. Lindab hade ett nätverk bestående av personer inom Ratos och andra av Ratos portföljbolag. Dessutom fanns även andra nätverk, vilka Lindab har haft glädje av. Ratos har deltagit och assisterat vid förvärv, men inte varit direkt involverade. På förvärvsområdet har Lindab haft glädje av Ratos, menar Persson. Ratos har naturligtvis även varit väldigt aktiva i slutfasen, när de bestämde att Lindab skulle gå från Private Equity till börsen.

Strategi

Ratos har varit involverade i den strategiska inriktningen. Lindab har satsat och tydliggjort sin kärnverksamhet, menar Persson. Ratos har inte pekat med raka handen, de har inte ställt några krav, de har ställt frågor som har drivit oss i det strategiska arbetet, menar Persson. Strategiutvecklingen driver Lindab på styrelsenivå där strategiska mål eller ekonomiska nyckeltal är förankrade hos ägarna i styrelsearbetet.

Ratos anlidade initialt en konsultfirma, vilka gjorde en besiktning för att analysera om Lindab var värt att investera i. När Ratos hade gjort förvärvet hade Lindab ytterligare en konsultfirma, som gick igenom organisationen och presenterade en strategisk plan. Konsultfirman hjälpte Lindab med att framställa en strategisk plan och då var de naturligtvis involverade i strategiutvecklingen, menar Persson. Det var en iterativ process, strategin förändras och Lindab riggade upp den eftersom det gick bättre än förväntat, menar Persson. Lindab har haft en positiv utveckling och då har Lindab själva fått ett stort ansvar för den strategiska utvecklingen. Lindab har haft fria tyglar, menar Persson. Ratos syn på forskning och utveckling var positiv och Ratos tittade speciellt på kapitalrationaliseringar och investeringar. Ratos har haft en rådgivande roll i förvärvssituationer och hade en positiv syn på förvärven, givet att köpen kunde motiveras av Lindab. Lindab hade en tydlig förvärvsstrategi, vilken har kommunicerats med ägarna genom styrelsen.

Det är svårt att uppskatta hur mycket Ratos ägarstrategier tillämpats. Det förutsätts att ägarstrategierna har tillämpats, eftersom ledningen har kunnat agera fritt, menar Persson.

Finansiering

Ratos var intresserade av avkastningen, men under en Buyout process finns det naturligtvis andra värde som är av intresse. Ett företag som går från börsen till Private Equity och sen vidare måste ha en hög tillväxt, menar Persson. Det fanns en kompromiss av olika kriterier vid fastställandet av kapitalstrukturen. Kapitalrationalisering är viktigt och Lindab har jobbat hårt med detta område. Balansräkningens creditsida var ett viktigt område, då det är ett sätt att finansiera denna typ av förvärv. Lindab har haft ett större fokus på kassaflöde än vad de hade tidigare.

Fördel med en hög belåningsgrad är att företaget får ett fokus på vissa delar, som är viktiga för att klara av en hög belåningsgrad. Att till exempel uppnå lagereffektiviseringar är bara bra, menar Persson. Belåningsgraden har inte påverkat Lindab negativt.

Avslutning

Ledningen har varit den viktigaste aktören för Lindabs utveckling, menar Persson. Fördelen med Private Equity ägare jämfört med en industriell ägare, är att företaget hålls mer intakt. Lindab har kunnat jobba som en enhet och kortsiktigheten märktes inte, eftersom denna varit indirekt given från början. Lindab har inte haft ett hot av att bli styckat, menar Persson. Andra ägare skulle kanske bara vara intresserade av vissa delar

av Lindab. Private Equity bolag förbättrar företaget och skickar vidare det till någon annan ägare, menar Persson.

Slutligen sammanfattar Persson vad som varit dominerande under Ratos ägande. Det som framhävs är den nya ledningen och att Lindab fått en bra affärsstruktur. Persson menar att Lindab tidigare varit en utspridd organisation, men dock inte splittrad, ute i de enskilda länderna. Idag har Lindab en bra och tydlig struktur, vilket gör att koncernstaben systematiskt kan följa upp aktiviteter. Det kan vara en följd av att Ratos som ny ägare behövde säker och bra information. Idag har även vi det, menar Persson.

5.3 Intervju, Nordic Capital

Måns Folkesson är partner på Nordic Capital och har varit aktiv i bolaget sedan april 2001.

5.3.1 Nordic Capitals roll i portföljbolaget BE Group

Inledning

Buyout transaktion har inverkat positivt på BE Group. Folkesson menar att BE Group har fått den arbetsro som krävs för att kunna genomföra en omfattande expansionsstrategi.

Interaktion

Folkesson beskriver interaktionen mellan Nordic Capital och BE Group som mycket god. Det har förelegat en mycket nära och ömsesidig dialog mellan ledande befattningshavare i BE Group och de av Nordic Capitals utsedda representanterna i styrelsen. Det har varit veckovisa samtal och möten mellan de berörda parterna. Folkesson poängterar dock att man aldrig ”rundar” VD:n. Det är viktigt att ha i åtanke att det är styrelsen tillsammans med ledningen inom BE Group som är ansvariga för verksamheten, menar Folkesson. Mellan styrelsemötena har Nordic Capital kunnat bistå med stöd och hjälp. Nordic Capital har i dessa sammanhang kunnat fungera som ett bollplank till ledningsgruppen i BE Group. Enligt Folkesson förekom extra stöd och samarbete i samband med kompletterande förvärv och vid finansieringsfrågor. Inom finansieringsfrågor har analytiker inom Nordic Capital biträtt med analyser och kommentarer innan ledningen i BE Group fattat egna beslut.

Folkesson menar att styrelsearbetet i Nordic Capital, eller för den delen andra Private Equity bolag, inte skiljer sig från andra privatägda bolag. Enligt Folkesson kan det däremot förekomma skillnader i den löpande dialogen mellan parterna och att Nordic Capital kan fungera som bollplank i dessa situationer. Styrelsearbetet har ett ramverk att följa, precis som alla andra företag och här skiljer sig inte Nordic Capital ägda bolag från något annat, menar Folkesson. Dock menar Folkesson att Nordic Capital kan ha kortare beslutsvägar och att det kan finnas ett närmare samarbete i jämförelse med andra "vanliga" privatägda bolag. Inom Nordic Capitals bolag förekommer formella styrelsemöten tillsammans med att det aktivt förs en löpande dialog. Folkesson framhåller att det inte är hela styrelsen som deltar aktivt i den löpande dialogen, utan att det är de av Nordic Capitals utsedda representanterna med närhet till projekten.

Styrelsen i BE Group och andra portföljbolag inom Nordic Capital, definierar själva sin rapporteringsstruktur. Styrelsen väljer de Key Performance Indicators som de anser vara värdefulla och nödvändiga för att utöva kontroll och ansvar i bolaget. Nordic Capital har inget fastställt rapporteringsformat, eftersom olika portföljbolag befinner sig i olika branscher och därmed har olika förutsättningar. Enligt Folkesson är det upp till varje styrelse i de portföljbolag som Nordic Capital innehar att själva definiera det "Kit" de vill använda. Hittills har det inte funnits något behov från Nordic Capitals sida att ytterligare lasta portföljföretagen med administrativa rapporteringsfunktioner, utöver de som styrelserna själva anser nödvändiga. Folkesson framhåller att Nordic Capital betraktar varje investering som enskild och att det därmed inte finns en koppling sidledes dem emellan. Vidare menar Folkesson att varje portföljbolag skall utvecklas efter sina egna specifika förutsättningar. Det förutsätter att vi är specialister på allt, menar Folkesson.

Frågan om synen på incitamentsprogram och belöningsystem för ledningen i BE Group besvarades till en början generellt för att därefter bli mer specifik. Uppfattningen är till en början att en Buyout transaktion är illikvid, menar Folkesson. Investeringen är illikvid i den bemärkelsen att det är frågan om ett företagsförvärv och att det fortlöper några år, innan det blir aktuellt att sälja bolaget. Detta i jämförelse med exempelvis ett börsbolag, där det föreligger en helt annan likviditet. Det är just illikviditeten som är fördelen, betonar Folkesson. I dessa sammanhang finns det vissa fördelar, eftersom fondens investerare tillsammans med ledningen för BE Group följer samma agenda. Anledningen är det förekommer en mätning av resultatet i samband med att ledningen medinvesterar i bolaget och att resultatet följs upp när bolaget vandrar vidare i ägarkedjan. Resultatmätningen sker vid samma tidpunkt, vilket är en styrka med Buyout-modellen, anser Folkesson. I ett publikt bolag kan det finnas olika tidshorisonter mellan ägarna och ledningen, vilket försvårare utformandet av incitamentsprogram. Folkesson lyfter fram att

det i termen belöningsystem finns en risk, eftersom avkastningen är kopplad till en affärsrisk. Det är därmed inte givet att medinvesteringen som ledningen företar blir lyckosam. Samtidigt finns det ett intresse från Nordic Capitals sida att skapa alignment of interest hos ledningen. Att ledningen investerar vid samma tidpunkt som ägarna och att resultatet mäts samtidigt, leder till att den illikvida situationen säkerställer att planen på fyra till fem år implementeras. Vidare sätter det en press på alla inblandande parter att skapa en förändring under ägarperioden, eftersom förändringen mäts i samband med exit. Däri ligger nyckeln med Buyout konstruktionen, menar Folkesson. Då ledningsgruppen är med i investeringarna och att det finns en bestämd tidshorisont för Private Equity fonder, skapar förändringstryck. Det innebär att de involverande parterna inte kan ligga på latsida, eftersom det ekonomiska värdeskapandet utvärderas i samband med exit, menar Folkesson. Detta gäller inte bara för ägare och ledning, utan även för kapitalfondägarna. Med denna modell finns det ett gemensamt risktagande och det är därmed inte frågan om ett belöningsystem i den bemärkelsen, menar Folkesson. Nordic Capital vill att ledningen medinvesterar, men inte att dessa personer pantsätter sig mer än vad de klarar av, eftersom investeringen i sig medför är en risk. I affärspressen framställs ibland incitamentsprogram som övervinster, i vilket de bortser från riskerna. Enligt Folkesson är avkastningen istället ett resultat av hårt arbete med att verkställa en plan.

Folkesson uppfattar att det har funnits ett ömsesidigt utbyte mellan Nordic Capital och BE Group. Ledningsgruppen inom BE Group har kunnat ta del av Nordic Capitals nätverk, men Nordic Capital har även kunnat dra nytta av BE Groups nätverk. Det har därmed fungerat åt båda hållen, menar Folkesson. Nätverkens betydelse för både Nordic Capital och BE Group är svåra att uppskatta, eftersom det finns problem att definiera och mäta nätverkens betydelse i de olika sammanhangen. Folkesson är dock övertygad att Nordic Capitals industriella nätverk, tillsammans med konsultfirman McKinsey, har varit till nytta för BE Group.

Vid den initiala investering i BE Group var Trelleborg med som delägare. Folkesson poängterar att samarbetet dem emellan varit god och att den illikvida situationen skapade ett gemensamt intresse mellan parterna. Genom styrelsearbetet medverkade Nordic Capital till en förändring på VD sidan, i samband med att den förra VD:n gick i pension. Rekryteringen av Håkan Jeppsson som VD var en viktig process och det var Nordic Capitals styrelserepresentanter tillsammans med styrelseordföranden som drev denna rekryteringsprocess. Rekrytering av VD i BE Group har varit en formell process och VD har i sin tur valt ut vissa ledningspersoner inom BE Group. Inom Nordic Capital har det inte funnits något behov att tillämpa en "farfar princip", utan tillsättningen av VD:n har varit den viktiga punkten från Nordic Capitals sida. VD:n får mandat att utse ledningen, vilket sammanfaller med de befogenheter och det ansvar personen har. Det har varit

otänkbart från Nordic Capitals sida att ”runda” VD:n, genom att exempelvis tillsätta en controller i BE Group, men Folkesson menar att detta kan förekomma i andra Private Equity bolag. Det är inte Nordic Capitals uppgift att säga till ledningen i BE Group vad som skall utföras, de uppkomna förändringarna i BE Group är istället ett resultat av en ömsesidig dialog.

Strategi

Nordic Capital har i viss del bidragit till den strategiska inriktningen inom BE Group. Detta gäller främst den geografiska expansionen österut och utvecklandet av produktutbudet, där BE Group tidigare var en mer renodlad distributör. Det har varit en del av Nordic Capitals ägaragenda och strategin har ledningen exekverat. I samband med att BE Group bytte ägare har det skapats en grogrund för förändringar. Den initiala kickstarten av strategiarbetet injicerades som en spruta från ägarnivå, menar Folkesson. Själva utvecklandet och exekvering av affärsplanen är ledningens förtjänst, men Nordic Capital har kunnat hjälpa till och har haft synpunkter i vissa fall. Att det har gått så bra för BE Group är ledningens förtjänst, men Nordic Capital har kunnat bidra med hjälp, menar Folkesson. Det har förelegat ett förändringstryck i samband med de ägarförändringar som ägde rum i BE Group. Nordic Capital har kunnat komma med kloka och genomtänkta idéer, genom ett aktivt styrelsearbete samt löpande och aktiv dialog mellan styrelsemötena. Däremot har ledningsgruppen i BE Group vidareutvecklat idéerna och därefter implementerat sina strategier. Det har snarare varit en process där ledningsgruppen har ”bollat” med Nordic Capital, menar Folkesson. Sammanfattningsvis har BE Group idag en stark marknadsposition och en stark geografisk expansion i österled. Vid strategiavsnittet nämndes uppsatsens inriktning. Folkesson menar att uppsatsen val av portföljbolag är intressant, eftersom både Lindab och BE Group är exponerade i samma bransch, samt att de två portföljbolagen befinner sig i samma konjunkturcykel. Vidare har portföljbolagen haft en god lönsamhet under respektive Private Equity bolags ägande. Folkesson anser att de både portföljbolagen är skolboksexempel på lyckade Buyout transaktioner.

Huruvida Nordic Capital har kunnat bidra till operationella förbättringar inom BE Group är svårt att direkt uttala sig om. Folkesson menar att Nordic Capital möjligtvis genom styrelsearbetet kunnat bidra till operationella förbättringar med hjälp av kloka och sunda idéer, men framhåller att exekveringen är en ledningsfråga. Nordic Capital ser gärna att ledningen i BE Group arbetar med olika former av kapitalrationaliseringar, men samtidigt har detta inte varit nödvändigt i BE Groups fall, eftersom de innehar en kultur att se över detta område. Dock framhåller Folkesson att vinsterna i BE Group har återinvesterats i verksamheten, eftersom BE Group inte löpande har haft några utdelningar till Nordic

Capital. Överskottet har istället gått till att reducera skulderna och återinvesteringar har ägt rum i verksamheten, därigenom skapades en ännu större operationell utväxling i BE Group.

Vid tilläggsförvärv har det funnits ett analytiskt stöd från Nordic Capital, men det är ledningen tillsammans med styrelsen som har stått för förvärven och M&A transaktioner. Folkesson framhåller att ansvaret vilar på de normala beslutsfattande företagsfunktionerna. Inom Nordic Capital förekommer det en förvärvsexpertis, eftersom man har stor erfarenhet inom området och att man därmed kan fungera som ett bra stöd för ledningen i BE Group i dessa situationer. Enligt Folkesson är det viktigt att komma ihåg att det just är frågan om ett stöd. Hade Nordic Capital hjälpt till för mycket i dessa situationer hade det förelegat en risk för att känslan för ansvarstagande och genomförande hade försummats. Främst är förvärven ledningens förtjänst, men de har uppskattat kontakten med Nordic Capital och den ”räknehjälp” de har haft tillgång till och det har varit en del i det beslutsmaterial som styrelsen har haft i sin beslutsprocess. Ägarstrategierna har i stor utsträckning tillämpats i BE Group. Vid Nordic Capitals tillträde skapades ett förändringstryck i sig, men det blev en nystart när VD:n Håkan Jeppsson tillträdde. Det blev en ny kick och denna förändring blev vitaliserande för BE Group, menar Folkesson. Nordic Capital har hela tiden haft en samstämd syn gällande ledningen strategiarbete.

Finansiering

Vid förvärvet är det upp till Nordic Capital att fastställa kapitalstrukturen och inte påtagligt en dialog med ledningen och styrelsen i bolaget. Löpande under ägandefasen är det däremot en dialog mellan parterna, precis som i andra strategiska frågor, där Nordic Capitals representanter i styrelsen utvärderar och bevakar. Vid fastställandet av kapitalstrukturen analyseras de förväntade kassflödena, tillsammans med de investeringsbehov som finns i portföljbolagen. Detta i kombination med den affärsrisk som förekommer. Inom Nordic Capital används inte specifika modeller för fastställandet av kapitalstrukturen, utan det görs en bedömning i varje enskilt fall. Folkesson anser att BE Group har ett stabilt kassaflöde som lämpar sig väl för Leveraged Buyout, men poängterar samtidigt att man från Nordic Capitals sida inte har haft avsikten att belåna BE Group till taknocken. Under intervjun görs en jämförelse med Trelleborg avseende placeringssyfte. Det kan enligt Folkesson tänkas att Trelleborg hade en mer passiv finansiell intention med sin placering i BE Group. Överskotten gick initialt istället till Trelleborgs moderbolag. Det kan därmed ha varit en konsekvens av att belåningsgraden till en början höll sig inom en rimlig nivå. Enligt Folkesson är fördelarna med en hög belåningsgrad, förutsatt att bolaget kan betala av och upprätthålla skulder, att det leder till

en högre avkastning på eget kapital. Tänkbara nackdelar med hög belåningsgrad är bland annat att skuldbördan kan bli så pass stor att det begränsar ett företags handlingsutrymme för tilläggsförvärv och investeringar i verksamheten. Men samtidigt menar Folkesson att det kan bli ett annat fokus i verksamheten vid en hög belåningsgrad och att kostnaden för kapital blir tydligare i dessa situationer. Folkesson menar även att en hög belåningsgrad inte är nödvändig för att skapa de drivkrafter som krävs för kapitalrationaliseringar och att det samtidigt inte är bra att företagsledare skall behöva oroa sig för framtiden. Det mår människor inte bra av, menar Folkesson. Belåningsgraden i BE Group har inte påverkat ledningens handlingsutrymme, tvärtom har den skapat möjligheter. I finansieringsavsnittets slutskede har Folkesson en diskussion kring hur mycket tid företagsledningar, korrelerat med belåningsgraden, lägger på finansieringsfrågor kontra operationella uppgifter. Folkesson uppskattar att cirka 5 % av tiden är koncentrerad till finansieringsfrågor, resterande delen läggs på operativa uppgifter. Vid en finansiell ansträngd situation kan det tänkas att finansieringsfrågor utgör 10 % av tiden. Folkesson poängterar dock att det är uppskattningar och hans resonemang inte grundar sig på akademisk forskning.

Avslutning

Folkesson anser att ledningen haft störst betydelse för portföljbolagets utveckling, men poängterar att även Nordic Capital och externa aktörer bidragit till BE Groups värdetillväxt.

Det som skiljer Private Equity bolag från andra typer av ägare är främst den decimerade tidshorisonten, vilket skapar disciplin. Private Equity branschen blir ofta kritiserad för att vara kortsiktig. Detta menar Folkesson är en myt, eftersom det finns en långsiktighet i att ägaren har en affärsplan som löper på fyra till fem års sikt. Exempelvis i fallet BE Group, har man gått från att vara ett relativt litet bolag till att vara ett stort och attraktiv börsbolag. Folkesson menar att en ägarmodell inte är bättre än en annan, men att vissa ägarformer kan vara bättre eller sämre beroende på i vilken fas bolaget befinner sig i. Att BE Group fick en finansiell ägare var bara bra, eftersom bolaget fick ett helt annat fokus. Tidigare skickades överskotten vidare upp till moderbolaget i koncernen och överskotten blev därmed inte återinvesterade i verksamheten.

Ett bolag med en spridd ägarstruktur har en vidare intressentgrupp att ta hänsyn till. Fördelen med ett fåtal ägare är att ledningen kan använda mer av sin tid till att göra om bolaget, detta då informationsåtagandet blir mindre. Folkesson menar att BE Group inte hade kunnat bli ett börsbolag direkt efter Trelleborgs inblandning. BE Group behövde några år med ny ledning och genomförande av nya expansionsplaner. En industriell ägare

hade inte kunnat stödja en sådan affärsplan på samma sätt. Nordic Capital hjälpte till att bygga upp denna affärsplan från grunden, menar Folkesson.

Integrationen mot kunderna och den nya plattformen för geografisk expansion har inneburit betydande förändringar för BE Group. Vidare att i samband med åldersavgång kunna tillsätta en ny ledning har varit betydelsefullt, menar Folkesson. Nordic Capital tar inte åt sig all ära, utan lyfter fram ledningens betydelse och förtjänst i sammanhanget. Däremot har de från Nordic Capitals sida kunnat bidra med en arbetsro, detta i en slags skandinavisk managementstil, präglad av öppenhet och tillgänglighet i en privatägd miljö. BE Group fick möjligheten att blomma ut, efter att ha varit en liten del i ett affärsområde i en stor koncern, till att bli stort framgångsrikt börsbolag. Inom Nordic Capital har vi skapat förutsättningarna, men vi har inte gjort arbetet. Det har ledningen gjort, menar Folkesson.

5.4 Intervju, BE Group

Torbjörn Clementz arbetar som CFO på BE Group och har varit verksam inom företaget i fyra år.

5.4.1 BE Groups syn på Nordic Capital som ägare

Inledning

Clementz menar att Buyout transaktionen påverkat BE Group påtagligt. Företaget tog ett steg från att vara ett dotterbolag i en annan industrikoncern till att få en tydlig ägare. Det har enligt Clementz ökat utvecklingstakten för BE Group. Buyout transaktionen har därmed haft en positiv inverkan på BE Group.

Interaktion

Nordic Capital har helt och hållet arbetat med BE Group genom styrelsen. Styrelsemedlemmarna Lars Spångberg och Joakim Karlsson har deltagit i styrelseprocessen för Nordic Capitals räkning. Styrelseledamoten Lars Olof Nilsson har inget samband med Nordic Capital, vilket felaktigt framgår av årsredovisningen 2006. Innan börsnoteringen av BE Group bestod styrelsen av ytterligare någon person från Nordic Capital. Interaktion mellan ledningsgruppen och styrelsen var begränsad. Nordic

Capital arbetade helt och hållet genom styrelsen och lät bolagsledningen driva bolaget. Vid vissa specifika projekt hände det att bolagsledningen kallade på ägarnas synpunkter och deltagande, annars var bolagsledningen självständig. Det var inga intensiva aktiviteter från styrelsens sida, utan det var det formella styrelsearbetet som var av vikt. Det har enligt Clementz inte varit någon större skillnad jämfört med tidigare ägare, när det gäller styrelseaktiviteten, det har rört sig om fyra till sex styrelsemöten per år. Styrelsen fick en rapport varje månad från VD, men det fanns inga formella rapporteringskrav, utan det var frågan om en normal rapportering till styrelsen. Vidare fanns det en viss finansiell rapportering per kvartal, men denna var mycket kortfattad.

Clementz har en positiv bild av de belöningsystem som finns inom BE Group. Den positiva aspekten med belöningsystem är att ledningen blir mer delaktiga i företaget, vilket skapar ett helt annat engagemang. Innan börsnoteringen av BE Group hade ledningen en förhållandevis stor ägarandel i jämförelse med andra bolag.

Clementz anser att Nordic Capitals nätverk inte på ett nämnvärt sätt påverkat BE Groups utveckling. Clementz har tillsammans med VD:n haft den direkta kontakten med Nordic Capital och de har därigenom fått ta del av det nätverk som finns inom Nordic Capitals portföljbolag. Det var enligt Clementz, "Det professionella, privata nätverket". Utöver detta nätverk hade Clementz och VD:n ytterligare några personer som de kunde diskutera viktigare frågor med.

Utöver tillsättningen av Håkan Jeppsson som ny VD 2002 har inte Nordic Capital medverkat i tillsättningen av någon i bolagsledningen. Vid detta tillfälle var även Trelleborg delägare och dessa ägare tillsammans tillsatte VD:n Håkan Jeppsson. Detta är visserligen en ägaraktivitet, poängterar Clementz. I andra situationer när ledningsgruppen skulle tillsättas var styrelseordföranden inblandad, men det är ju inte direkt en ägaraktivitet från Nordic Capitals sida, anser Clementz.

Strategi

Nordic Capital har låtit ledningen bygga upp BE Groups strategier. Ledningen har kunnat komma med initiativ och förslag till det BE Group önskat genomföra. Nordic Capital har således inte förändrat den strategiska inriktningen, menar Clementz. Nordic Capital hade en affärsplan vid förvärvet, men den genomfördes aldrig fullt ut. Clementz poängterar "När vi fick en ny ledning kom jag och Håkan in, vi tog tag i arbetet igen och skapade basen för den strategi vi har nu".

BE Group kan strategiskt karaktäriseras som ett bolag med fokus på kärnverksamheten. Nordic Capital har verkat för en fristående bolagsledning och där Nordic Capital har tagit rollen som ägare. Bolagsledningen har haft en kort och tydlig kommunikation med ägarna. Om det kom upp någon ad hoc fråga mellan styrelsemötena var det enkelt att lyfta på telefonluren och prata med ägarna. På så sätt var det lätt att få snabba beslut, men det var beslut som vi fattade genom att kommunicera med styrelsemedlemmarna, menar Clementz. Vidare anser Clementz att Nordic Capital inte var intresserade av något speciellt område på balansräkningens debetsida och han poängterar att de absolut inte var involverade i den operationella verksamheten. Nordic Capital var positivt inställda till förvärv under den tiden de var ägare, dessförinnan fanns det ingen förvärvsstrategi. Strategin kom från BE Groups ledning och där Nordic Capital sympatiserade med de tankar och idéer som fördes fram av ledningsgruppen. Det blev i och med detta aldrig några besvärliga diskussioner med Nordic Capital.

Finansiering

Nordic Capital fungerade som rådgivare i finansieringsfrågor och var behjälpliga inom detta område. Clementz har uppfattningen att Nordic Capital är duktiga på balansräkningen och BE Group använde Nordic Capital som bollplank, när kapitalstrukturen skulle bestämmas. Vidare kom Nordic Capital med råd om hur BE Group skulle arbeta med balansräkningen. Dock poängterar Clementz att det var BE Group som kallade på denna hjälp, vilket är en stor skillnad mot att Nordic Capital själva går in och gör saker. Det finns en finansiell kompetens hos Nordic Capital i de här frågorna och givetvis var BE Group intresserade av att använda sig av denna kunskap, menar Clementz. Kapitalstrukturen i BE Group var ett prioriterat område för Nordic Capital. Men Clementz framhåller att Nordic Capital inte satte en kapitalstruktur som många uppfattar att Private Equity bolag gör, det vill säga med mycket hög belåning. Det var en kapitalstruktur som utgick ifrån hur bolaget Standard no basis skulle utvecklas under de närmaste tre till fyra åren, det vill säga den kapitalstruktur som krävdes för att kunna genomföra framtida projekt inom BE Group.

Belåningsgraden inom BE Group har inte direkt påverkat ledningens arbetssätt, enligt Clementz. Men betydelsen av att i den operativa verksamheten kontrollera kassaflödet är viktigt, anser Clementz. Det har varit ett fokuserat arbetsområde för BE Group, men Clementz poängterar att det oavsett belåningsgrad skulle vara ett prioriterat område för ledningsgruppen. Clementz lyfter fram vissa fördelar med hög belåningsgrad och menar bland annat att det leder till en helt annan fokusering i verksamheten. Hög belåningsgrad kan bidra till att styra verksamheten mot rätt riktning. Det negativa med hög belåningsgrad är att företaget i vissa situationer kan sitta i en snävare sitta för

investeringar och utvecklingsaktiviteter som kommer ad hoc, vilket i slutändan kan leda till ansträngda finansieringsavtal, menar Clementz.

Avslutning

Det är ledningen som i första hand har haft störst betydelse för BE Groups utveckling. Ägarna kommer i andra hand när det gäller bidraget till företagets utveckling. Externa aktörer har bidragit, men det är ledningen och ägarnas samarbete som har haft störst betydelse för BE Groups utveckling, anser Clementz.

BE Group, som idag är ett börsbolag, är utsatt för en annan typ av exponering än tidigare, det vill säga efter den perioden då Nordic Capital köpte ut BE Group från börsen. Det föreligger idag en större mångfald av ägare och det är inte samma kontaktyta mot ägarna som tidigare. Clementz poängterar dock att situationen inte är mer besvärlig nu, men att situationen är helt annorlunda. Detta medför att man idag arbetar annorlunda, framförallt på styrelsenivå. Innan hade BE Group tät kommunikation och korta beslutsvägar, vilket var påtagligt under Nordic Capitals majoritetsäggande, anser Clementz.

Clementz har erfarenheter från andra Private Equity bolag i andra konstellationer. Clementz uppfattar att Nordic Capital varit mindre involverade i den operationella verksamheten än de övriga Private Equity bolagen. En tänkbar förklaring enligt Clementz kan vara att Nordic Capital har sympatiserat med de idéer som bolagsledningen har haft och så länge som bolagsledningen har kunnat motivera sina val, har det aldrig varit några bekymmer att driva igenom besluten. Exempelvis tog Nordic Capital ett investeringsbeslut att gå in i ett nytt land, samtidigt som börsnoteringsprocess initierades. Detta hade inte inträffat i andra Private Equity bolag, anser Clementz.

Clementz sammanfattar slutligen de mest dominerande förändringarna i BE Group med; klargörande av strategin, tillsättning av ny ledning och mer fokuserat arbete på att efterleva strategin.

6 Analys

I detta kapitel analyseras primärdata tillsammans med tillgänglig sekundärdata utifrån uppsatsens valda teoriområden. Inledningsvis presenteras och motiveras den analysmodell som ligger till grund för kapitlets utformning. Analyskapitlet är indelat efter teorikapitlets olika delområden; interaktion, strategi och finansiering. Varje delområde inleds med en empiridiskussion för att därefter övergå i en analysdiskussion. Kapitlet avslutas med en sammanfattande analys och diskussion av Private Equity bolagens styrfunktioner.

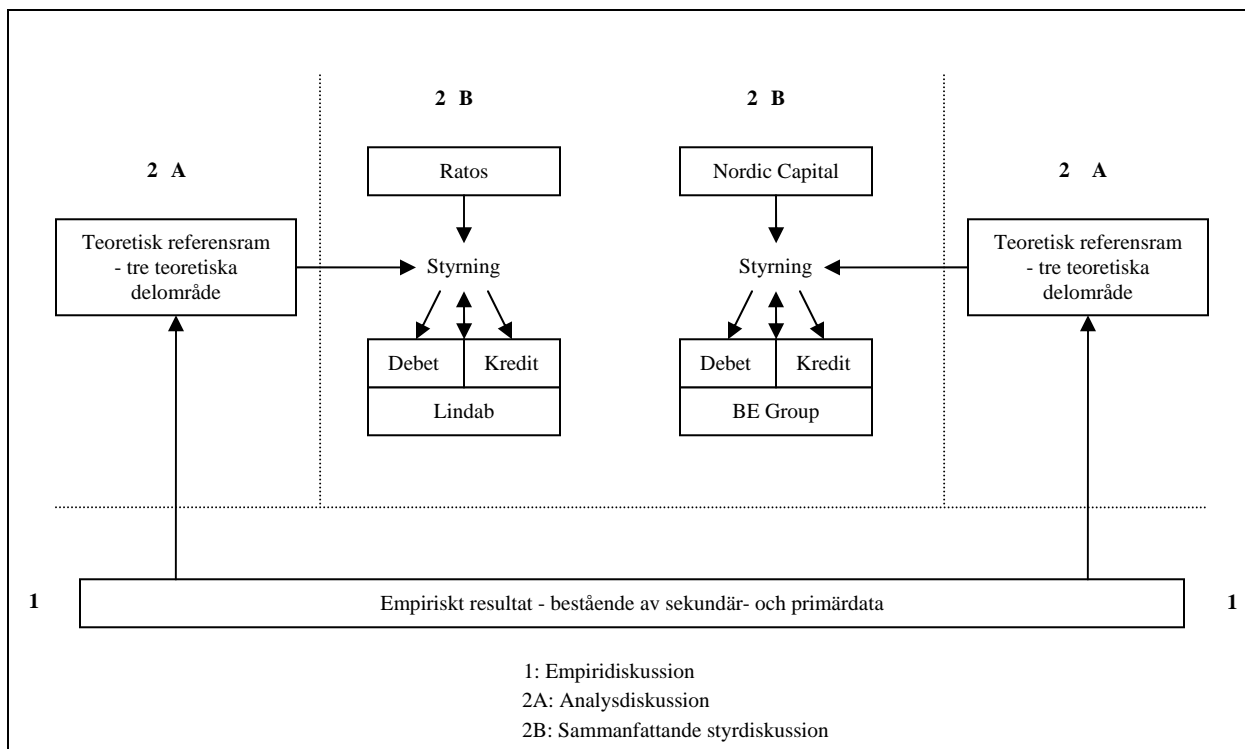
6.1 Analysmodell

Till en början är avsikten med analyskapitlet att lyfta de individuella och stundtals fragmenterade empiriresultaten till en mer övergripande aggregerad nivå. Detta framhålls genom en empiridiskussion kring de i uppsatsen genomgående tematiska områdena; interaktion, strategi och finansiering. En analysdiskussion är även inkorporerad under respektive tematiska område.

Anledningen till en beskrivning av analysmodellen och en inledande empiridiskussion är att objektiviteten kring analysdiskussionen, på ett mer kritiskt sätt kan följas. Analysdiskussionen använder den teoretiska referensramen för att kunna diskutera de empiriska resultaten. En analysmodell med inledande empiridiskussion stöds av (Andersen, 1998), då författaren menar att objektiviteten i en analys av kvalitativ data förtydligas. Samtidigt menar Jacobsen (2002) att individuella kvalitativa resultat bör sammanställas, för att en aggregerad analys ska kunna komma till stånd.

En sammanställning av de tre analyserade områdena finns i slutet av analyskapitlet. Denna del av analysen, motiveras med att en analys av de tre delområdena isolerat, inte kan ge en helhetsbild över Private Equity bolagens styrning. Vidare kommer det i kapitlet utnyttjas likheter och skillnader i, såväl bolagens förutsättningar som i framkommen data, för både Private Equity bolagen och portföljbolagen. Därmed kan analysen kring Private Equity bolagens styrning av portföljbolagen bli mer nyanserad.

Följande schematiska figur beskriver hur analyskapitlet är uppbyggt och mer konkret tillvägagångssättet för att nå en slutsats.



Figur 15: Analysmodell. (Egen konstruktion)

6.2 Interaktion

6.2.1 Empirisk diskussion – interaktion

De fyra fallföretagen har på olika sätt poängterat och lyft fram styrelsens roll i portföljbolaget. På portföljbolagsnivå har ledningen uppfattat att Private Equity bolagen arbetat med dem genom styrelsen. Till exempel poängterar Clementz, att Nordic Capital framförallt arbetat med BE Group genom styrelsen och Persson upplevde en förskjutning mot en mer aktiv styrelsefunktion i Lindab, då Ratos var ägare. Samtidigt har Private Equity bolagens respondenter vid intervjuförloppet nämnt betydelsen av styrelsefunktionen under den värdeskapande processen. Celsing menar att Ratos styrelserepresentanter påtagligt bidragit till Lindabs utveckling. Samtidigt visar sekundärdata att Nordic Capital sätter stort värde av styrelserepresentation i portföljbolagen.

Förutom att det empiriska resultatet lyft fram styrelsens betydelse generellt, har det visat sig att denna funktion haft huvudansvaret för uppföljningen av portföljbolagen. Speciellt

Nordic Capital har överlåtit ansvaret för uppföljningsfunktionen till styrelsen. Folkesson på Nordic Capital, menar att BE Groups styrelse själva fått definiera rapporteringsstrukturen och att Nordic Capital inte har haft för avsikt att belasta styrelsen med ytterligare administrativa uppgifter. Även Celsing på Ratos poängterar att uppföljningen av Lindab framförallt låg på styrelsenivå. Det finns dock tendenser till att Ratos haft större mandat över hur uppföljningen av Lindab skulle se ut, då Ratos haft en stor roll i utformandet av Lindabs rapporteringssystem.

Av naturliga skäl har Ratos två styrelserepresentanter i Lindab och Nordic Capitals två styrelserepresentanter i BE Group, varit länken mellan respektive Private Equity bolag och portföljbolag. Det finns tecken på att dessa styrelserepresentanter även haft en stor roll i att implementera vissa av ägarnas intentioner på ledningsnivå. Detta understöds av att en av styrelserepresentanterna i relationen Ratos och Lindab varit involverade i förvärvsanalyser tillsammans med VD:n på Lindab. I relationen Nordic Capital och BE Group, poängteras att det fanns extra stöd från Private Equity bolaget, speciellt vid förvärv. Därmed tenderar relationen mellan Private Equity bolaget och portföljbolaget bli intensivare vid förvärvssituationer.

Samtidigt poängterar samtliga respondenter vid ett flertal tillfällen att företagsledningen under den värdeskapande processen varit självständig. Dessutom betonar respondenterna att styrelsen haft en legal funktion. Folkesson menar att styrelsearbetet i BE Group inte skiljer sig från andra privatägda bolag och Celsing menar att styrelsearbetet i Lindab var ytterst formellt. Det finns dock tecken på att relationerna och kommunikationen mellan Private Equity bolagen och portföljbolagen kan karaktäriseras som aktiv. Nordic Capital menar att bolaget har en agenda, att ytterst minska komplexiteten under den värdeskapande processen och av primärdata framgår att Nordic Capital har en mycket aktiv och löpande dialog med bolagsledningen. Liknade uttryck framförs vid intervjutillfällena gällande relationen Ratos och Lindab. Därav borde den självständighet som respondenterna menar att ledningen haft, kompletteras med ett perspektiv på att ledningens tillgång och närhet till ägarna varit påtaglig. Detta är även Private Equity bolagens intentioner enligt redovisad sekundärdata. Detta stöds även av tidigare resonemang där relationen mellan parterna tycks få en närhet vid förvärvssituationer.

Denna närhet mellan ägarna och ledningen kan även underbyggas utifrån incitamentsprogrammen i portföljbolagen. Ledningen på Lindab har haft en medinvestering på 8 % och ledande befattningshavare på BE Group har haft en medinvestering på 14,64 %. Folkesson menar att medinvesteringen i Buyout transaktioner gör att ägare och ledning får en incitamentsstruktur inom samma tidsperspektiv. Resultatutvecklingen mäts för både ägare och ledning vid två tillfällen,

entry och exit. Detta gör att ägarna och ledningen inom samma tidsram arbetar efter samma mål. Därutöver har klassiska företagsekonomiska resonemang som alignment of interest framförts som motiv till incitamentsprogrammets utformning. Intressant är ledningens förhållandevis stora innehav, vilket Clementz även påpekade, tillsammans med Folkessons resonemang kring ägarnas illikvida situation.

Styrelsearbetet samt samspelet mellan ägare och ledning är en komplex social process, vilket betonats av respondenterna, särskilt av Celsing som diskuterar huruvida begreppen informell respektive formell ska definieras. Dock har det funnits ett intresse av att uppsatsen innefattar detta område, eftersom att Private Equity bolagen i sina publika uttalanden tenderar att lyfta fram deras aktiva ägarengagemang.

Nätverken är svåra att identifiera då respondenterna nämnt många olika personer och organisationer, vilka enligt respondenterna varit betydelsefulla under den värdeskapande processen. Under intervjutillfällena har dock ledningen i portföljbolagen och Private Equity bolagens styrelserepresentanter nämnts mer frekvent än andra, samtidigt som interaktionen mellan dessa parter enligt primärdata starkt präglats av kunskap. Det bör dessutom påpekas att externa konsultbolag fått betydande uppgifter i portföljbolagen, speciellt i början respektive i slutet av den värdeskapande processen.

6.2.2 Analysdiskussion – interaktion

Om man sammantaget tittar på de empiriska interaktionsresultaten finns tecken på att både Ratos och Nordic Capitals förhållande till respektive portföljbolag tenderar att visa tecken på mindre problematiska kommunikationsvägar, vilket stöds av Wright et al (2001). Författarna menar i sin studie att den minskade byråkratiska strukturen mellan Private Equity bolaget och portföljbolaget kan skapa värde i en Buyout transaktion. Styrelsen som inledningsvis i den empiriska diskussionen diskuterades, kan tänkas ha bidragit till denna mindre byråkratiska struktur. Vidare påvisar empiriresultaten att styrelsens arbetssätt struktureras, för att på denna nivå följa bolagets utveckling, vilket stöds av Keasey et al (1999), som menar att styrelsen är ägarnas viktigaste kontrollmekanism.

Carlsson (2001) för ett resonemang om att styrelsen bör ses från ett dualistiskt perspektiv. Detta perspektiv har lyfts fram i empiridiskussionen, då styrelsefunktionen på ett påtagligt sätt innefattat ett tydligt ägar- såväl som ledningsperspektiv. Därav borde det dualistiska perspektivet enligt Carlsson (2001), vara högst relevant i en Buyout kontext. Att styrelsen har ett tydligt dualistiskt mandat skulle kunna förklara Wright et al (2001)

teori om att parterna har mindre problematiska kommunikationsvägar. Vidare menar Kester et al (1995) att kommunikationskanalerna kan bli mer direkta i en Buyout transaktion, vilket det empiriska resultatet i uppsatsen kan stödja. Det empiriska resultatet ger stöd för den direkta kommunikationen, exempelvis menar Clementz att BE Group under den värdeskapande processen har haft en tät kommunikation och korta beslutsvägar till ägarna via styrelsen.

Även om den empiriska diskussionen har en betydande koncentration till styrelsen, bör förhållandet mellan ägare, styrelse och ledning poängteras, vilket enligt Hunger (1996) kan beskrivas med agentteorin. Agentteorin som framhåller en inneboende konflikt i förhållandet mellan ägare och ledning, är intressant att analysera utifrån det empiriska resultatet. Att detta skulle vara ett intressant analysområde stöds av Opler et al (1993), som menar att agentkonflikter är relevanta i Buyoutkontexter. Även om konflikten utifrån uppsatsens metodologiska struktur skulle vara svår att identifiera, finns tydliga empiriska tecken på att relationen mellan ägare och ledning är god, vilket innebär att konflikten i de studerade relationerna skulle kunna vara mindre än i andra situationer. En faktor som minskar konflikten och därmed agentkostnaderna i Buyoutkontexter kan vara ledningens medinvesteringar (Berg et al, 2005), vilket innebär att ledningens förhållandevis höga medinvestering i de studerade fallen skulle kunna innebära en relativt liten konflikt mellan ägare och ledning.

Det empiriska resultatet visar att Private Equity bolagen givit stöd till portföljbolagen på olika sätt. Wright et al (2001) menar att potentiella portföljbolag ofta saknar entreprenöriell anda. Det är tydligt att de studerade Private Equity bolagen givit respektive portföljbolag en entreprenöriell anda, vilket enligt en tolkning av sekundärdata är intentionerna från Private Equity bolagens sida.

Intervjuförfarandet riktade intresse för olika nätverksfrågor, vilket framgår av intervjuguiderna i bilagorna. Den empiriska diskussionen ovan visar att nätverksidentifikationen var svår, men intresset kring nätverkets betydelse har sitt ursprung från Berg et al (2005) som menar att Private Equity bolag med sitt nätverk kan bidra till att skapa värde i ett portföljbolag. Komplexiteten i nätverksstudier framhävs även av Nygaard (2002). Dock kan utifrån det empiriska resultatet kunskapens betydelse för nätverkens existens framhävas, vilket Nygaard (2002) menar är signifikativt för den senaste tidens nätverk i samhället.

6.3 Strategi

6.3.1 Empiridiskussion - strategi

Det förekommer vissa skillnader mellan Private Equity bolagen gällande involveringen i strategiprocessen hos portföljbolagen. Uppfattningen är att Ratos har varit mer involverade i strategiprocessen än Nordic Capital. Enligt Celsing på Ratos har Private Equity bolaget påtagligt bidragit till att förändra den strategiska inriktningen. Detta styrks av Perssons uttalande, att Ratos anlitat en konsultfirma som gått igenom Lindabs organisation och bidragit med att presentera en strategisk plan. Involveringen i strategiprocessen är mindre tydlig i Nordic Capital, där Folkesson menar att Private Equity bolaget till viss del har varit involverade i den strategiska inriktningen, men framhåller att ledningen utvecklade och exekverade affärsplanen. Vidare poängterar Clementz på BE Group ledningens självständighet och menar att Nordic Capital inte direkt medverkat till den strategiska inriktningen. Den empiriska insamlingen tyder på att ledningen i BE Group har haft än något mer självständig roll, vilket även innefattat utvecklandet av strategin.

Det visar sig att strategiska förändringar har genomförts i portföljbolagen och den strategiska inriktningen framgår i de uttalanden som finns i uppsatsens sekundärdata. Vidare har respondenterna utifrån klassiska företagsekonomiska strategitermer talat om fokusering på kärnverksamheten. Att kärnverksamheten skulle vara prioriterad syns även då portföljbolagen kommit med uttalanden som direkta hänvisar till termen kärnverksamhet. Lindab har i sina pressmeddelanden redogjort för olika typer av avyttringar, som bidrar till en fokusering av kärnverksamheten. Exempelvis överlåtelse av JiWeGalv AB och Eskilstuna Galvan AB 2003, var ett steg i den strategiska inriktningen att fokusera på de två kärnverksamheterna Ventilation och Profile. Vidare har Lindab genomfört olika typer av avyttringar 2004 och 2006 av icke relaterade affärsområden. Intervjuer med respondenterna i Nordic Capital och BE Group visar på en liknande strategisk inriktning, vilket även stöds av de pressmeddelanden som BE Group givit ut. Exempelvis har BE Group avyttrat sin verksamhet inom precisionsstålrör 2004. Det har även förekommit fastighetsförsäljningar under 2004 och 2006. Fokusering på kärnverksamheten har förkommit i båda portföljbolagen och det pekar på att strategin har uppfattats som värdeskapande i portföljbolagen, både från ett ägar- och ledningsperspektiv.

Av sekundärdata som finns att tillgå, framgår att Nordic Capital skapat värde genom en stark positionering och genom att skapa internationella expansionsmöjligheter för portföljbolaget. Tillväxtstrategin styrks av respondenterna i Nordic Capital och BE Group, men även av den sekundärdata som finns i form av pressmeddelanden och årsredovisningar. Exempelvis har man inom BE Group etablerat verksamhet i Litauen, Tjeckien och Ryssland. Även inom Lindab har det funnits en tillväxtstrategi, stöd för detta finns i respondenternas utsagor och Lindabs pressmeddelanden. I Lindab har betydande förvärv genomförts, exempelvis förvärv av Butlers ungerskbaserade verksamhet 2002. Dessutom genomfördes olika typer av förvärv 2005 och 2006. I pressmeddelandena poängterar VD Kjell Åkesson att förvärven väntas leda till betydande synergieffekter. Empirin tillsammans med sekundärdata visar att expansion och tillväxt har varit viktiga strategiinriktningar för portföljbolagen. Det tenderar att finnas en samstämd syn i den primära datainsamlingen, att tillväxt och förvärv har varit av central betydelse under Buyout transaktionen. Clementz i BE Group framhåller att innan Nordic Capital gick in i bolaget att det inte fanns någon förvärvsstrategi. Vidare framkommer det från samtliga respondenter att Private Equity bolagen har haft en positiv syn på förvärv, så länge förvärven har kunnat motiveras ekonomiskt. Strategiarbetet har från Private Equity bolagen, främst bedrivits genom styrelsearbetet. Dock tyder det på att det finns vissa skillnader i strategiarbetet mellan de båda portföljbolag. Återigen finns det tecken på att ledningen i BE Group har haft en mer självständig roll. Clementz på BE Group menar att ledningen har byggt upp bolagets strategier och Folkesson på Nordic Capital lyfter fram att det är ledningen som har vidareutvecklat och implementerat strategin. Enligt Persson på Lindab sker strategiarbetet främst på styrelsenivå.

Initialt vid förvärvet av Lindab hjälpte Ratos till med att förändra organisationsstrukturen, vilket bekräftas av Persson på Lindab. Detta visar att Ratos har bidragit till att genomföra vissa operationella förändringar i portföljbolaget. Enligt Folkesson på Nordic Capital är det svårt att uttala sig om huruvida ägarna bidragit till operationella förbättringar i portföljbolaget. Folkesson nämner att styrelsearbetet och att det inte förelegat några utdelningar under Nordic Capitals ägande, bidragit till operationella förbättringar. Medlen har istället gått till att reducera skulder och till att investera i verksamheten, vilket har bidragit till en större operationell utväxling. Empiriresultatet visar att Private Equity bolagen har bistått med stöd och hjälp gällande portföljbolagens förvärv. Det finns inget som tyder på att det skulle finnas skillnader i omfattningen gällande stöd och hjälp vid förvärv mellan Private Equity bolagen. Samtliga respondenter menar att ägarstrategierna i stor utsträckning har tillämpats och att det hela tiden funnits en samstämd syn på strategiarbetet mellan Private Equity bolagen och portföljbolagen.

6.3.2 Analysdiskussion - strategi

Wahlbäck (1994) framhåller betydelsen av en väl genomtänkt strategi och affärsplan, vilket båda studerade Private Equity bolagen har haft. Dock har affärsplanen haft mindre betydelse i fallet BE Group. Författaren menar att ledningen sällan är bäst lämpad att ensam ansvara för den slutliga affärsplanen. Även om ledningens självständighet poängterats av respondenterna, finns i empiridiskussionen vissa tendenser till att Private Equity bolagen varit involverade i strategiprocessen. Wahlbäck (1994), menar att investeringsperspektivet ofta försummas om enbart ledningen ansvarar för utformningen av affärsplanen. Av empiriresultatet framgår att investeringsperspektivet i strategiprocessen inte helt har försummats. Persson framhåller till och med att affärsplanen utformats i en iterativ process mellan ägare och ledning, medan BE Group inte har haft ett lika tydligt investeringsperspektiv i sin strategiprocess.

Det är vanligt att en Buyout transaktion leder till en omdefiniering av portföljbolagets övergripande strategi (Berg et al, 2005). Av ovanstående empiridiskussion framgår att strategiinriktningen påtagligt förändrats efter Private Equity bolagens investeringar i portföljbolagen. Speciellt har en tillväxtstrategi visat sig vara central, vilket Berg et al (2005) menar är vanligt förekommande vid Buyout transaktioner. Tydligt är även att portföljbolagen fokuserat på kärnverksamheten, vilket stöds av både sekundärdata och primärdata. Berg et al (2005) menar att detta är en annan strategisk inriktning som är vanlig inom Buyout transaktioner. Enligt empiriresultatet har portföljbolagen båda typerna av strategiinriktningar och en logisk förklaring kan vara att dessa två strategier stödjer varandra. Easterwood et al (1993) studie visar att fokus på kärnverksamheten kan skapa värde i portföljbolagen, genom att orelaterade affärsområden avyttras. Av empiriresultatet framgår att orelaterade affärsområden avyttrats, samtidigt som kompletterande förvärv gjorts av relaterade affärsområde, vilket enligt Easterwood et al (1993) stärker kärnaktiviteterna. Det bör påpekas att Wright et al (2001) menar att det är vanligt med interna tillväxtstrategier för att uppnå organisk tillväxt inom portföljbolagen, men att empiriresultatet främst kunnat bevisa den externa tillväxtstrategin genom förvärv, vilken enligt Easterwood et al (1993) möjliggör värdeskapande i portföljbolagen.

Berg et al (2005) menar att vissa Buyout transaktioner är Buy-and-Build strategier, där Private Equity bolaget investerar i fragmenterade eller styckade företag. Relationen Nordic Capital och BE Group är ett exempel på en Buy-and-Build strategi. Folkesson menar att tidigare underskott hade skickats vidare upp till moderbolaget i koncernen Trelleborg. En investering i en fragmenterad del av ett företag som i BE Groups fall,

fungerar enligt Berg et al (2005) sedan som en utgångspunkt för vidare expansion genom förvärv i en Buy-and-Build strategi. Det framgår tydligt av empiriresultatet att BE Group, genom Nordic Capitals fått ett tydligt fokus på expansion och att Nordic Capital givit det tidigare förhållandevis mindre bolaget en bas, för att kunna bli ett börsmässigt företag. Folkesson poängterar att Nordic Capital hjälpt till med att bygga upp affärsplanen från grunden och att plattformen för geografisk expansion inneburit att BE Group, från att vara ett affärsområde i en stor koncern blivit ett framgångsrikt börsbolag. Empiriresultatets fokusering kring förvärvs- och tillväxtstrategier stöds av Butler (2001), som i sin studie menar att lyckade Buyout transaktioner i regel förutsätter en stark tillväxt.

Ovanstående analysdiskussion har i stora delar fokuserat på olika förvärvs- och tillväxtperspektiv i de studerade fallföretagen. Synergibegreppet används i många sammanhang för att motivera olika typer av förvärv och Arnold (2005) definierar synergieffekterna som att värdet av två integrerade företag är större än båda företagen var för sig. Det är visserligen svårt att utifrån empiriresultatet kvantifiera och identifiera vilka typer av ekonomiska synergieffekter som varit dominerande, men det framkom vid intervjutillfällena att synergieffekter var av intresse för såväl Private Equity bolagen som portföljbolagen.

Berg et al (2005) menar att det finns tecken på att operationella förbättringar inträffar vid Buyout transaktioner. Utifrån empiriresultatet framgår att det varit svårt för respondenterna att uttala sig om huruvida Private Equity bolagen påverkat företagets operationella utveckling. Studier visar enligt Kaplan (1989) att ledningen vid en Buyout transaktion ser över kostnadsstrukturen och initierar olika typer av kostnadsprogram. Det empiriska resultatet visar att Private Equity bolagen haft synpunkter på den operationella verksamheten, men inte att Private Equity bolagen direkt medverkat i utformningen av till exempel kostnadsprogram.

6.4 Finansiering

6.4.1 Empiridiskussion - finansiering

Det som framkom vid intervjutillfällena var att finansieringsområdet var betydelsefullt. Fastställandet av kapitalstrukturen utgick främst från portföljbolagens behov, men det fanns även tendenser på att försöka uppnå en optimal kapitalstruktur utifrån de avkastningskrav som ställdes på portföljbolagen. Folkesson på Nordic Capital framhåller

att det initialt i förvärvssituationen av portföljbolaget, inte var en dialog mellan Nordic Capital och portföljbolagets ledning beträffande bestämningen av kapitalstrukturen. Det var upp till Nordic Capital att fastställa kapitalstrukturen initialt vid förvärvet. Respondenterna i båda Private Equity bolagen poängterar att de inte använde sig av en specifik modell vid bestämmandet av kapitalstrukturen, utan att det istället gjordes en bedömning i varje enskilt fall. Private Equity bolagen innehar olika typer av portföljbolag med varierande förutsättningar, vilket kan komplicera användandet av en standardiserad modell. Vidare kan det vara mindre meningsfullt att ha en standardiserad modell, eftersom komplexiteten och omfattningen skulle bli för betydande. Detta främst på grund av att det finns stora skillnader avseende bransch, storlek och konjunkturcykel mellan portföljbolagen som Private Equity bolagen innehar. Nordic Capital såg främst på det förväntade kassaflödet tillsammans med de investeringsbehov som fanns i portföljbolaget.

De skattefördelar som uppstår vid en hög belåningsgrad var inte något som Private Equity bolagen fäste någon större vikt vid, vilket kan tyda på att det finns andra faktorer som i större utsträckning leder till värdeskapande inom portföljbolaget. Detta stärks i viss mån av att belåningsgraden inte var anmärkningsvärt hög för de studerade portföljbolagen under ägandefasen. Dock refinansierades portföljbolagen strax innan börsintroduktionen. Motiv till refinansiering har enligt en av respondenterna varit att portföljbolaget inte skulle vara överkapitaliserat i samband med börsintroduktionen. En annan tänkbar orsak är att ägarna önskade att tillgodogöra sig det överskott som skapats i portföljbolaget. Clementz poängterar att Nordic Capital inte fastställde kapitalstrukturen, så som många tror att Private Equity bolag gör, det vill säga med mycket hög belåning. Detta poängterar även Folkesson på Nordic Capital, som menar att avsikten aldrig var att belåna BE Group till taknocken. Kapitalstrukturen i BE Group var strukturerad utifrån hur bolaget skulle utvecklas under de närmaste åren. Vidare framhåller samtliga respondenter att ett visst handlingsutrymme för portföljbolagen att agera har varit av vikt.

Av den sekundärdata som finns att tillgå, framgår att Private Equity bolagen har en bred och djup finansiell kompetens. Kunskapen finns antingen internt inom Private Equity bolagen eller externt via konsulter. Clementz bekräftar Nordic Capitals kompetens inom finansiella frågor. Respondenten framhåller att BE Group fick rådgivning vid fastställandet av kapitalstrukturen inom bolaget och att det fanns ett intresse från ledningsgruppen att ta del av Nordic Capitals synpunkter kring finansieringsfrågor. Folkesson i Nordic Capital framhåller att det löpande fanns en dialog med portföljbolaget. Detta pekar på ett nära samarbete mellan Nordic Capital och BE Group i finansiella frågor. Det finns inga tecken på att situationen skulle vara annorlunda i relationen Ratos och Lindab.

Det är osäkert att utifrån empiriresultatet uttala sig om huruvida belåningsgraden har haft en direkt inverkan på ledningens arbetssätt i portföljbolagen. Dock menar Celsing i Ratos att belåningsgraden kan ha en viss inverkan på ledningens arbetssätt, även om detta kanske inte var så påtaglig i Lindab. Sekundärdata som finns att tillgå tillstyrker detta, då det visar sig att Lindab har haft en relativt låg skuldsättningsgrad på 0,7 till 0,9 under perioden 2002 till 2005. Persson menar att belåningsgraden inte på ett nämnvärt sätt inverkat på ledningens arbetssätt, men att Lindab under den här perioden arbetat hårdare med att genomföra olika typer av kapitalrationaliseringar. Enligt Folkesson på Nordic Capital har inte belåningsgraden inverkat negativt på ledningens handlingsutrymme, utan den har istället skapat möjligheter för ledningen att agera. Persson i Lindab har en liknande syn och menar att belåningsgraden i Lindab inte har påverkat bolaget negativt.

Båda respondenterna i portföljbolagen anser att kapitalrationaliseringar är ett viktigt område och tillsammans med kassaflödet har dessa områden varit prioriterade. Samtliga respondenter var överens om att belåningsgraden upp till en viss nivå kan ha en positiv inverkan på ledningens arbetssätt, men att en för hög belåningsgrad kan innebära vissa risker. Respondenterna lyfte fram ett antal kritiska faktorer. Celsing på Ratos menar att en för hög belåningsgrad kan inverka negativt på stabiliteten i företaget och speciellt kund- och leverantörsförhållanden. Clementz på BE Group poängterar istället att handlingsutrymmet för investeringar och utvecklingsarbeten kan bli lidande på kort sikt och att man därmed kan hamna i ansträngda finansieringsavtal.

6.4.2 Analysdiskussion – finansiering

Gagliano et al (2003) menar att Private Equity bolagen vid fastställandet av kapitalstrukturen tar hänsyn till en mängd mikro- och makrovariabler. Gagliano et al (2003) belyser ett antal tänkta faktorer som ligger till grund för kapitalstrukturen. Enligt studien förväntas Private Equity bolagen exempelvis ta hänsyn till branschtillhörighet, säsongsvariationer, expansionstakt och marknadsfluktuationer. Det empiriska resultatet stödjer i stora delar ovanstående studie. Utgångspunkten hos Private Equity bolagen, vid bestämmandet av kapitalstrukturen, har varit portföljbolagens behov. Private Equity bolagen har haft fokus på att skapa ett handlingsutrymme, för att därigenom understödja den tillväxtstrategi som har funnits i portföljbolagen. Att utifrån Gagliano et al (2003) och empiriresultatet, entydigt identifiera den största faktorn för fastställandet av kapitalstrukturen, är inte möjlig. Detta eftersom olika faktorer underbyggs och stöds av varandra. Dock tyder mycket på att expansionstakten i portföljbolagen har varit av stor betydelse för bestämmandet av kapitalstrukturen, men för att denna expansionstakt ska vara möjlig måste även andra faktorer som förväntat kassaflöde beaktas. Därmed beaktas

indirekt även andra faktorer som Gagliano et al (2003) anser ha betydelse för kapitalstrukturens utformning.

Enligt Berg et al (2005) bestäms kapitalstrukturen i samband med förvärv av portföljbolaget. Författarna poängterar dock att förändringar i kapitalstrukturen kan genomföras under ägandefasen. Empiriresultatet påvisar att Private Equity bolagen initialt vid förvärvet fastställde kapitalstrukturen i portföljbolagen, men att förändringar i kapitalstrukturen inträffade löpande. Omstruktureringar i kapitalstrukturen genomfördes i BE Group 2005 i samband med att Nordic Capital förvärvade Trenor Holding AB och i Lindabs i samband med börsintroduktionen som ägde rum 2006. Det föreligger därmed en empirisk överensstämmelse med den process som Berg et al (2005) beskriver. Dock var Private Equity bolagens involvering i kapitalstrukturens bestämmande inte lika tydlig i den löpande i verksamheten, utan snarare en process mellan ledning och styrelse. Tänkbara orsaker är att ledningsgruppen tillsammans med styrelsen står närmare verksamheten och att de därmed kan bilda sig en bättre uppfattning om lämplig kapitalstruktur för portföljbolagens behov. Vidare har Private Equity bolagen genom sina representanter i styrelsen kunnat komma med synpunkter och idéer. Tilläggas ska också att Private Equity bolagen har givit ledningen i portföljbolagen stort ansvar och att det under denna period har gått bra för BE Group och Lindab. Detta kan tillsammans bidra till en förklaring av kapitalstruktursprocessen i den löpande verksamheten.

Utifrån primärdata finns tecken på att Ratos försöker bestämma en optimal kapitalstruktur utifrån de avkastningskrav de har på Lindab. Sambandet mellan belåningsgrad och ett företags värde finns beskrivet i den ekonomiska litteraturen. Enligt M&M (1963) leder en högre skuldsättning till en ökad risk för finansiellt trångmål, samtidigt som ägarnas avkastning på det egna satsade kapitalet ökar. Vidare menar M&M (1963) att det finns ett tillstånd i kapitalstrukturen, där kostnaden för det egna kapitalet är större än de skattelättnader som uppkommer i samband med skatteskölden. Enligt denna modell blir det i slutändan en trade off mellan vinsten som uppstår i skatteskölden och de kostnader som uppkommer i samband med finansiellt trångmål. De empiriska resultaten pekar på att det har varit av mindre betydelse att ha en kapitalstruktur som enbart grundar sig på avkastningen på det egna kapitalet. Mycket tyder på att Private Equity bolagen inte har lagt någon större vikt vid de skattevinster som uppkommer med hög belåningsgrad. Till att börja med har portföljbolagen enligt sekundärdata haft en förhållandevis normal skuldsättningsgrad under Private Equity bolagens ägande. Vidare har respondenterna i Private Equity bolagen lyft fram betydelsen av att ha ett visst handlingsutrymme i portföljbolagen. Snarare är det industriell utveckling och andra värdeskapande initiativ i portföljbolagen som varit viktigare.

Det finns dessutom inga tecken på att portföljbolagen skulle ha befunnit sig inom räckhåll för finansiellt trångmål. Portföljbolagens respondenter upplever inte att de varit bakbundna på grund av kapitalstrukturens utformning, istället har de upplevt ett handlingsutrymme. Detta tyder på att handlingsutrymmet i större grad förklarar kapitalstrukturens utformning i portföljbolagen. Empiriresultatet tyder på att handlingsutrymmet har varit av vikt för att kunna genomföra olika typer av förvärv och för att understödja tillväxtstrategin. Det är möjligt att skatteskölden har en viktigare roll i andra kontexter, exempelvis inom Buyout industrin i USA. Det är viktigt att ha i åtanke att mycket av den litteratur som finns inom ämnet har amerikanska influenser. Enligt Claessen (2006) kan det förekomma skillnader i ägarstyrningen mellan olika länder och ägarstyrningen bör därmed studeras utifrån det enskilda landets kontext. Utifrån uppsatsens studerade Private Equity bolag, tyder mycket på att skatteskölden tillsammans med uppkomna skattevinster inte ligger bakom kapitalstrukturens bestämning i portföljbolagen. Samtidigt utesluter empiriresultatet inte att det kan förekomma skillnader mellan olika Private Equity bolag i Sverige och att synen på belåningsgraden därmed kan vara annorlunda.

Ägarna kan använda belåningsgraden som ett styrinstrument för att styra ledningens agerande (Gagliano et al, 2003). Det finns inga tydliga empiriska tecken på att ledningens agerande skulle vara en konsekvens av belåningsgraden. Ingen av respondenterna i portföljbolagen upplevde att belåningsgraden hade inverkat på deras arbetssätt och respondenterna i Private Equity bolagen framhåller vikten av finansiellt handlingsutrymme. Vidare visar sekundärdata att skuldsättningsgraden inte varit anmärkningsvärt hög, åtminstone inte för Lindabs del. Respondenterna i portföljbolagen menar att de har arbetat hårdare med kapitalrationaliseringar och kassaflöde. Enligt Arnold (2005) finns det tre områden som kan förbättras med en hög belåningsgrad; motivation, reinvesteringsrisk samt operationell och strategisk effektivitet. Det kan föreligga ett visst empiriskt stöd för att motivationen har förbättrats. Arnold (2005) menar att ägarkoncentrationsförhållandena kan bli mer tydliga vid en Buyout transaktion, där spritt ägande kan ersättas med en tydligare ägargrupp som säkerställer företagets framgång. Båda respondenterna i portföljbolagen upplevde en kortare beslutsväg än tidigare och att kontakten med ägarna var god. Mycket talar därmed för att ägarkoncentrationen och ägarsammansättningen kan ha varit en pådrivande motivationsfaktor.

Enligt Jensen (1986) är ogynnsam ekonomisk aktivitet mer trolig i företag som genererar stora kassaflöden i förhållanden till företag som genererar mindre kassaflöden, detta fenomen benämns för Free cash flow hypothesis. Båda företagen har genererat positiva kassaflöden och det finns inget belägg för att det skulle ha förekommit ogynnsam

ekonomisk aktivitet. Tvärtom har portföljbolagen under Private Equity bolagens ägande visat goda resultat. Mycket talar för att det finns andra drivkrafter som bättre förklarar den gynnsamma ekonomiska aktiviteten från ledningens sida. Inte heller finns det stöd, varken av primärdata och sekundärdata, för att Gaglianos et al (2003) fenomen Discipline of debt skulle föreligga i portföljbolagen. Återigen pekar det på att det finns andra drivkrafter som skapar incitament till operationella förbättringar. En mer trolig faktor som förklarar de drivkrafter som finns i portföljbolagen avseende effektivitet och operationella förbättringar är den prestigeförlust som skulle uppkomma om företaget skulle likvideras. Enligt Grossman et al (1986) skapar det incitament för ledningen att arbeta hårdare och genomföra bättre investeringsbeslut. Private Equity bolagen poängterar att en för hög belåning kan inverka negativt på portföljbolaget, och där Folkesson i Nordic Capital framhåller att den operationella verksamheten kan bli lidande vid för hög belåning. Detta överensstämmer med den syn som Gagliano et al (2003) och Arnold (2005) har, det vill säga att en för hög belåning kan medföra att den operationella verksamheten försummas.

6.5 Sammanfattande styrdiskussion

Om man sammantaget ser på Private Equity bolagens styrfunktion under respektive teoretiska delområde, är det mer som förenar än skiljer i vad bolagen gjort med sina respektive portföljbolag under den värdeskapande processen. Under intervjutillfällena med Private Equity bolagen ger Celsing och Folkesson uttryck för att ingen ägarmodell är bättre än den andra. Istället menar de att ägarmodellens lämplighet beror på vilken fas bolaget befinner sig i. Hedlund et al (1985) ägarbeteende voice, där ökade kontrollandelar medför möjligheter till att få inflytande på företagets ledning, kan i viss mån karaktärisera den värdeskapande processen. Ägarmodellen Private Equity har uppfattats som positiv på portföljbolagsnivå och respondenterna ger uttryck för att Private Equity bolagens decimerade tidshorisont inte påverkat dem negativt, då tidshorisonten varit indirekt given på förhand. Istället för att ägarnas roll och voice beteende skulle vara det centrala under den värdeskapande processen, har ledningen lyfts fram i de tre teoretiska delområdena. Det är ledningens behov som ägarna tillgodoser, mer än att ledningen tillgodoser ägarnas. Förvisso är det ett samspel, vilket särskilt lyfts fram i interaktionsavsnittet, men utifrån det centrala begreppet ägarstyrning finns tendenser i de analytiska delområdena att ägaridén tenderar att byggas underifrån, istället för att ägarna har ett starkt voice beteende ovanifrån. Betydelsen av ledningens roll i den värdeskapande processen understöds även av att Private Equity bolagen uttryckt nyttan av de nätverk som funnits på portföljbolagsnivå.

Empiriskt pekar mycket på att kapitalstrukturen har varit mindre betydelsefull för Private Equity bolagens styrfunktion. Gemensamt för Private Equity bolagen har varit att kapitalstrukturen ska tillgodose portföljbolagens behov. Kapitalstrukturen har inte varit en aktiv styrfunktion, i den bemärkelsen att den fungerat som ett styrinstrument för att påverka ledningens agerande. Däremot skulle kapitalstrukturen kunna beskrivas som en passiv styrfunktion, utifrån att den har skapat ett handlingsutrymme för ledningen i portföljbolagen att genomföra tillväxtstrategier. Det föreligger därmed en viss kritik mot uppsatsen författare i teoriområdet som belyser betydelsen av hög belåningsgrad för ett effektivt agerande från ledningens sida. Fenomen som Free cash flow hypothesis (Jensen, 1986) och Discipline of debt (Gagliano et al, 2003) kan inte utifrån uppsatsens studerade portföljbolag förklara ledningens bakomliggande drivkrafter till effektiviseringar.

En mer trolig drivkraft som förklarar ledningens agerande är de medinvesteringar som ledande befattningshavare har gjort i portföljbolagen. Det har troligtvis skapat incitament för ledningen att agera i ägarnas intressen, vilket skulle kunna förklara förekomsten av alignment of interest i enlighet med Jensen och Mecklings studie (1976). Att kvantifiera agentkostnader är svårt, men utifrån det empiriska resultatet kan antagas att agentkostnader är förhållandevis låga mellan ägarna och ledningen i portföljbolagen.

Private Equity bolagen har kunnat utöva sin styrfunktion främst genom de i styrelsen utsedda representanterna. En betydande aktiv styrfunktion från Private Equity bolagens sida har varit deras delaktighet i tillsättningen av ny VD. Det har funnits en god och tydlig kommunikation mellan styrelsen och ledningen i de båda portföljbolagen. Private Equity bolagens styrelserepresentanter har haft en löpande dialog med ledningen. Vidare har man från ägarhåll kunnat bistå med stöd, främst vid förvärvssituationer. Således har perspektivet på tillväxt- och kärnverksamheten, byggts underifrån samtidigt som ägarna genom sin aktiva närvaro kunnat bistå med hjälp och indirekt övervakat ägaridéns utveckling, för att snabbt understödja den strategiska utvecklingen.

7 Slutsats

Detta kapitel inleder med att besvara uppsatsens syfte. Analyskapitlet ligger till grund för uppsatsens slutsats. Vidare ger författarna sin tolkning av det uppkomna resultatet. Därefter presenteras avslutande ord och förslag till vidare forskning. Förslagen har sin utgångspunkt i de idéer som uppstått under uppsatsens gång.

7.1 Private Equity bolags styrning av portföljbolag

Uppsatsen syfte är att beskriva och analysera Private Equity bolags styrning av portföljbolag, för att därmed implicit studera ägarnas roll i den värdeskapande processen.

Uppsatsen visar att det är mer som förenar än som skiljer Private Equity bolagen åt beträffande ägarstyrningen. Det finns vissa nyansskillnader i Private Equity bolagens involvering, främst i det initiala strategiarbetet och i upprättandet av en organisationsstruktur. Samtidigt har ledningens roll och betydelse i de två fallen lyfts fram. Utgångspunkten hos Private Equity bolagen har varit att skapa handlingsutrymme för ledningen att implementera portföljbolagens strategier. Vidare har Private Equity bolagen kunnat fungera som bollplank, genom att bidra med stöd och hjälp i vissa situationer. Detta gäller främst områden som berör förvärv och olika typer av finansieringsfrågor. Ägarnas involvering i dessa frågor är en funktion av att ledningen har kallat på hjälp och synpunkter. Private Equity bolagen har därmed haft en rådgivande roll inom dessa områden och ägarna har fungerat som ett kompletterande stöd. Det är snarare ledningens behov som tillgodoses, vilket styrker tesen att ägaridén byggs underifrån istället för att ägarna använder starka påtryckningsmedel ovanifrån.

De studerade Private Equity bolagen använder sig av vissa gemensamma styrfunktioner, vilka understödjer ägaridéns uppbyggnad. Tillsättningen av styrelserepresentanter i de investerade portföljbolagen har varit en viktig styrfunktion, tillsammans med de medinvesteringar som ledande befattningshavare och vissa styrelseledamöter har gjort i portföljbolagen. En annan betydelsefull styrfunktion är Private Equity bolagens medverkan i tillsättningen av ny VD. Dessa styrfunktioner kan bidra till att förklara ägarnas roll i den värdeskapande processen.

Private Equity bolagen har i portföljbolagen skapat de rätta förutsättningarna för ledningen att implementera värdeskapande strategier. Detta gäller såväl kapitalstrukturens utformning, som den strategiska inriktningen i portföljbolagen. Private

Equity bolagen har därmed kunnat bidra till att skapa en optimal miljö för ledningen att verka inom och har därigenom indirekt medverkat till portföljbolagens värdeutveckling.

7.2 Författarnas tolkning av resultatet

De studerade portföljbolagen präglas av en skandinavisk managementstil i en privatägd miljö. Uppsatsens resultat är till viss del överraskande beträffande de studerade Private Equity bolagens ägarstyrning. Vid uppsatsskrivandets början hade vi en bild av att Private Equity bolag skulle vara mer involverade i verksamheten och i större utsträckning medverka till förändringar i portföljbolagen. Uppsatsen visar att Private Equity bolagen har satt ledningen i fokus och att ägarna givit ledningen ett stort handlingsutrymme. Uppsatsen karaktär begränsar förvisso generaliserbarheten, men det har dock varit av intresse att skapa en djupare förståelse kring ägarstyrningen hos två Private Equity bolag. En intressant aspekt är att de studerade portföljbolagen är inom liknande bransch och konjunkturcykel. Dessutom har det gått bra för portföljbolagen under den period som studerats. Detta skulle kunna förklara uppsatsen uppkomna resultat, gällande ägarnas involvering i portföljbolagen. Troligt är att det förekommer skillnader i ägarstyrningen hos de studerade Private Equity bolagen avseende andra portföljbolag. En annan intressant aspekt utifrån uppsatsen resultat är de likheter i ägarstyrningen som finns mellan de studerade Private Equity bolagen. Som poängteras i slutsatsen är det mer som förenar än som skiljer de två Private Equity bolagen åt, trots att de har olika finansieringsstruktur. På grund av Private Equity bolagens olika finansieringsstruktur, trodde vi initialt att det skulle finnas större skillnader i ägarstyrningen. Uppsatsens resultat visar att så inte är fallet.

7.3 Avslutande ord

Det finns mycket att nämna om ägarförhållande och Private Equity, inte minst för att dessa begrepp frekvent förekommer medialt. Ofta finns motstridiga ståndpunkter och kanske har detta sitt ursprung i att ägande berör många. Vi har försökt att isolerat studera den värdeskapande processen, men vi vill inte förringa intresset för hur värde kan skapas både i entry- respektive exitprocessen. Vi vill också lyfta fram att uppsatsens djup är så omfattande som en magisteruppsats på tio veckor kan vara. En fältstudie och mer access till sekundärdata, som till exempel styrelseprotokoll, skulle givetvis ge uppsatsen en mer legitim slutsats. De tre studerade delområdena; interaktion, strategi och finansiering har inte alltid varit lätta att isolera. Det finns tydliga tecken i den teoretiska referensramen

och uppsatsens analyskapitel att de tre delområdena interagerar, vilket visar på ägarstyrnings komplexitet.

7.3.1 Förslag till vidare forskning

Det har under uppsatsen gång uppstått funderingar kring tänkbara ämnesområden att studera. Inom uppsatsens studerade område, finns flera möjligheter till vidare forskning. Det skulle vara av intresse att studera om ett Private Equity bolags ägarstyrning skiljer sig avseende olika portföljbolag. Hur ser ägarstyrningen ut i portföljbolag som befinner sig i olika branscher? Vad finns det för likheter respektive skillnader beträffande ägarstyrningen? De i uppsatsen studerade portföljbolagen är skolboksexempel på lyckade Buyout transaktioner. En jämförelsestudie, mellan lyckade och mindre lyckade Buyout transaktioner, skulle kunna identifiera styrningens bakomliggande orsaker till de olika utfallen.

8 Källförteckning

8.1 Publicerade källor

Anders, George P., (1992), *The Barbarians in the Boardroom*, Harvard Business Review, July – August, pp.79-87

Andersen, Ib, (1998), *Den uppenbara verkligheten – Val av samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund

Arbnor, Ingeman & Bjerke, Björn, (1994), *Företagsekonomisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund

Arnold, Glen, (2005), *Corporate Financial Management*, Third Edition, Financial Times Prentice Hall, U.K

Artsberg, Kristina, (2003), *Redovisningsteori – policy och praxis*, Liber Ekonomi, Trelleborg

Baker, George P. & Wruck, Karen H., (1989), *Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buy-Outs: The Case of O.M. Scott & Sons Company*, Journal of Financial Economics, vol.25, no.2, pp.163-190

Baker, George P. & Montgomery, Cynthia A., (1994), *Conglomerates and LBO Associations: A Comparison of Organizational Forms*, Harvard Business School, Working Paper, November 4, pp.1-34

Baker, George P. & Smith, George D., (1998), *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge, Cambridge University Press

Berg, Achim & Gottschalg, Oliver, (2005), *Understanding Value Generation in Buyouts*, Journal of Restructuring Finance, vol.2, no.1, pp.9-37

Bruzelius, H. Lars & Skärvad, Per-Hugo, (2000), *Integrerad Organisationslära*, Åttonde upplagan, Studentlitteratur, Lund

Bryman, Alan, (2002), *Samhällsvetenskapliga metoder*, Liber Ekonomi, Malmö

Bull, Ivan, (1989), *Financial Performance of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis*, Journal of Business Venturing, vol. 4, pp.263-289

Burrell, G. & Morgan, G., (1987) *Sociological Paradigms and Organisational Analysis*, Gower, Aldershot

Butler, Paul A., (2001), *The Alchemy of LBOs*, The McKinsey Quarterly, no.2, pp.140-151

Carlsson, Rolf H. & Hallberg, Magnus, (1994), *Service monopolen och den nya tillväxten: 90-talets utmaningar för näringsliv och politiker*, Svenska arbetsgivarförbundet (SAF), Stockholm

Carlsson, Rolf H., (1997), *Ägarstyrning*, Ekerlinds Förlag och SIAR-Bossard

Carlsson, Rolf H., (2001), *Ownership and Value Creation – Strategic Corporate Governance in the New Economy*, John Wiley & Sons LTD, Chichester, UK

Claessens, Stijn, (2006), *Corporate Governance and Development*, Oxford University Press, The World Bank Research Observer, vol.21, no.1

Coope, Stuart & Peacock, Ian, (2000), *Private equity: implications for financial efficiency and stability*, Bank of England, Quarterly Bulletin, Feb 2000

Denscombe, Martyn, (2000), *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund

Easterwood, John C., Seth, Anju & Singer, Ronald F., (1989), *The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction*, California Management Review, vol.31, no.1, pp.30-43

Easterwood, John & Seth, Anju, (1993), *Strategic redirection in large management buyouts: The evidence from post-buyout restructuring activity*, Strategic Management Journal, vol.14, no.4, pp. 251-274

Fama, E.F. & Jensen, Michael C., (1983), *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, pp. 301-325

Gagliano, Salvatore & Olsen, John, (2003), *Note on Leveraged Buyouts*, Trustees of Dartmouth College

Grossman, Sanford J. & Hart, Oliver, (1986), *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, McCall, J. (Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, pp.107-140

Hallgren, Örjan, (1996), *Finansiell Strategi och Styrning*, Sjätte upplagan, Ekonomibok Förlag AB, Helsingborg

Hedlund, Gunnar, Hägg, Ingemund, Hörnell, Erik & Rydén, Bengt, (1985), *Institutioner som aktieägare: förvaltare? Industrialister? Klippare?*, Studieförbundet Näringsliv och samhälle (SNS), *Näringsliv och samhälle*, 1985:3, Stockholm

Hunger, D.J. & Wheelen, T.L., (1996) *Strategic Management*, Fifth Edition, Wesley Publishing Company Inc., New York, USA

Isaksson, M. & Skog, R., (1993), *Corporate Governance in Swedish Listed Companies*, T. Baums, R. M. Buxbaum, & K. J. Hopt (Eds.), *Institutional investors and corporate governance*, pp. 287-310

Jacobsen, Dag Ingvar, (2002), *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund

Jensen, Michael C. & Meckling, William, H., (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no.4, pp.305-360

Jensen, Michael C., (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review*, vol.76, no.2, pp.323-329

Kaplan, Steven N., (1989), *The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value*, *Journal of Financial Economics*, vol.24, no.2, pp.217-254

Kaplan, Steve & Schoar, Antoinette, (2002) *Private Equity Returns: Persistence and Capital Flows*, University of Chicago Graduate School of Business, NBER; MIT Sloan School of Management, October, 29

Keasey, Kevin, Short, Helen & Wright, Mike, (1999), *Corporate governance: From accountability to enterprise*, *Accounting and Business Research*, vol.29, no.4, pp.337-352

Kester, Carl W. & Luehrman, Timothy A., (1995), *Rehabilitating the Leveraged Buyout*, Harvard Business Review, Maj – June, pp. 119-130

Kärreman, Matts, (1999), *Styrelseledamöters mandat – ansats till en teori om styrelsearbete i börsnoterade företag*, Lund Business Press

Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo, (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Upplaga 3, Studentlitteratur, Lund

Long, W.F. & Ravenscraft, D.J., (1993), *LBOs, debt and R&D intensity*. Strategic Management Journal, 14, pp.119-135

Mallin, Christine A., (2004), *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford

Merriam, S.B., (1993), *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund

Nygaard, Claus, (2002), *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund

Opler, Tim C. & Titman, Sheridan, (1993), *The Determinants of Leveraged Buyouts Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs*, Journal of Finance, vol.48, no.5

Porter, Michael E., (1985), *Competitive Advantage*, New York, Free Press

Reich, R.B., (1989), *Leveraged buyouts: America pays the price*,. New York Times Magazine, January 29, pp.32-40

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey F., (2002), *Corporate Finance*, 6th Edition, McGraw-Hill Higher Education, New York

Sevenius, Robert, (2003), *Företagsförvärv – en introduktion*, Studentlitteratur, Lund

Shannon, H.A., (1934), *Economica*, New Series, vol.1, no.2, May 1934, pp.247-250

Thompson, Steve, Wright, Mike & Robbie, Ken, (1992), *Buy-Outs, Divestment, and Leverage: Restructuring Transaktions and Corporate Governance*, Oxford Review of Economic Policy, vol.8, no.3, pp.58-69

Wahlbäck, Magnus, (1994), *Management Buy-Out – om hur man skapar ledningsägda företag*, Norstedts Tryckeri AB, Stockholm

Wright, Mike & Robbie, Ken, (1998), *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*, Journal of Business Finance & Accounting, vol.25, no.5-6, June/July, pp.521-570

Wright, Mike, Hoskisson, Robert E. & Busenitz, Lowell W., (2001), *Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship*, Academy of Management Executive, vol.15, no.1, February 2001, pp.111-125

8.2 Muntliga källor

Intervju 1; Anna-Karin Celsing, Informationschef, Ratos, 2007-05-22

Intervju 2; Anders Persson, HR/IR direktör, Lindab, 2007-05-25

Intervju 3; Torbjörn Clementz, CFO, BE Group, 2007-05-25

Intervju 4; Måns Folkesson, Partner, Nordic Capital, 2007-06-01

8.3 Elektroniska nyhetsartiklar

Adler, Joakim, (2005), *Storch om riskkapitalbolagens affärer: "Det är ett pyramidspel"*, Dagens Industri, den 4 maj 2005

Wäilingelin, Jan, (2005), *Bennets recept för tillväxten*, Dagens Industri, den 2 maj 2005

Carlbom, Torbjörn, (2007), *Rekordår för riskkapitalbolagen*, Ekonominyheterna, den 13 mars 2007

Bergkvist, Lars-Georg, (2007), *Kapital på storviltjakt*, E24 Näringsliv, den 2 mars 2007

E24 Näringsliv, (2007), *Riskkapitalbolag väntas dra in 3 500 miljarder*, den 26 januari 2007

Dagens Industri, (2007), *Nordic Capital säljer i BE Group*, den 10 maj 2007

8.4 Hemsidor

www.ratos.com 2007-06-04
www.nordiccapital.com 2007-06-04
www.lindab.com 2007-06-04
www.begroup.com 2007-06-04
www.avanza.se 2007-06-04
www.ratos.se 2007-06-04
www.mscibarra.com 2007-06-04
www.precin.com 2007-06-04
www.thomson.com 2007-06-04

8.5 Prospekt, Årsredovisningar och Pressmeddelanden

BE Group Pressmeddelande, 2004-09-13
BE Group Pressmeddelande, 2004-11-01
BE Group Pressmeddelande, 2004-11-22
BE Group Pressmeddelande, 2005-05-09
BE Group Pressmeddelande, 2005-09-29
BE Group Pressmeddelande, 2006-08-21
BE Group Prospekt (2006)
BE Group Årsredovisning (2006)
BE Group Årsredovisning (2003)
Industrivärden Delårsrapport (2003)
Lindab Pressmeddelande, 2002-04-18
Lindab Pressmeddelande, 2003-04-22
Lindab Pressmeddelande, 2003-10-16
Lindab Pressmeddelande, 2004-04-27
Lindab Pressmeddelande, 2005-06-07
Lindab Pressmeddelande, 2006-02-07
Lindab Pressmeddelande, 2006-02-08
Lindab Pressmeddelande, 2006-09-01
Lindab Pressmeddelande, 2006-12-07
Lindab Prospekt (2006)
Lindab Årsredovisning (2006)
Ratos Årsredovisning (2006)

8.6 Övriga källor

The European Private Equity and Venture Capital Association (BVCA), *A Guide to Private Equity*, 2004

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), *Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige, 2006-2007*

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), *Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag 1999-2004*, 2005

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), *Affärsänglar & Riskkapitalbolag*, 2005

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), *The Swedish Private Equity Market*, 2005

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), *Frågor & Svar*, 2006-2007

Bilaga A – Intervjuguide Private Equity bolag

Bilaga A presenterar de frågor som har ställts till Private Equity bolagen. Intervjumetoden är semistandardiserad och intervjuguiden fungerar som en utgångspunkt i intervjuförfarandet. Frågorna har sitt ursprung från teorikapitlets tre olika delområden; interaktion, strategi och finansiering. Övergripande perspektivet på frågorna är Private Equity bolagets styrning av portföljbolaget. Intervjuguiden har anpassats till respektive Private Equity bolag.

Inledande frågor

1. Namn, företag och befattning? Anställningsperiod på företaget?
2. Hur har Buyout transaktionen påverkat portföljbolaget? Vad är Er allmänna uppfattning?

Interaktion

3. Hur såg interaktionen ut mellan Er och portföljbolaget? Hur skulle Ni vilja beskriva den, formell eller informell?
4. Hur såg Ni på styrelsrepresentationen i portföljbolaget? Hur skulle Ni beskriva styrelsens aktivitet och interaktion med ledningsgruppen? Förändrades styrelsefunktionen på något sätt?
5. Vad hade Ni för system för att följa upp portföljbolagets utveckling? Frekvens i uppföljning?
6. Hur har Ni sett på incitamentsprogram eller andra former av belöningsystem för ledningen och andra nyckelpersoner inom portföljbolaget?
7. Har Ert nätverk kunnat bidra till portföljbolagets utveckling?
8. Har Ni assisterat eller påverkat rekryteringen av ny personal på ledande befattningsnivåer? Finns det andra områden som Ni har assisterat portföljbolaget med?

Strategi

9. Har Ni bidragit till att förändra den strategiska inriktningen inom portföljbolaget? Vilken strategisk inriktning har Ni haft gällande portföljbolaget?

10. Har Ni medverkat till eller bidragit till operationella förbättringar hos portföljbolaget? Vilka områden har Ni främst sett på? Finns det områden på balansräkningen debetsida hos portföljbolaget som Ni har fäst större vikt vid?

11. Har Ni assisterat vid portföljbolagets förvärv av andra verksamheter? På vilket sätt har Ni i så fall bidragit, finansiellt eller rådgivande? Vad har Ni för syn på förvärv av andra företag inom portföljbolagets verksamhetsområde?

12. I vilken utsträckning tillämpades ägarstrategierna i portföljbolaget?

Finansiering

13. Vad har Ni för kriterier vid fastställandet av portföljbolagets kapitalstruktur?

14. Vilka fördelar respektive nackdelar ser Ni med hög belåningsgrad inom portföljbolaget?

15. Har belåningsgraden inom portföljbolaget inverkat på ledningens arbetssätt? Vad är Er uppfattning?

Avslutande frågor

16. Utifrån tre grupperingar; ägare, ledning och externa aktörer. Vilken grupp anser Ni har haft störst betydelse för portföljbolagets utveckling?

17. Vad anser Ni vara den största skillnaden mellan Private Equity ägare och andra typer av ägare?

18. Vilka var de största och dominerande förändringarna i portföljbolaget under Ert ägande?

Bilaga B – Intervjuguide portföljbolag

Bilaga B presenterar de frågor som har ställts till portföljbolagen. Intervjumetoden är semistandardiserad och intervjuguiden fungerar som en utgångspunkt i intervjuförloppet. Frågorna har sitt ursprung från teorikapitlets tre olika delområden; interaktion, strategi och finansiering. Det övergripande perspektivet på frågorna är Private Equity bolagets inverkan på portföljbolaget. Intervjuguiden har anpassats till respektive portföljbolag.

Inledande frågor

1. Namn, företag och befattning? Anställningsperiod på företaget?
2. Hur har Buyout transaktionen påverkat portföljbolaget? Vad är Er allmänna uppfattning?

Interaktion

3. Hur såg interaktionen ut mellan portföljbolaget och Private Equity bolaget? Hur skulle Ni vilja beskriva den, formell eller informell?
4. Hur skulle Ni vilja beskriva styrelsens aktivitet och interaktion med ledningsgruppen? Anser Ni att styrelsefunktionen förändrades på något sätt?
5. På vilket sätt informerades Private Equity bolaget om portföljbolagets utveckling? Användes formella rapporteringssystem eller skulle Ni vilja påstå att uppföljningen av bolaget var mer informell?
6. Hur har incitamentsprogram och andra former av belöningsystem för ledning och nyckelpersoner påverkat ledningens sätt att arbeta?
7. Hur har Private Equity bolagets nätverk inverkat på portföljbolaget?
8. Har Private Equity bolaget assisterat vid eller påverkat rekrytering av ny personal på ledande befattningsnivåer? Finns det andra områden som Private Equity bolaget assisterat inom?

Strategi

9. Har Private Equity bolaget bidragit till att förändra den strategiska inriktningen? Vilken strategisk inriktning har de haft, fokus på kärnverksamhet eller diversifiering?

10. Har Private Equity bolaget medverkat i operationella förbättringar? Vilka områden har de främst sett på? Finns det några områden på debetsidan på balansräkningen som de fäst större vikt vid?

11. Har Private Equity bolaget assisterat vid förvärv av andra verksamheter? På vilket sätt har de bidragit, finansiellt eller en rådgivande roll? Vad var Private Equity bolagets syn på förvärv av andra bolag?

12. I vilken utsträckning tillämpades Private Equity bolagets ägarstrategier i portföljbolaget?

Finansiering

13. Vilka kriterier tror Ni att Private Equity bolaget såg på vid bestämmandet av företagets kapitalstruktur? I vilken grad var kapitalstrukturen ett prioriterat område för Private Equity bolaget?

14. Har belåningsgraden inverkat på ledningens arbetssätt?

15. Vilka fördelar respektive nackdelar ser Ni med hög belåningsgrad?

Avslutande frågor

16. Utifrån tre grupperingar; ägare, ledning och externa aktörer. Vilken grupp anser Ni har haft störst betydelse för företagets utveckling?

17. Vad anser Ni vara den största skillnaden mellan Private Equity ägare och andra typer av ägare?

18. Vilka upplevde Ni var de största, dominerande förändringarna under Private Equity bolagets ägande? Inom vilka områden inträffade de största förändringarna?

Bilaga C – Teorikoppling till intervjuguide

I Bilaga C motiveras de frågor som har använts vid respektive intervjuguide utifrån vetenskapliga artiklar och befintliga teorier inom ämnet. De båda intervjuguiderna är snarlika i sin uppbyggnad fast med skillnaden att frågorna är ställda från två olika perspektiv. Då frågorna i de två intervjuguiderna är relaterade till varandra kommer ingen åtskillnad att göras beträffande den teoretiska kopplingen. Intervjuguiden som tillämpades hos Private Equity bolagen kommer därför att fungera som en mall när det gäller val av teorikoppling till respektive fråga.

Inledande frågor

1. Namn, företag och befattning? Anställningsperiod på företaget?

Intervjuguiden börjar med inledande identifikationsuppgifter.

2. Hur har Buyout transaktionen påverkat portföljbolaget? Vad är Er allmänna uppfattning?

En inledande fråga som har till uppgift att öppna upp intervjun och därmed få en allmän uppfattning om hur respondenten upplevt Buyout transaktionen. Det finns ett flertal författare som anser att det föreligger en inverkan på portföljbolaget vid en Buyout transaktion, exempelvis Berg et al (2005), Kester et al (1995) och Easterwood et al (1993) för att nämna några.

Interaktion

3. Hur såg interaktionen ut mellan Er och portföljbolaget? Hur skulle Ni vilja beskriva den, formell eller informell?

Kester et al (1995) anser att det kan uppkomma positiva effekter gällande interaktionen mellan Private Equity bolaget och portföljbolaget, detta då kommunikationskanalerna blir mer direkta och obyråkratiska. Även Wright et al (2001) stödjer uppfattningen om en mindre byråkratisk struktur.

4. Hur såg Ni på styrelsrepresentationen i portföljbolaget? Hur skulle Ni beskriva styrelsens aktivitet och interaktion med ledningsgruppen? Förändrades styrelsefunktionen på något sätt?

Frågan är kopplad till Keasey et al (1999) som menar att styrelsen fungerar som en viktig kontrollmekanism för ägarna. Vidare är frågan relevant utifrån Carlssons (2001) syn på styrelsens dualistiska roll, där styrelsen funktion innefattar både ett ägar- och ledningsperspektiv.

5. Vad hade Ni för system för att följa upp portföljbolagets utveckling? Frekvens i uppföljning?

Bull (1989) visar att Private Equity bolag har större insyn i den operationella verksamheten än styrelser i traditionella bolag. Vidare att kommunikationen är mer direkt och mindre byråkratisk (Wright et al, 2001: Kester et al, 1989).

6. Hur har Ni sett på incitamentsprogram eller andra former av belöningsystem för ledningen och andra nyckelpersoner inom portföljbolaget?

Att införa olika former av belöningsystem kan leda till sänkta agentkostnader i enlighet med Jensen och Mecklings studie (1976). Vidare kan belöningsystem leda till att agenten agerar mer i ägarnas intressen (Jensen, 1986). Enligt Wright et al (2001) är lägre agentkostnader en bidragande faktor som kan skapa värde i en Buyout transaktion.

7. Har Ert nätverk kunnat bidra till portföljbolagets utveckling?

Frågan är kopplad till Berg et al (2005) som anser att Private Equity bolag med sitt nätverk kan bidra till att skapa värde i portföljbolag. Det finns enligt Håkansson och Snehota (1995) olika typer av nätverk och det har även varit av intresse att se vad Private Equity bolagens nätverk består av.

8. Har Ni assisterat eller påverkat rekryteringen av ny personal på ledande befattningsnivåer? Finns det andra områden som Ni har assisterat portföljbolaget med?

Denna fråga är kopplad till en studie som visar att Private Equity bolag lägger ner mycket tid på att hitta rätt ledningsgrupp under den värdeskapande processen (Anders, 1992). Vidare menar Berg et al (2005) att det finns en mängd områden som Private Equity bolagen kan bistå sina portföljbolag med.

Strategi

9. Har Ni bidragit till att förändra den strategiska inriktningen inom portföljbolaget? Vilken strategisk inriktning har Ni haft gällande portföljbolaget?

Enligt Baker et al (1998) har Private Equity aktörer fått inrikta sig på andra typer av värdeskapande processer förutom kapitalstrukturens sammansättning. Wahlbäck (1994) menar att det är otillräckligt att ledningen ensamt har hand om affärsplanen, detta då investerarperspektivet försummas. Frågan är samtidigt relevant då man inom Buyout litteraturen kan skönja två typer av strategiska inriktningar; fokusering på kärnverksamhet och Buy-and-Build strategier (Berg et al, 2005). Bland annat har Easterwood et al (1993) visat att Buyout transaktioner bidrar till att förändra den strategiska inriktningen mot mer relaterade affärsområden.

10. Har Ni medverkat till eller bidragit till operationella förbättringar hos portföljbolaget? Vilka områden har Ni främst sett på? Finns det områden på balansräkningen debetsida hos portföljbolaget som Ni har fäst större vikt vid?

Enligt Wright et al (2001) kan Buyout transaktioner medföra operationella förändringar inom portföljbolaget med fokus på kostnadsreduceringar och ökade vinstmarginaler. Det

har även varit av intresse att få veta om det finns några specifika områden Private Equity bolagen ser över, detta då Long et al (1993) har kunnat visa att Buyout transaktioner har en negativ inverkan på forskning och utveckling. Dock framhåller Berg et al (2005) att det inte ensidigt går att uttala sig om att det föreligger en negativ inverkan på forskning och utveckling, detta eftersom olika slutsatser förekommer inom den akademiska forskningen. Enligt Baker et al (1989) är Buyout transaktioner ofta förknippade med en förbättrad kapitalanvändning exempelvis genom en effektivare användning av working capital.

11. Har Ni assisterat vid portföljbolagets förvärv av andra verksamheter? På vilket sätt har Ni i så fall bidragit, finansiellt eller rådgivande? Vad har Ni för syn på förvärv av andra företag inom portföljbolagets verksamhetsområde?

För att en lyckad Buyout transaktion skall föreligga förutsätter det oftast en stark tillväxt hos portföljbolaget (Butler, 2001). Det är då vanligt att Private Equity bolagen initierar olika typer av tillväxtstrategier inom portföljbolaget (Wright et al, 2001). Frågan är också relaterad till de synergier som kan tänkas uppkomma genom en intellektuell samverkan mellan Private Equity bolaget och portföljbolaget (Sevenius, 2003). Vidare finns det en koppling till Buy-and-Build strategier, den här typen av förvärvsstrategier kan befästa portfölj företagets marknadsposition samtidigt som de kan tillgodogöra sig stordriftsfördelar (Berg et al, 2005). Arnold (2005) nämner olika typer av ekonomiska synergier, vilket kan leda till värdeskapande inom portföljbolaget. Enligt Berg et al (2005) kan Private Equity bolag bistå med expertis och kompetens inom olika områden.

12. I vilken utsträckning tillämpades ägarstrategierna i portföljbolaget?

Frågan är ställd för att få en se i vilken utsträckning som ägarna implementerade sina strategier och därmed få en uppfattning om ägarnas roll i den värdeskapande processen. Teorikopplingen i frågan är indirekt, men ett flertal av författarna inom strategiavsnittet gällande Private Equity bolags betydelse för portföljbolagen kan tänkas ingå. Se exempelvis (Berg et al, 2005), (Easterwood, 1993) och (Wright et al, 2001).

Finansiering

13. Vad har Ni för kriterier vid fastställandet av portföljbolagets kapitalstruktur?

Enligt Gagliano et al (2003) finns det en rad faktorer som inverkar på vilken kapitalstruktur som är lämplig för ett portföljbolag. Enligt samma författare förväntas Private Equity bolagen ta hänsyn till vissa mikro- och makro variabler vid fastställandet av portfölj företagets kapitalstruktur. Frågan är i viss mån kopplad till Modigliani&Millers teoretiska modell om optimal kapitalstruktur. Enligt Arnold (2005), som hänvisar till de två författarna, är den optimala kapitalstrukturen en trade-off mellan den vinst som uppkommer via skatteskölden och de kostnader man har i samband med finansiellt trångmål. I frågan har det varit av intresse att få en uppfattning om vilka kriterier som Private Equity bolagen tar hänsyn till vid fastställandet av kapitalstrukturen i portföljbolaget.

14. Vilka fördelar respektive nackdelar ser Ni med hög belåningsgrad inom portföljbolaget?

Fördelarna respektive nackdelarna med hög belåningsgrad finns väl beskrivna inom den ekonomiska teorin. Modigliani&Millers teoretiska modell ligger bakom mycket av den forskning som har gjorts inom ämnet. Hur som helst har det varit betydelsefullt att få en uppfattning om dessa områden på ett empiriskt plan. Enligt Gagliano et al (2003) möjliggör hög belåningsgrad förvärv och förklarar själva finansieringsformen, men kan också ses som ett verktyg att styra ledningens beteenden. Utöver vissa positiva aspekter finns det negativa implikationer med hög belåningsgrad. En av de mest uppenbara riskerna med hög belåningen är tillståndet av finansiellt trångmål (Arnold, 2005; Gagliano, 2003). Vidare kan som Reich (1989) påpekar det långsiktiga perspektivet gå förlorat och enligt Berg et al (2005) kan det föreligga en viss riskaversion hos ledningen vid hög belåningsgrad.

15. Har belåningsgraden inom portföljbolaget inverkat på ledningens arbetssätt? Vad är Er uppfattning?

Men denna fråga åskådliggörs Private Equity bolagens syn på belåningsgradens inverkan på ledningens arbetssätt. Enligt Arnold (2005) finns det tre områden som kan förbättras med hög belåningsgrad; motivation, reinvesteringsrisk samt operationell och strategisk effektivitet. Frågan berör även områden som Free cash flow hypothesis (Jensen, 1986) och Discipline of debt (Gagliano et al, 2003). Vidare kan hög belåningsgrad enligt Grossman et al (1986) skapa incitament för ledningen att arbeta hårdare, använda sig av mindre förmåner och genomföra bättre investeringsbeslut. Enligt Gagliano et al (2003) fungerar belåningsgraden som ett styrinstrument för ägarna och det har varit av vikt att med denna fråga belysa de effekter som belåningsgraden har på ledningens arbetssätt.

Avslutande frågor

16. Utifrån tre grupperingar; ägare, ledning och externa aktörer. Vilken grupp anser Ni har haft störst betydelse för portföljbolagets utveckling?

Frågan har till syfte att konkretisera vilka grupperingar som har haft störst betydelse för portföljbolagets utveckling enligt respondenterna. Frågan har ingen direkt teorikoppling.

17. Vad anser Ni vara den största skillnaden mellan Private Equity ägare och andra typer av ägare?

Tanken med denna fråga är att få en bild av respondenternas uppfattning avseende de skillnader som finns mellan Private Equity ägare och andra typer av ägare. Frågan knyter an till ägarrollen, det vill säga att olika ägarkategorier har varierande syften med sina investeringar (Hedlund et al, 1985) men även till ägandefunktionens olika element (Carlsson, 1997).

18. Vilka var de största och dominerande förändringarna i portföljbolaget under Ert ägande?

Den avslutande frågan sammanfattar de olika områdena; interaktion, strategi och finansiering. Frågan har till uppgift att identifiera om möjligt de områden som

respondenten anser har varit de största och dominerande förändringarna i portföljbolaget. Teorikopplingen till denna fråga är bred och bygger på de framställda teorier som presenterats inom respektive område.