



**EKONOMI  
HÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen

Magisteruppsats

2008-06-05

# Exit Runt Hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens  
Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

**Handledare:**

Martin Blom

Claes Svensson

**Författare:**

Maria Ahrling Sander

Karl Mattsson

Marie Nilsson

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

### Sammanfattning

- Titel:** Exit runt hörnet! Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete
- Seminariedatum:** 2008-06-05
- Ämne/Kurs:** Strategi och Corporate Governance
- Författare:** Maria Ahrling Sander, Karl Mattsson, Marie Nilsson
- Handledare:** Claes Svensson och Martin Blom
- Nyckelord:** Private Equity, Strategi, Corporate Governance, Portföljbolag, Avnotering, Exit
- Syfte:** Att med teoretisk utgångspunkt empiriskt beskriva och med stöd i teori förklara och analysera hur portföljbolags Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete påverkas av ett skifte till Private Equity-ägande.
- Metod:** Abduktiv ansats med kvalitativ metod.
- Teori:** Teorikapitlet beskriver Private Equity-fonders struktur, dess värdeskapande strategi, samt inverkan på portföljbolagens strategi. Vidare beskrivs begreppen Corporate Governance och Shareholder Value samt redogörs för teorier som Intressent och Agentteorin.
- Empiri:** Uppsatsens empiriska material innefattar en sammanställning av fem intervjuer.
- Slutsats:** I samband med avnoteringen påverkas portföljbolagets strategiska inriktning av Private Equity-bolagets tydliga strategi. Vidare medför ägarskiftet förändringar i styrelse och ledning, samtidigt som avståndet mellan ägare-styrelse-ledning reduceras avsevärt.

## Abstract

- Title:** Exit Around the Corner! The impact of Private Equity-funds' strategy on the Strategic direction and Corporate Governance of their holdings.
- Seminar date:** 05-06-2008
- Course:** Strategy and Corporate Governance
- Authors:** Maria Ahrling Sander, Karl Mattsson, Marie Nilsson
- Advisors:** Martin Blom and Claes Svensson
- Key words:** Private Equity, Strategy, Corporate Governance, Portfolio holdings, Buyout, Exit.
- Purpose:** With a theoretical benchmark empirically describe and analyze Private Equity funds impact on the Strategy and Corporate Governance-practice of its holding companies.
- Methodology:** Qualitative methodology and abductive approach.
- Theoretical perspective:** The chapter clarifies the structure of the Private Equity fund and its proposition to value creation. The concepts of Corporate Governance and Shareholder Value are accounted for. Theoretical aspects such as Stakeholder and Agency theory are put into context.
- Empirical foundation:** The empirical essence consists of five interviews.
- Conclusion:** We have established that the portfolio company is substantially influenced by the strategy of the Private Equity fund. The distance between owners, board and management is considerably reduced.

## **Förord**

För att kunna genomföra denna uppsats har vi fått stöd från en rad personer. Vi vill därför rikta ett stort tack till alla Er för att Ni på olika sätt bidragit till denna uppsats. I första hand vill vi tacka våra handledare Martin Blom och Claes Svensson för Er vägledning och Era synpunkter som hjälpt oss under arbetets gång, men också för inspirerande diskussioner, allmänt stöd och uppmuntran. Vi vill också rikta ett stort tack till de respondenter som tagit sig tid och deltagit i undersökningen. Ett särskilt stort tack vill vi rikta till Gabriella, som möjliggjort att vi fått kontakt med respondenterna på Gambro.

**Lund 2008-06-05**

Maria Ahrling Sander

Karl Mattsson

Marie Nilsson

## Innehållsförteckning

1.	Inledning.....	7
1.1	Bakgrund .....	7
1.2	Private Equity .....	10
1.3	Grunderna i Private Equity-fonders värdeskapande strategi .....	11
1.4	Portföljbolagets strategi .....	12
1.5	Corporate Governance .....	13
1.5.1	Corporate Governance i Sverige .....	14
1.5.2	Ägare/Styrelse/Ledning.....	14
1.6	Problemdiskussion.....	15
1.7	Syfte.....	18
1.8	Målgrupp .....	18
1.9	Uppsatsens fortsatta disposition .....	19
2.	Metod .....	20
2.1	Tillvägagångssätt .....	20
2.1.1	Abduktiv forskningsansats .....	21
2.1.2	Val av teorier .....	22
2.1.3	Fallstudier.....	23
2.2	Datainsamling .....	24
2.2.1	Primär- och sekundärdata.....	24
2.2.2	Val av fallföretag.....	24
2.2.3	Val av respondenter.....	25
2.2.4	Förberedelse av intervjuguide .....	26
2.2.5	Intervjuerna .....	26
2.3	Undersökningens kvalitet .....	27
2.3.1	Kritik av metodval.....	29
2.3.2	Kritik mot publicerade källor .....	30
3.	Teoretisk Referensram .....	31
3.1	Private Equity-fonder .....	31
3.1.1	Struktur.....	31
3.1.2	Målbolag.....	32
3.1.3	Tidshorisont.....	32
3.2	Private Equity-fonders värdeskapande strategi .....	33
3.2.1	Finansiell omdaning .....	33
3.2.2	Operationella och Organisatoriska förändringar .....	34
3.2.3	Incitamentprogram .....	36
3.2.4	Exit .....	36
3.3	Portföljbolagets strategi .....	38
3.3.1	Riskexponering.....	38
3.3.2	Koncentrationsgrad .....	39
3.3.3	Ledningsengagemang.....	40
3.3.4	Planeringshorisont.....	41

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

3.4	Corporate Governance .....	42
3.4.1	Corporate Governance-system .....	42
3.4.2	Corporate Governance i en Svensk kontext .....	43
3.4.3	Sambandet mellan ägare, styrelse och ledning.....	44
3.5	Shareholder Value .....	45
3.5.1	Kritik mot Shareholder Value .....	47
3.6	Intressentteorin .....	48
3.6.1	Kritik mot Intressentteorin .....	49
3.7	Tre Klassiker.....	49
3.7.1	Agentteori .....	50
3.7.2	Hypotesen kring fritt kassaflöde och kapitalstruktur .....	51
3.7.3	Den ”optimala” kapitalstrukturen.....	52
4.	Presentation av fallföretag.....	54
4.1	Gambro AB.....	54
4.2	Perstorp AB .....	55
5.	Empiriska resultat och Analys.....	57
5.1	Avnoteringsprocessen.....	57
5.2	Portföljbolagets strategi .....	59
5.2.1	Koncentrationsgrad .....	59
5.2.2	Riskexponering.....	61
5.2.3	Ledningens engagemang .....	65
5.2.4	Planeringshorisont.....	68
5.2.5	Viktiga hållpunkter för portföljbolagens strategi .....	71
5.3	Exitvärdering .....	73
5.3.1	Respondenternas tankar kring exit .....	74
5.4	Corporate Governance-arbete.....	76
5.4.1	Ägare, Styrelse och Ledning .....	78
5.4.2	Rapportering och kommunikation.....	82
5.4.3	Hållpunkter över Corporate Governance .....	85
6.	Slutsats .....	87
6.1	Huvudsakliga Slutsatser .....	87
6.2	Resultatens generaliserbarhet .....	89
6.3	Förslag till fortsatta studier.....	90
	Definitioner .....	92
	Källförteckning.....	93
	Bilaga. Intervjuguide .....	99

## **1. Inledning**

---

*I detta inledande kapitel kommer vi att beskriva bakgrunden till de ämnen som kommer att behandlas i uppsatsen. Vidare introduceras och diskuteras de problemområden som vi funnit relevanta och som ligger till grund för vår undersökning. Frågeställningarna berör två breda huvudområden, Strategi och Corporate Governance, och mynnar sedan ut i undersökningens syfte. För läsaren kan det vara värt att notera att en definitionslista återfinns på sidan 89.*

---

Kritik riktas ofta mot Private Equity-fonder för att vara kortsiktiga i sin förvaltning, eller snarare för att brista i långsiktighet (Kirkpatrick, 2007). Denna kritik torde höra samman med uppfattningen att Private Equity verkar mycket aktivt inom en begränsad tid, med det uttalade målet att under denna tid generera högsta möjliga avkastning. En vanlig och möjligen problematisk mediaschablon är att Private Equity-fonder ser portföljbolaget som en tillgång som ska generera avkastning inom en viss tidshorisont och inte som ett levande företag med långsiktiga strategier. Det finns få empiriska underlag som adresserar och undersöker ovanstående ämne (Manigart & Beuselinck, 2007). Vi vill därför med denna uppsats bidra till en större förståelse kring de följder Private Equity-fonders strategi har för svenska portföljbolag.

### **1.1 Bakgrund**

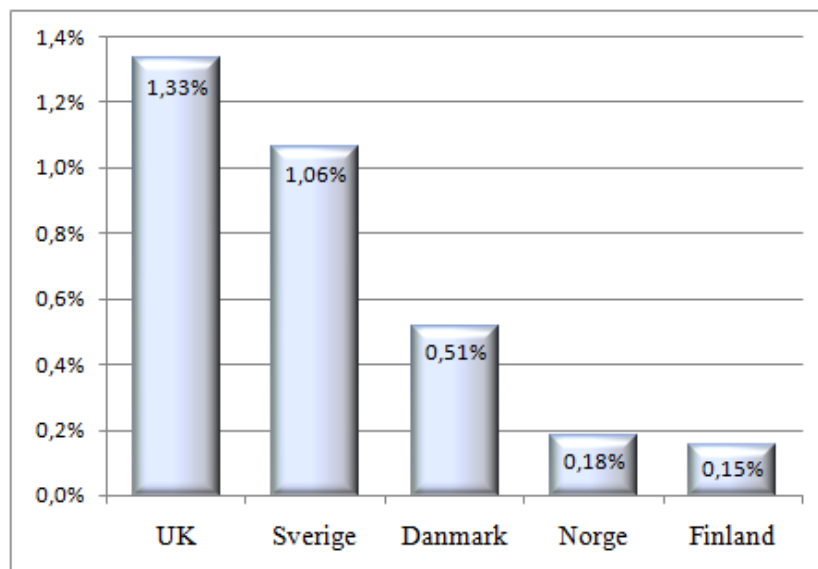
Ägarbilden i svenskt näringsliv har förändrats under de senare åren. Sverige är för närvarande det land i Europa, efter Storbritannien, med störst andel Private Equity-investeringar i relation till BNP (*se tabell nedan*). Svenska riskkapitalföreningen, SVCA (Swedish Private Equity and Venture Capital Association), beräknar att ca 150 000 personer i Sverige var anställda inom Private Equity-ägda bolag år 2005, en siffra motsvarande sju procent av alla svenska privatanställda. Enligt NUTEK (Verket för Näringslivsutveckling) uppvisar Private Equity-ägda bolag både högre anställningstillväxt och omsättningstillväxt förhållande till konventionella aktiebolag (SVCA, 2007). På den svenska scenen kan tre större aktörer inom Private Equity urskiljas; EQT, Industri Kapital och Nordic Capital, vilka

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

tillsammans förvaltar omkring hälften av det totala kapitalet allokerat till svenska Private Equity-fonder (SVCA, 2005). Nämnade svenska bolag ter sig dock som små jämfört med amerikanska jättar som Blackstone och Carlyle Group.



Figur. 1.1 Private Equity Investeringar i procent av BNP 2005 (SVCA, 2006)

Ägandeformen Private Equity etablerades och nådde sin första höjdpunkt i USA redan för ungefär 30 år sedan (Blundell-Wignall, 2007; Kirkpatrick, 2007). Den svenska kapitalmarknaden karaktäriserades under det sena 1980-talet av en stark aktivitet rörande avnoteringar och Private Equity (SVCA, 2005). Med 1990-talets finansiella svacka följde också en kraftig nedgång för Private Equity. De senaste åren har dock Private Equity åter vuxit till att bli en viktig del av den svenska ekonomin, innefattande många högteknologiska tillväxtföretag (SVCA, 2006-2007). Efter drygt ett decennium med låg aktivitet befinner sig alltså delar av kapitalmarknaden ånyo i vad som verkar vara en Private Equity-boom på global nivå (Kirkpatrick, 2007; Blundell-Wignall, 2007).

Utvecklingen väcker intresse och skapar frågor kring drivkraften bakom Sveriges stora andel Private Equity-investeringar i förhållande till BNP jämfört med övriga nordiska och Europeiska länder. Den höga andelen investeringar i Sverige torde bero på flera faktorer, historiska såväl som aktuella. Historiskt sett kategoriseras Sveriges näringsliv av en stark ägarkoncentration och svensk industri är till stor del grundad av fåtalet, kapitalstarka



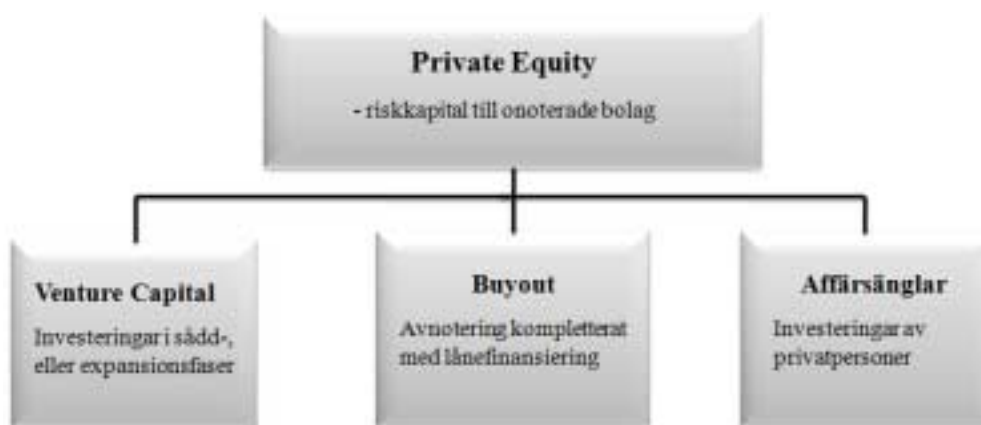
ägarfamiljer (Carlsson, 2007). Till exempel har Wallenbergsfären spelat en betydande roll i utvecklingen av svenskt företagande och investeringar, därmed också Private Equity-äggande, då de bland annat separerade bolagsinvesteringar (Equity Investment) från bankrörelsen genom att grunda Investor AB 1916. På så sätt skapades det tidigt ett ramverk för hur privata investeringar skulle hanteras i Sverige (Carlsson, 2007). Vidare var den svenska staten bland de första att starta motsvarigheten till ett riskkapitalbolag och Sverige var relativt tidiga med att ha riskkapitalbolag i Europa (SVCA, 2008). Generellt sett har det funnits en stor kreativitet i Sverige och Norden, där Sverige anses vara en pionjär sett till innovationer, vilka ofta kräver riskkapitalisters finansiering initialt (SVCA, 2008).

Förklaringarna till de senaste årens ökade aktivitet inom Private Equity är bland annat det låga ränteläget kombinerat med starka balansräkningar ute i företagen (Blundell-Wignall, 2007). Även situationen med den rådande så kallade "kvartalshetsen" på börsen, vilken gör det svårt att verka långsiktigt, antas vara bidragande till att allt fler bolag avnoteras via Private Equity (Blundell-Wignall, 2007). Vidare undgår avnoterade bolag de lagstadgade krav som finns på börsnoterade bolag, såsom till exempel kravet att utföra en bolagsstyrningsrapport (Blundell-Wignall, 2007). Vi dristar oss också till att framhålla betydelsen av hedgefondernas utbredning för en ökad aktivitet inom Private Equity. Största skälet härtill är att avkastningen för Private Equity uppvisar mycket låg korrelation med aktiemarknadens avkastning (Kaplan & Schoar, 2005), något som starkt tilltalar denna typ av investerare då de söker absolut avkastning. Givetvis är det ofrånkomligt att inte också förklara de senaste årens kraftigt ökande antal avnoteringar genom Private Equity som en del i de så kallade *Merger Waves* (Rhodes-Kropf et al, 2005), vilket snarast kan beskrivas som ett cykliskt återkommande fenomen på aktiemarknaderna (Holmström & Kaplan, 2001). SVCA menar även att globaliseringen, med en allt hårdare internationell konkurrens, i vissa avseenden tvingar bolag att gå in på marknader där de inte kan konkurrera effektivt, med följden att mindre avseende fästs vid kärnverksamheten. Private Equity-fonderna har uppmärksammat detta och ser möjligheten i att till en låg värdering köpa, omstrukturera och utveckla bolagen.

Ägarbilden i svenskt näringsliv har således förändrats de senare åren, där Private Equity som ägandeform har ökat (SVCA, 2007). Vidare kan vi konstatera att avnoteringar ifrån börsen står för majoriteten av Private Equity-transaktionerna (EVCA, 2004), varför vi finner det intressant att vidare undersöka hur dessa transaktioner påverkar de avnoterade bolagen.

### 1.2 *Private Equity*

Private Equity, eller med en svensk definition; *riskkapital till onoterade bolag*, delas enligt SVCA in i tre klasser enligt figur nedan. Medan Venture Capital och så kallade Affärsänglar främst riktar sig mot mindre, mer expansiva företag i en uppstartsfas vänder sig Buyout-fonderna mot mogna börsbolag som är i behov av förändring och utveckling (SVCA, 2005). Buyout-fonder utgör runt 70 % av totalt kapital investerat inom Private Equity (EVCA, 2004).



Figur.1.2 Översikt Private Equity (SVCA, 2005)

En Buyout innebär kortfattat att ett bolag avnoteras för att under en längre period förvaltas utanför börsen med förhoppningen att på så vis skapa stora värden för Private Equity-fondens delägare. Vid en Buyout tillämpas därför i regel ett så kallat "Hands On" förfarande, vilket är benämningen då Private Equity-fonden aktivt tar del i portföljbolagets förvaltning (Arundale, 2002). Motsatsförhållandet benämns "Hands Off" och innebär följaktligen att Private Equity-fonden inte aktivt styr sitt portföljbolag utan låter befintlig styrelse och ledning sköta såväl den dagliga driften som långsiktig strategisk planering. Dock sker i båda fallen så gott som alltid en betydande upplåning, vilket kan sägas vara ryggraden i en Buyout-transaktion (EVCA, 2004).

### ***1.3 Grunderna i Private Equity-fonders värdeskapande strategi***

Private Equity-fondernas strategi för förvaltning och grund för värdeskapande i ett portföljbolag kan sägas vila på fyra ben (Blundell-Wignall, 2007). I kapitel 3 redogörs mer ingående för tillämpningen av denna ägarstrategi, men vi vill redan här klargöra de viktigaste dragen.

- Som redan nämnts är *extern finansiering* en vital del av en Private Equity-transaktion. Private Equity-fonden vill på detta vis nå en kraftig utväxling på det egna kapitalet samtidigt som man skiftar en del av risken till långivarna (Blundell-Wignall, 2007).
- Vid ett "Hands on" förvaltande sker i regel genomgripande *operationella* och *organisatoriska* förändringar. Exempel härvid är strategiska försäljningar av enskilda tillgångar eller hela affärsområden med syfte att genomföra en repositionering mot kärnverksamheten (Kirkpatrick, 2007).
- Med ovan nämnda förändringar följer ofta en omsättning i ledningsgrupper och styrelse (Kirkpatrick, 2007). För att behålla och motivera identifierad nyckelkompetens använder sig därför Private Equity-fonder flitigt av *incitamentprogram*, vilka alltjämnt anses vara en bärande del av konceptet Private Equity (Blundell-Wignall, 2007).
- Det primära målet för Private Equity-fonden vid en Buyout-transaktion är att vid någon tidpunkt avyttra sitt portföljbolag genom en så kallad *exit*. Genom exit realiserar Private Equity-fonden de värden man skapat genom sin förvaltning. Vanligtvis sker en exit inom 4-6 år (SVCA, 2005).

Ägarskiftet till Private Equity innebär således ett skifte i den grundläggande värdeskapande strategin. En ny ägarstrategi får även direkta konsekvenser för verksamheten i det förvärvade bolaget, eftersom den sätter ramarna för den bolagsspecifika strategin (Johnson & Scholes, 2002).

## 1.4 *Portföljbolagets strategi*

Bolagsstrategi är brett begrepp och omfattar strategier på olika nivåer i bolaget, samt både långsiktiga och kortsiktiga strategier (Johnson & Scholes, 2002). Det finns två huvudsakliga strategiskolor som utgår från olika perspektiv för att förklara hur konkurrensfördelar skapas, upprätthålls samt upphör. Porter utgår från ett marknadsperspektiv för att beskriva hur företag ska utforma sin strategi givet den bransch bolaget konkurrerar i (Armstrong & Kotler, 2007). Barney förklarar istället genom Resource Based View hur konkurrensfördelar skapas utifrån ett inre perspektiv med bolagets resurser och förmågor i centrum (Armstrong & Kotler, 2007). För att knyta an till vad de huvudsakliga förändringarna i ägarstrategin har för inverkan på bolagsstrategin har vi valt att avgränsa begreppet bolagsstrategi till att omfatta fyra områden i vår uppsats. Vi har därmed medvetet valt att inte fördjupa oss i strategiaspekter som till exempel marknads- och produktstrategier, då vi anser att dessa inte är lika relevanta för de områden vi valt att studera. Nedan introduceras fokusområdena, vilka kommer att vidareutvecklas i kapitel 3. Dessa områden kan sägas representera vår översättning av Private Equity-fondernas specifika strategi (utefter definition av Blundell-Wignall, 2007 och Kirkpatrick, 2007), från ägar- till bolagsnivå.

- I samband med att ett bolag blir Private Equity-ägt förändras kapitalstrukturen och därmed *riskexponeringen*. Det är inte ovanligt att portföljbolaget då har en skuldsättningsgrad på mellan 60-80 % (Blundell-Wignall, 2007). Detta resulterar i att räntenivån ökar och bolagen måste lägga allt större fokus på likviditet och kassaflöde, men även på räntetäckningsgraden (Cumming et al, 2007)
- I motsats till konventionell diversifieringsstrategi tenderar Private Equity-bolag att ändra *koncentrationsgrad* och istället fokusera på ett huvudsakligt mål (Zong, 2005). De vanligaste strategiska inriktningarna vid en avnotering är antingen att fokusera på kärnverksamheten eller på tillväxt genom förvärv (Kirkpatrick, 2007; Berg & Gottschalg, 2005).
- En av framgångsfaktorerna för att skapa värde i ett Private Equity-bolag är att uppmuntra ledningens delägarskap i portföljbolaget, samt lägga vikt vid incitamentprogram för att främja goda prestationer och öka ledningens engagemang.

Det är därför även vanligt att ägarna kräver att VD personligen investerar i bolaget (Zong, 2005).

- Ett väl diskuterat område inom strategi är tidshorisonten för bolagets investeringar, vilken påverkas av och närmast kan förklaras genom kombinationen av ägandet och ledning. Private Equity-bolagens intåg i portföljbolagen resulterar ofta i ett skifte i *planeringshorisonten* och bolagen kan bortse från den "kvartalshets" som idag råder på aktiemarknaden (Blundell-Wignall, 2007).

Mot denna bakgrund kan det konstateras att ett ägarskifte från börsnoterat till avnoterat bolag kan leda till en förändring i strategifokus, både på ägarnivå samt bolagsnivå. Vidare har det observerats att den omstruktureringsprocess som sker i samband med en avnotering ofta innebär ett byte av delar av styrelse och ledning (Kirkpatrick, 2007), vilket påverkar den förvärvade organisationen på flera sätt (Cummings & Worley, 2005). Styrelse och ledning fyller båda en central funktion i portföljbolagens Corporate Governance-struktur, ett begrepp som uppmärksammas på internationell nivå de senare åren (Clarke, 2007). För att belysa effekterna av ägarskiftet finner vi det därför särskilt intressant att studera strategiförändringarnas koppling till portföljbolagens Corporate Governance-arbete.

### **1.5 Corporate Governance**

Flertalet ansatser till att översätta begreppet "Corporate Governance" till svenska har gjorts, den mest korrekta benämningen torde vara *bolagsstyrning*. Det finns flera definitioner av vad Corporate Governance innefattar, varav vi har valt att använda följande definition i uppsatsen:

*Bolagsstyrning omfattar vanligtvis de relationer, strukturer, processer och ansvarsområden som reglerar förhållandet mellan olika ägargrupper, styrelse samt företagets högsta ledning* (Blom, 2007).

Corporate Governance-system består således av olika styrmekanismer, där ägare, revisorer och institutioner samverkar för att uppnå en balans i bolagets kontrollsystem för att tillvarata de olika parternas intressen (Clarke, 2007). Systemen grundas i länders nationella lagar,

historia och traditioner som i sin tur påverkar företagsklimatet i de olika länderna. Därmed tenderar olika länder att ha olika Corporate Governance-strukturer (OECD, 1999).

### **1.5.1 Corporate Governance i Sverige**

Det svenska Corporate Governance-systemet skiljer sig på flera sätt från det anglosaxiska och de kontinentala motsvarigheterna (Carlson, 2007). Svenska bolag har historiskt sett haft ett koncentrerat ägande där relationer till banker och övriga lokala aktörer spelat en betydande roll (Clarke, 2007). Vidare har den svenska industrin präglats av stora svenska multinationella bolag, där majoriteten ägts av några stora, professionella, privata ägare (Carlsson, 2007). En förklaring till ägarkoncentrationen är att Sveriges näringsliv är grundat av ett fåtal större aktieägarfamiljer (t ex Wallenberg, Rausing, Kreuger), vilka har utövat sitt inflytande och aktivt kontrollerat sina bolag (Carlsson, 2007). Dessa aktörer har påverkat Corporate Governance-systemet i Sverige på flera sätt, bland annat genom att tidigt införa röstdifferentiering. Vidare kännetecknas det svenska systemet av att ha en bolagsstämma, valberedning och arbetsstagarrepresentation i styrelsen (Carlsson, 2007).

### **1.5.2 Ägare/Styrelse/Ledning**

Private Equity-bolaget intar vanligtvis en aktiv roll i portföljbolagens förvaltning (Arundale, 2002). De avnoterade bolagen karaktäriseras ofta av att vara underpresterande och det är vanligt att de nya ägarna väljer att byta ut portföljbolagets styrelse och ledning vid ägarskiftet (Wolfe, 2006). Styrelsen fungerar som ett övervakande organ och dess viktigaste ansvarsområde är att kombinera bolagets strategi med dess ansvarsskyldighet gentemot ägarna så att tillfredställande resultat och effektiv kontroll främjas (Clarke, 2007). Styrelsen utser den verkställande direktören som i sin tur tillsätter bolagets ledning. Den verkställande direktören ansvarar för bolagets löpande förvaltning, dess dagliga verksamhet samt legitimitet av beslut. Vidare har denna i uppgift att bygga relationer och kommunicera bolagets visioner (Tengblad, 2004).

## **1.6 Problemdiskussion**

Private Equity står för en betydande del av investeringarna i svenskt näringsliv (SVCA, 2005) och förståelsen för Private Equitys *värdeskapande* roll har under de senaste åren ökat, vilket är belagt i flertalet studier (Manigart & Sapienza, 1999; Meier, 2006). Däremot saknas påfallande bevis för vilka följder Private Equity-ägarnas eventuella inverkan på portföljbolagets strategiska inriktning har, samt om och hur bolagets beslutsfattande påverkas (Manigart & Beuselink, 2007). Det är vår uppfattning att ägarskiftet från börsnoterat till privatägt bolag bör medföra konsekvenser för portföljbolaget inom flera områden.

Då Private Equity-fonden vanligtvis intar en aktiv roll i portföljbolagens förvaltning sker även ofta en omstrukturering i styrelse och ledning vid ägarskiftet (Arundale, 2002). Därmed intar representanter för Private Equity-fonden i regel en aktiv roll i styrelse och ledningsarbete, vilket resulterar i ett minskat avstånd mellan ägare, styrelse och ledning (Cumming et al, 2007). Vi antar att denna förändring bör underlätta överföringen av Private Equity-bolagets strategi till portföljbolagsnivå. Vidare kännetecknas Private Equity-bolag av att ofta kräva ledningens delägarskap och nyckelpersonalens deltagande i olika belöningssystem, för att på så sätt skapa incitament för att arbeta i samma riktning mot gemensamma mål. Därmed kan frågan ställas kring huruvida det går att skilja Private Equity-bolagets strategi från portföljbolagets strategi. Det kan även diskuteras om Private Equity-ägda bolag har en mer tydlig bolagsstrategi än börsnoterade bolag. Då Private Equity-ägda bolag i regel lägger stor fokus på kärnverksamheten (Kirkpatrick, 2007), kan den nya strategins inverkan på finansiella och operationella mål ifrågasättas.

Den fokusering på kvartsrapporering som idag sägs råda bland börsnoterade bolag, till följd av marknadens krav på ökat aktieägarvärde, bidrar till alltmer kortsiktigt fokus och påverkar i hög grad bolagets rapportering (Blundell-Wignall, 2007). Vidare innebär en avnotering minskad insyn, då bolagen inte längre i lika stor utsträckning utsätts för den publika marknadens exponering. Även om den så kallade "kvartalshetsen" försvinner i och med en avnotering finns det alltid en exit med i bilden. Vi har uppmärksammat att en exit generellt

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

sker inom fyra till sex år och vi ifrågasätter därmed huruvida detta ska klassificeras som långsiktigt eller ej.

En framtida exit kan därför uppfattas motverka Private Equity-ägarnas långsiktiga åtaganden och det kan diskuteras om det är rimligt att anta att kortsiktigheten verkligen försvinner i samband med avnoteringen. Samtidigt kan, i detta sammanhang, ekonomisk teori om aktivt ägande och dess långsiktiga inverkan på portföljbolagets strategi diskuteras (Kaplan & Strömberg, 2003). Ett bolags långsiktighet kan enligt Jonnergård, Kärreman och Svensson (1996) mätas utifrån företagens investeringar i forskning och utveckling (FoU). Då Private Equity-fonder strävar efter att styra portföljbolagets investeringar mot maximering av bolagsvärdet vid exit, hade det varit av intresse att utifrån portföljbolagets investeringar i FoU undersöka dess långsiktiga strategi. Laverty (1996) riktar dock kritik mot att empiriska undersökningar jämför investeringar i FoU med långsiktighet, då flertalet bolag i sin redovisning inte skiljer på långsiktiga och kortsiktiga investeringar inom FoU. Vi är därmed medvetna om svårigheten i definitionen av FoU långsiktighet. Vidare kan det diskuteras om den nya strategin är för portföljbolagets eller enbart ägarnas bästa.

Som tidigare uppmärksammats innebär avnoteringen genom Private Equity en förändring i portföljbolagets ägarstruktur. Då förändringarna påverkar både styrelse och ledning uppstår också en Corporate Governance-problematik (Kaplan & Strömberg, 2003). Tidigare studier inom området fokuserar på hur Private Equity-fonder styr sina innehav för att skapa värde, snarare än ägarförändringens inverkan på portföljbolagets interna Corporate Governance-arbete (Manigart & Beuselinck, 2007).

Det är vår uppfattning att debatten kring Corporate Governance gäller främst börsnoterade bolag, t.ex. Carnegie och Skandia. Dessa bolag har uttalade krav på publik information, vilket innebär att såväl transparens som grad av granskning är hög. Då vi har uppmärksammat flertalet avnoteringar via Private Equity-bolag de senaste åren, anser vi det vara befogat att



## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

också föra en diskussion kring dessa ägarskiftens inverkan på portföljbolagens Corporate Governance-arbete. Då bolagen inte längre utsätts för marknadens insyn vill vi undersöka om

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

de interna processerna för kontroll påverkas vid ägarskiftet, samt om förändringar i bolagets rapportering kan observeras.

Vår föresats i denna uppsats är att studera hur ett omfattande ägarskifte med avnotering från Stockholmsbörsen påverkar portföljbolagens strategiska inriktning och arbete med Corporate Governance, utifrån våra valda definitioner. Mot bakgrund av tidigare redogjorda egenskaper för Private Equity anser vi att övergången till denna ägandeform är en passande representant för undersökningsområdet. Följande frågeställningar kommer att undersökas:

*Hur påverkar Private Equity-bolagens aktiva förvaltning portföljbolagens strategiska inriktning i form av riskexponering, koncentrationsgrad, incitamentprogram samt planeringshorisont?*

*Vilka följder har förändringarna i ägarstrategin för portföljbolagets Corporate Governance-arbete?*

### **1.7 Syfte**

Syftet med denna uppsats är att med en teoretisk utgångspunkt empiriskt beskriva och med stöd i teori förklara och analysera hur portföljbolags Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete påverkas av ett skifte till Private Equity-ägande.

### **1.8 Målgrupp**

Vår uppsats riktar sig till intressenter inom området Private Equity, strategi och Corporate Governance, såsom universitetsstudenter och investerare inom Private Equity-bolag.

## **1.9**      *Uppsatsens fortsatta disposition*

### **Kapitel 2 – Metod**

I metodkapitlet redogörs för uppsatsens tillvägagångssätt samt dess kvalitativa upplägg. Vidare presenteras uppsatsens teoretiska utgångspunkt, samt de bolag och respondenter som utgör det empiriska materialet. Metodkapitlet avslutas med en diskussion kring uppsatsens kvalitet i form av reliabilitet och validitet.

### **Kapitel 3 – Teoretisk referensram**

Kapitlet beskriver strukturen för Private Equity-fonder, dess värdeskapande strategi, samt inverkan på portföljbolagens strategi. Vidare beskrivs begrepp som Corporate Governance och Shareholder Value samt redogörs teorier såsom Intressent- och Agentteorin.

### **Kapitel 4 – Presentation av fallföretag**

Kapitlet utgör en introduktion till uppsatsens empiri och analys, och innehåller en presentation av de båda fallföretagen; Gambro och Perstorp.

### **Kapitel 5 – Empiriska resultat och analys**

I kapitlet presenteras och analyseras uppsatsens empiriska material. Empirin presenteras områdesvis där varje område avslutas med en analys över de båda bolagen. För de båda huvudområdena presenteras även hållpunkter med viktiga likheter och skillnader bolagen emellan.

### **Kapitel 6 - Slutsats**

I uppsatsens avslutande kapitel besvaras uppsatsens problemformulering och syfte samt de resonemang som fördes i problemdiskussionen. Det empiriska materialet och uppsatsens analys ligger till grund för slutsatserna. Vidare kommenteras resultatens generaliserbarhet samt förslag för vidare forskning.

## 2. Metod

---

*I detta kapitel beskriver vi de metoder vi valt i vår undersökning, varför vi valt dessa, samt visar att vi är medvetna om hur de valda metoderna kan påverka resultatet. Vi har huvudsakligen använt litteratur skriven av Yin (2006), Andersen (1998), Jacobsen (2002) och Bryman & Bell (2005), då dessa på ett systematiskt sätt väglett oss redan från starten av arbetsprocessen och gjort oss medvetna om konsekvenserna av våra val. Även om alla dessa författare behandlar samma område och ofta vävs in i varandra, kompletterar de också varandra avseende djup och bredd i undersökningsmetoderna.*

---

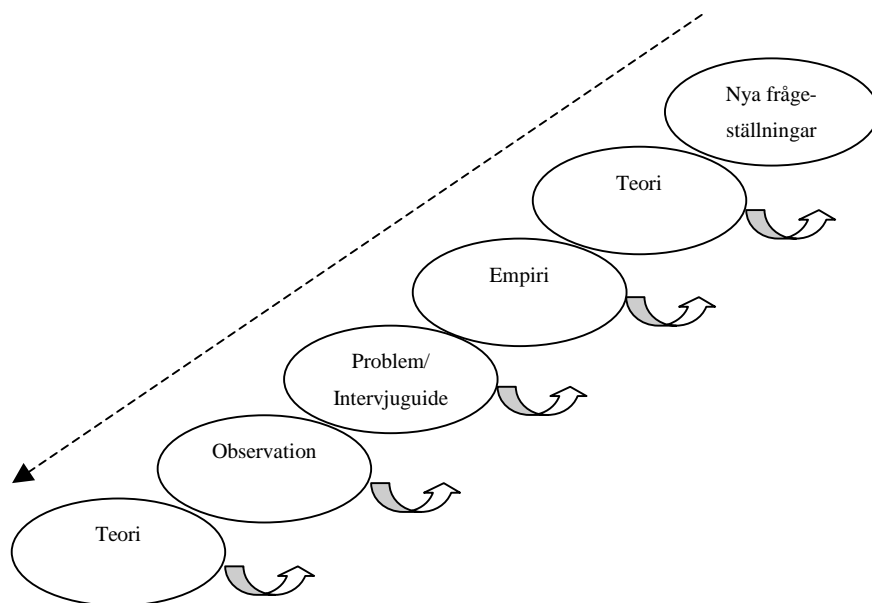
### 2.1 Tillvägagångssätt

Uppsatsens tillvägagångssätt beskriver vilka metoder vi valt för att systematiskt undersöka vår problemformulering. Det finns olika tillvägagångssätt att välja mellan under hela undersökningsprocessen och de olika val vi gör har konsekvenser för vår kunskapsproduktion (Andersen, 1998). Genom att använda ett *kvalitativt tillvägagångssätt* kan vi utveckla en helhetsbild, samt skapa en djupare förståelse för problemen vi studerar (Andersen, 1998). I vår undersökning har vi valt att använda fallstudier som undersökningsform, där två organisationer studeras. Metodvalet var även lämpligt eftersom vi inte hade full kännedom om ämnet ursprungligen och ville därför vara öppna och kunna anpassa vår problemformulering under arbetsprocessens gång (Jacobsen, 2002). Problemformuleringen och undersökningsfrågorna är viktiga i en kvalitativ undersökning och bör utformas på ett tidigt stadium för att sedan ständigt återknytas till alla händelser helt igenom arbetsprocessen. Att omformulera problemställningen är enligt Andersen (1998) en viktig del i skrivandet och ett accepterat förfarande i en lärande process. Detta arbetssätt är direkt applicerbart på vår uppsats, då vi upptäckt att det ursprungliga undersökningsområdet var alltför brett. Därför har vi specificerat problemen ytterligare under arbetsprocessens gång, dock utan att ändra fokus eller metodval.

### 2.1.1 Abduktiv forskningsansats

Det finns i princip två vägar att gå för att producera ny kunskap; *deduktion*, bevisföringens väg, och *induktion*, upptäckstens väg (Bryman & Bell, 2005). Vid undersökningar av samhällsvetenskaplig karaktär, såsom fallstudier, kan det vara svårt att enbart använda sig av en induktiv ansats, då detta innebär att vi skulle påbörja en studie utan någon som helst kännedom inom området. Dessa undersökningar involverar därför vanligtvis både induktiva och deduktiva processer parallellt genom hela arbetsprocessen (Andersen, 1998). Vi fann tidigt att vår uppsats inte enbart går att härleda till ett angreppssätt, utan att tillämpa ett *abduktivt* tillvägagångssätt var att föredra. Den abduktiva ansatsen innebär en blandning av det induktiva och det deduktiva tillvägagångssättet och ett utmärkande drag är att den, liksom induktion, huvudsakligen utgår från empirisk fakta, samtidigt som undersökaren har en teoretisk referensram som grund (Alvesson & Sköldberg, 1994).

I vår uppsats undersöker vi förhållandet mellan teori och empiri, där vi empiriskt granskar området utifrån frågeställningar baserade på våra kunskaper och teoretiska överväganden i ämnet. Då vi har en bred problemformulering och vill undersöka både strategi och Corporate Governance, har vi tagit avstamp i ett relativt brett teoretiskt ramverk. Vidare har vi observerat ett mönster i utvecklingen av Private Equity-ägandet i Sverige. Utifrån detta har vi utformat undersökningens problemformulering som vi sedan provat empiriskt via kvalitativa besöksintervjuer. Genom att utföra en tvåfallstudie studerar vi organisationerna i dess befintliga omgivning, vilket genererar empirisk information. Svaren från intervjuerna har sedan prövats mot teori, samtidigt som teorin också använts som redskap för att skapa klarhet kring de problem vi observerat (Bryman & Bell, 2005). Det insamlade materialet kan således användas till att både bekräfta och kritisera teorier, samt bidra med nytillskott inom det teoretiska området. Ny information kan då leda till ytterligare frågeställningar. Undersökningsprocessen är därmed dynamisk och kombinerar deduktion och induktion så att tillvägagångssätten har varit svåra att skilja åt i praktiken.



Figur. 2.1 Vår dynamiska undersökningsprocess

Källa: Utveckling av modell av William M. K Trochim ([www.trochim.human.cornell.edu](http://www.trochim.human.cornell.edu)).

### 2.1.2 Val av teorier

Vårt teoretiska ramverk baseras på litteraturstudier av teorier inom flertalet områden. Inledningsvis beskriver vi mer ingående Private Equity-fondens struktur och tidshorisont, detta för att ge läsaren en djupare inblick i Private Equity som ägandeform. Därefter presenteras uppsatsens teoretiska ramverk som utgår från de fyra områdena som uppmärksammats i problemdiskussionen kring portföljbolagets strategi, vilka vi anser påverkas mest märkbart vid en avnotering. Vårt teoretiska ramverk har strategiteori inom dessa specifika områden som utgångspunkt, detta för att lyfta fram och diskutera Private Equity-fondens inverkan på portföljbolagets strategiska inriktning. Här följer ett avsnitt kring aktieägarvärde, då detta bland annat kan kopplas till Private Equity-bolagets planeringshorisont. Vidare lyfts hypotesen kring fritt kassaflöde fram, detta för att belysa hur ägarskiftet påverkar bolagets användning av kassaflödet och dess inverkan på investeringar. Detta kopplas sedan till en diskussion kring den ”optimala kapitalstrukturen” och bolagets riskexponering. Då vi i vår problemdiskussion även identifierat en möjlig Corporate

Governance-problematik kommer vi i följande avsnitt att övergå till att presentera detta område mer ingående. Syftet är här att ge läsaren en grundlig förståelse för Corporate Governance-system både internationellt och i Sverige. Vidare klargör vi ägarens, styrelsens, samt ledningens roll, för att sedan i följande avsnitt diskutera ägarskiftet utifrån ett intressentteoretiskt perspektiv. För att vidareutveckla förhållandet mellan ägare och styrelse, men även styrelse och ledning, resonerar vi sedan kring den vedertagna agentteorin. Denna teori använder vi även för att återkoppla till de ovan nämnda strategiska områdena.

En väl utvecklad teoretisk referensram underlättar datainsamlingsfasen, samt utgör basen för generaliseringen av fallstudiens resultat (Yin, 2006). Målet med en fallstudie är att utveckla och generalisera teorier (*analytisk generalisering*), till skillnad från att beskriva frekvenser (*statistisk generalisering*) (Yin, 2006). Då vi valt att genomföra en tvåfallsstudie blir resultatens teoretiska generaliserbarhet större än om studien enbart rymt en fallstudie, vilket leder till att resultat och belägg kan bli starkare (Yin, 2006). I undersökningen kommer vi att empiriskt pröva den teoretiska referensramen i två fallstudier, för att sedan bekräfta eller avfärda befintlig teori, samt möjligen skapa nya teoretiska generaliseringar.

Då vår studie undersöker ett relativt brett ämnesområde, utgår vår teoretiska referensram från olika fält. Det är inte vår ambition att väva ihop teorierna och vi har därmed valt att utesluta en generell sammanfattning över vår teoretiska referensram i uppsatsen. Istället integreras relevanta teorier i partiella analyser inom frågeställningsramen för uppsatsen.

### **2.1.3 Fallstudier**

Fallstudien som forskningsstrategi utgör en heltäckande metod som omfattar både undersökningens design, hur data kan samlas in samt tillvägagångssätt för hur data kan analyseras (Yin, 2006). Fallstudier lämpar sig väl för vår undersökning, då vi önskar beskriva och utveckla kunskapen inom uppsatsens område genom att undersöka två fall. Genom fallstudierna får vi möjlighet att utföra mer djupgående intervjuer och därmed även upptäcka sådant vi inte haft klart för oss tidigare. Att göra fallstudier är tidskrävande, men vi anser det vara det enda sätt att skapa en djupare förståelse för befintlig teori, samt för den verklighet som organisationer arbetar i dagligen. Vi har valt att arbeta med två fall för att på så sätt

utforska gemensamma eller avvikande uppfattningar i det empiriska materialet (Jacobsen, 2002). Genom intervjuerna får vi fram nyanser och detaljer som vi genom andra undersökningsmetoder inte hade kunnat uppfatta på ett lika bra sätt. Samtidigt måste vi vara medvetna om att det i en djupgående studie kan vara svårt att empiriskt generalisera undersökningens resultat (Jacobsen, 2002).

Det finns flera fördelar med fallstudier i undersökningen. Vi skapar en relation, om än ytlig, till respondenterna och får därmed en bättre uppfattning om deras verklighetsbild (Yin, 2006). Nackdelen är att arbetsprocessen är resurskrävande och då vi har en snäv tidsbegränsning har vi valt att koncentrera oss på färre undersökningsenheter.

## **2.2        *Datainsamling***

### **2.2.1        Primär- och sekundärdata**

För att utforska vår problemformulering behöver vi tillgång till specifik, kvalitativ data. På ett tidigt stadium fann vi att det vi sökte i form av sekundär, specifik, kvalitativ data inte fanns att tillgå och vi valde därmed att samla in data på egen hand genom att utföra en tvåfallstudie. Utöver den primära informationen kommer vi även att använda oss av sekundär information för att komplettera vår studie. Denna information kommer bland annat från artiklar rörande Private Equity, strategi och Corporate Governance, samt från undersökningar gjorda av olika riskkapitalföreningar. Vidare har vi inhämtat information kring de valda fallföretagen från publicerade årsredovisningar, artiklar i affärspress, samt bolagens hemsidor på internet.

### **2.2.2        Val av fallföretag**

Fallstudien baseras på två företag, Perstorp AB och Gambro AB, vilka båda har en intressant historik vad gäller ägarskifte från att vara börsnoterade bolag till att avnoteras genom en Private Equity-fond. Vidare blev båda bolagen avnoterade på 2000-talet och är vid undersökningens tidpunkt Private Equity-ägda, vilket gör att båda bolagen är representativa för undersökningens syfte. Anledningen till att vi valt just dessa två bolag som



undersökningsenheter är dels på grund av att bolagen finns nära rent geografiskt, något som underlättar vårt arbete med att utföra flertalet personliga besöksintervjuer. En annan anledning är att vi tidigt fick bra kontakt med personer med höga positioner i bolaget, vilka var positivt sinnade till undersökningens ämne.

### 2.2.3 Val av respondenter

Då vår problemformulering är relativt bred och öppen i sin karaktär har vi enbart intervjuat personer på chefsnivå i bolagen, vilka bör kunna svara på frågorna utifrån ett bredare organisatoriskt perspektiv. För att få ett nyanserat underlag har vi intervjuat tre personer på Perstorp och två personer på Gambro, alla med olika positioner inom respektive bolag. Intentionen var att även intervju en arbetstagarrepresentant i Gambro, men denne hade tyvärr inte möjlighet att ställa upp inom tidsramen för vår uppsats trots upprepade försök att få kontakt från vår sida. Det slutliga urvalet, enligt tabellen nedan, är därmed en effekt av personernas vilja och tillgänglighet.

<u>Fallföretag</u>	<u>Respondenter</u>	<u>Position vid intervjutillfället</u>
Perstorp AB	Claes Gard	Finanschef
Perstorp AB	Ulrika Andersson	Affärsområdeschef Salter & Syror
Perstorp AB	Klas Ingstorp	Teknisk områdeschef samt arbetstagarrepresentant i styrelsen.
Gambro AB	Anonym	Ekonomichef
Gambro AB	Anonym	Chef Riskhantering & Försäkring

Alla respondenter har chefsbefattningar i respektive organisation, dock på olika nivåer. Genom att intervju personer i högre positioner är det mer sannolikt att de besitter kunskap om och har erfarenhet av de områden vi ämnar undersöka. Enligt Andersen (1998) måste undersökaren ta hänsyn till vissa aspekter vid intervjuer med personer i ledande befattningar. Ett exempel kan vara att dessa respondenter tenderar att ha väldigt subjektiva åsikter kring personliga och/eller företagets prestationer. Generellt sett kan det även vara svårt för intervjuaren att få struktur på konversationen, eftersom respondenter med högre positioner ofta försöker ta kontroll över intervjun (Andersen, 1998). Dessa tendenser har vi

uppmärksammat i några av intervjuerna, där intervjuaren då fått upprepa frågan för att återuppta fokus på de speciella områdena.

### **2.2.4 Förberedelse av intervjuguide**

Intervjuunderlaget är oerhört viktigt och det måste utformas noggrant i ett tidigt stadium. Frågorna formulerades utifrån gemensam brainstorming tillsammans med en viss nivå av teoretiska kunskaper i ämnet med referens till vår problemformulering. Efter konsultation med våra handledare och viss omarbetning av frågorna, skapade vi slutligen undersökningens intervjuguide som ni finner i bilaga. Samtidigt som vi har valt att hålla frågorna relativt öppna har vi också försökt att avgränsa och styra frågorna till de områden som relaterar till vår problemformulering. Genom att inte ha alltför specifika frågor har vi medvetet inledningsvis erhållit riktligt med information för att sedan kunna fokusera på den information som är i linje med vår uppsats.

### **2.2.5 Intervjuerna**

Intervjun utgör en av de viktigaste informationskällorna i samband med fallstudier (Yin, 2006). Då vi har en förbestämd tidsbegränsning för vår undersökning, valde vi att påbörja genomförandet av intervjuerna i ett tidigt skede av uppsatsskrivandet. Därmed har vi haft möjlighet att grundligt bearbeta den insamlade informationen. Våra fallstudieintervjuer är av en öppen karaktär, detta för att kunna fråga både om fakta och om respondenternas åsikter om dessa (Yin, 2006). Intervjuerna var semistrukturerade och intervjuguiden låg till grund för frågeställningarna. Metodvalet med semistrukturerade intervjuer lämpar sig väl för vår undersökning, eftersom vi ville föra en öppen dialog med de individer som intervjuades. Däremot ansåg vi att en viss grad av strukturering av intervjun var nödvändig, så att endast vissa aspekter sattes i fokus (Jacobsen, 2002). Vidare valde vi att i möjligaste mån utföra personliga besöksintervjuer för att på så sätt få en bättre kontakt med respondenten och samtidigt uppleva den miljö personen arbetar i. Intervjuerna gav oss även möjlighet att se personernas reaktioner på frågorna, samtidigt som vi kunde ställa mer komplicerade frågor,

eftersom intervjuaren då kan förklara svåra frågor och reda ut eventuella oklarheter (Bryman & Bell, 2005). Inför varje intervjutillfälle skickade vi ut frågorna till respondenterna via e-mail några dagar innan besöket, detta för att ge dem möjlighet att läsa igenom frågorna och förbereda sig. På så sätt kunde eventuella oklarheter redas ut före intervjutillfället. Vidare valde vi att inte begränsa intervjuerna tidsmässigt, men utformade intervjuguiden med frågor för en intervju på ungefär en timme. Vi lät sedan respondenterna bestämma tidsramen, men styrde intervjun efter intervjuguiden och undvek därmed långa diskussioner utanför ämnet. Under intervjuerna ställde vi i vissa fall även kompletterande frågor, som gjorde att vi fick ytterligare information som vi inte räknat med.

De intervjuer som genomförts har spelats in på ljudfil, vilket medförde att vi kunde koncentrera oss på respondenten och dennes svar. Vidare har vi på så sätt även kunnat återge informationen på ett korrekt sätt och haft möjlighet att återge exakta citat i vår uppsats. Omedelbart efter intervjun har vi lyssnat av och renskrivit både inspelning och våra egna anteckningar, så att vi på ett tydligt sätt har kunnat särskilja svaren från de olika intervjuerna (Yin, 2006).

### **2.3            *Undersökningens kvalitet***

Enligt Bryman & Bell (2005) är de tre viktigaste kriterierna för bedömning av en undersöknings kvalitet inom företagsekonomi reliabilitet, validitet och replikation. Många kvalitativt inriktade forskare har länge fört en diskussion om hur pass relevanta dessa tre kriterier är för kvalitativa undersökningar. Somliga menar att dessa begrepp bör modifieras och omvärderas för att kunna appliceras väl i kvalitativa studier, medan andra fastslår att dessa begrepp visst kan användas väl i fallstudier (Bryman & Bell, 2005).

Syftet med *reliabilitet* är att minska skevheten och minimera fel i en undersökning (Yin, 2006). Frågan rör även hur resultaten påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga händelser, vilket är svårt att bedöma i en kvalitativ undersökning. Vidare är det svårt att bedöma hur sanningsenligt respondenterna svarar, samt om de verkligen talar öppet och avslöjar

personliga värderingar eller om svaren huvudsakligen representerar respektive bolag. Vår undersökning innefattar besöksintervjuer med fem personer inom två bolag. Det bör beaktas att om valet av respondenterna varit annorlunda, hade undersökningen i vissa avseende även kunnat få ett annorlunda resultat och fler vinklar kunde framkommit. För att öka reliabiliteten och för att få en bredare insyn i verksamheten har vi därför valt att intervjua personer från olika områden i organisationen. Alla respondenterna har haft olika positioner i företagen och vi anser att de varit direkt relaterade till syftet för vår uppsats. De intervjuade har även haft olika erfarenheter av bolagen och kan därmed uttala sig om eventuella strategiska förändringar i organisationen och i arbetet med bolagsstyrning. Detta har även medfört att den inhämtade informationen kommer från olika källor inom bolagen. Konsekvenserna av att träffa just dessa personer är att undersökningen enbart värderas utifrån deras åsikter, varav vi missar övriga medarbetares åsikter från andra delar av organisationen. Det kan också ifrågasättas hur vårt resultat påverkats av tillfälligheter och hur exakt vårt resultat mäts (Andersen, 1998). För att öka reliabiliteten i uppsatsen har vi varit noggranna med att registrera insamlad data på ett korrekt sätt, samt även dokumentera uppsatsens tillvägagångssätt i detta metodkapitel.

*Validitet* kan närmast förklaras genom uppsatsens giltighet och relevans (Andersen, 1998). För att kunna få svar på det vi undersöker är det därför av yttersta vikt att vi ställer relevanta frågor till respondenterna. En viktig aspekt i undersökningen är därför vår intervjuguide och *frågornas* validitet. Som tidigare nämnts valde vi att hålla frågorna i intervjuguiden relativt öppna, samt att avgränsa och styra frågorna till de områden som relaterar till vår problemformulering. Vi anser därför att uppsatsens giltighet är god då valet av frågor för insamling av empiri överensstämmer med uppsatsens problemställning, samt de teoretiska begrepp vi undersöker. Ytterligare en aspekt bör dock beaktas, nämligen att validiteten alltid kan öka genom att fler fallstudier utförs eller fler empiriska källor används. Då antalet intervjuer är begränsat kan det därmed konstateras att de valda respondenterna representerar undersökningens totala resultat. Därför utgör det empiriska underlaget en generalisering av få individers uppfattningar, som slutligen bidrar med det studerade bolagets samlade åsikter. Vidare bidrar vårt resultat också till en generalisering gällande liknande bolag där det skett stora ägarförändringar genom en avnotering och Private Equity-ägande.

Likaså är det svårt att bedöma i vilken utsträckning denna undersökning kan upprepas, *replikeras*. Det bör anses vara nästintill omöjligt att replikera vår undersökning, eftersom personliga intervjuer inte kan replikeras med precision på grund av de sociala förutsättningarna som fanns i just den situation som rådde vid intervjutillfället (Bryman & Bell, 2005). Det ska dock beaktas att utvecklandet av ett rikligt teoretiskt ramverk kan vara utgångspunkten för en generalisering av nya utfall.

### 2.3.1 Kritik av metodval

En konsekvens av att använda fallstudier som bas för undersökningen är att vi som undersökare inte har någon större kontroll över ovidkommande faktorer (Andersen, 1998). Vidare innebär fallstudier att undersökaren ofta måste arbeta med många variabler samtidigt, vilket är en tidskrävande process som påverkar antalet undersökningsenheter (Andersen, 1998). En betydande kritik av fallstudier är också att undersökaren ofta utifrån få enheter försöker generalisera utfallen i en bredare kontext. Som tidigare nämnts hade våra resultat och slutsatser kunnat styrkas om fler bolag hade intervjuats, likaså bekräftats om intervjuerna hade varit djupare och möjligen involverat fler personer. Vi är medvetna om detta och på grund av våra tidsbegränsningar fokuserar vi istället på att bidra med ny kunskap från två specifika bolag, vilka båda har genomgått ett stort ägarskifte och avnotering genom Private Equity. Det är vår förhoppning att denna information kan ligga till grund för vidare, djupgående forskning som kan möjliggöra framtida generaliseringar. Ytterligare en aspekt att vara medveten om vid fallstudier är att undersökare tolkar situationer på olika sätt. Intervjuer uppfattas och tolkas utifrån olika människors egna ”linsar”, och påverkas bland annat av undersökarens bakgrund och utbildning (Andersen, 1998). Vi har valt att utföra intervjuerna tillsammans, två eller tre, för att på så sätt få en bredare bild av respondenten och dess miljö. Vidare är det viktigt att vara medveten om att den information som respondenten ger oss vid intervjutillfällena är vinklad. Ett relativt vanligt beteende är att respondenten undanhåller någon typ av information och istället väljer att svara på ett ”socialt acceptabelt” sätt (Andersen, 1998).

Vi skickade medvetet ut intervjufrågorna till respondenterna i god tid före intervjun. På så sätt har alla haft samma möjlighet att läsa igenom frågorna och förbereda sig inför intervjun. Vidare är vi införstådda med att intervjufrågorna kan påverka respondenten och de svar vi får,

vilket vi försökt lösa genom att undvika svårbegripliga och ledande frågor. Det finns dock alltid också en risk för den så kallade intervjuareffekten, vilken innebär att respondenten påverkas av intervjuaren genom dennes tal, kroppsspråk och tonfall (Andersen, 1998). Användningen av inspelning utgör ytterligare en risk för negativ påverkan av respondenten, då denne kan känna sig hämmad eller obekvämd av situationen även om denne inte direkt nekar inspelning (Yin, 2006).

### **2.3.2 Kritik mot publicerade källor**

Utgångspunkten i vår undersökning har varit att ha ett kritiskt förhållningssätt till de publicerade källor vi använt oss av. Genom att vara kritiska försöker vi bortse från författarnas egna värderingar, samt hela tiden utvärdera hur trovärdiga källorna som används är (Jacobsen, 2002). Eftersom stor del av bakgrundsinformationerna hämtats i bolagens årsredovisningar är det viktigt att vara medveten om att det är information som bolagen själva valt att publicera, vilket kan innebära att viss information utelämnats som kunnat ge en annorlunda bild av bolaget. För att få en mer balanserad bild av bolagen har vi därför också använt artiklar från affärspress om respektive bolag. Vidare är mycket information kring Private Equity-ägande hämtat från publicerad statistik från olika riskkapitalföreningar, vilka alla talar positivt om sina undersökningar. Även här är det viktigt att hålla i minne att dessa undersökningar återspeglar en viss intressegrupps åsikter. Stor del av de publicerade artiklarna inom ämnet Private Equity och Corporate Governance är relativt ny, vilket gör att risken för inaktuell information minimeras.

### **3. Teoretisk Referensram**

---

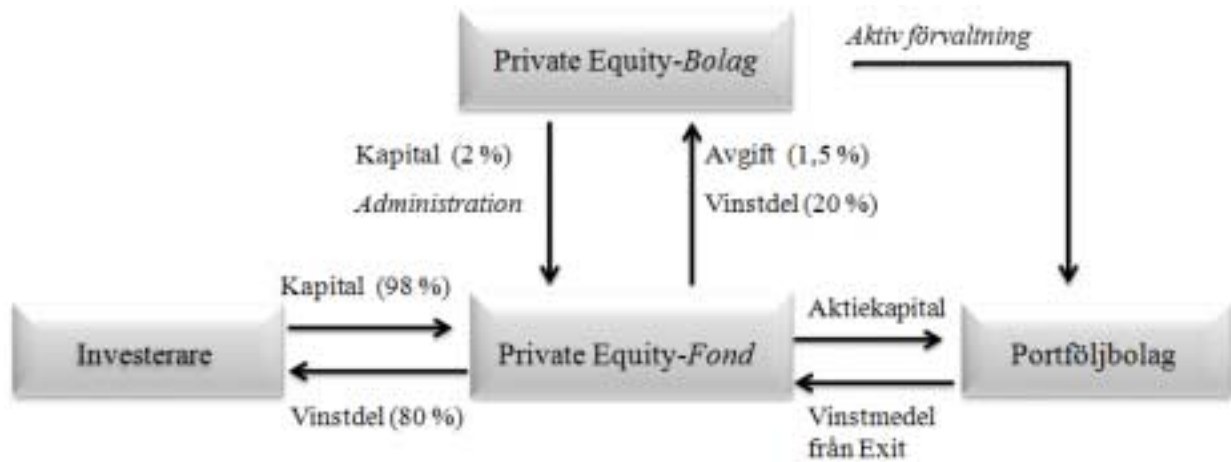
*I teorikapitlet vidareutvecklas de områden, koncept och begrepp som introducerades i kapitel ett och ligger till grund för uppsatsens fortsatta framställning. Den teoretiska referensramen inleds med en beskrivning av Private Equity-fondens struktur. Därefter behandlas Private Equity-fondernas värdeskapande strategi, samt dess inverkan på portföljbolagens strategi. Vidare görs en beskrivning av begreppet Corporate Governance för att därefter gå djupare in på Shareholder Value-, Intressent- och Agentteorin samt ett resonemang kring ”optimal” kapitalstruktur.*

---

#### **3.1 Private Equity-fonder**

##### **3.1.1 Struktur**

Riskdelningen i en Private Equity-fond sker vanligtvis genom en struktur i formen av ett så kallat ”limited partnership” (Blundell-Wignall, 2007), vilket med svenska termer närmast kan liknas vid ett kommanditbolag. Den *aktive* delägaren, ”the General Partner” (Private Equity-bolaget), agerar som komplementär med obegränsat ansvar, och bistår med en liten del av kapitalet, vanligtvis mellan 1-3 % (SVCA, 2005). Resterande del av kapitalet tillskjuts av andra investerare, vilka i regel utgörs av bl.a. pensionsfonder, försäkringsbolag och hedgefonder men även förmögna privatpersoner. Dessa investerare har dock ett begränsat ansvar och tar ej heller en aktiv del i portföljbolagens förvaltning. För sitt engagemang tar Private Equity-bolaget både ut en avgift ifrån investerarna i fonden såväl som en stor del av eventuella vinstmedel vid likvidation av fonden (Blundell-Wignall, 2007). Nedan visas ett typexempel över hur strukturen för en Private Equity-fond kan se ut.



Figur. 3.1.1 Typexempel över struktur för Private Equity-fond (Författarnas konstruktion utifrån Blundell-Wignall, 2007, Med inspiration från Ericson et al, 2006)

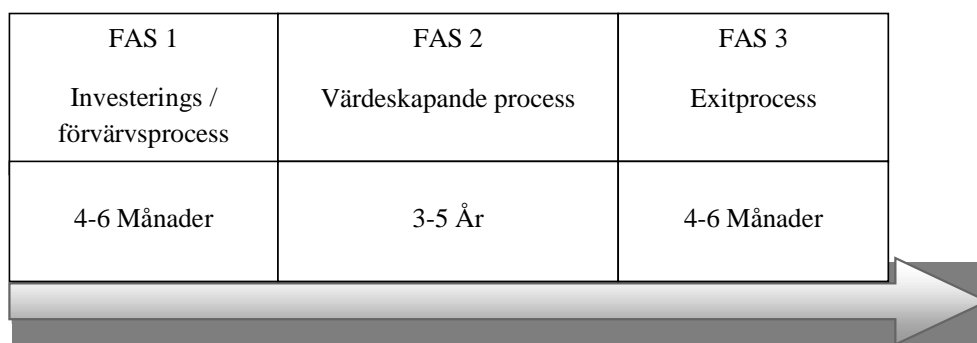
### 3.1.2 Målbolag

Som målbolag väljs i regel underpresterande företag med låg skuldsättningsgrad. Vidare är avsaknad av en långsiktigt hållbar strategi ofta en gemensam nämnare för dessa bolag (Kirkpatrick, 2007). Givetvis är även en stor kassa och höga kassaflöden kombinerat med en relativt låg verksamhetsrisk mycket lockande ur ett Private Equity-perspektiv då detta ger goda förutsättningar för en kraftigt ökad skuldsättning (Opler & Titman, 1993).

### 3.1.3 Tidshorisont

Livslängden för en Private Equity-fond är vanligtvis ca 10 år, under denna tid är det möjligt för fonden att genomföra flera avnoteringar (Blundell-Wignall, 2007). Värdekedjan i en enskild avnoteringsprocess via Private Equity kan överskådligt delas in i tre faser; Investeringsprocess, Värdeskapande process och Exitprocess (SVCA, 2006). Den sammanlagda tidshorisonten för innehav av portföljbolaget uppgår i regel till mellan 4 och 6 år. En avnotering föregås i regel av en omfattande prospekteringsprocess, såkallad *due diligence*, där det görs en grundlig värdering av bolaget och möjligheterna att utveckla detta. Vid denna tidpunkt är det vanligt att Private Equity-fonden tar in externa managementkonsulter med expertkunskap inom området (Blundell-Wignall, 2007).





Figur. 3.1.2 Tidshorisont vid Buyout-process. (SVCA, 2006)

### 3.2 *Private Equity-fonders värdeskapande strategi*

I kapitel 1 redogjordes kort för grunderna i Private Equity-fonders ägarstrategi. Med utgångspunkt ur aktuella rön utvecklas nedan resonemanget kring de fyra pelare som kan sägas utgöra fundamentet till värdeskapande genom Private Equity-äggande. I avsnitt 3.3 vidareutvecklas sedan vilken inverkan detta fundament har för *bolagsstrategin* ur ett teoretiskt perspektiv.

#### 3.2.1 **Finansiell omdaning**

Det primära målet för Private Equity-fonden är att leverera högsta möjliga avkastning på eget kapital för sina ägare. För att uppnå en hög utväxling av det egna kapitalet består vanligtvis en Private Equity-transaktion av en mycket stor andel extern finansiering, enligt Blundell-Wignall (2007) är det inte ovanligt med en skuldsättningsgrad i spannet 60-80 %. En genomgående grundtanke är därför att med hjälp av *innovativ finansiering* skifta en stor del av risken ifrån aktieägare (delägare i Private Equity-fonden) till externa finansiärer (Blundell-Wignall, 2007). Detta sker praktiskt ofta genom användning av avancerade kapitalstrukturer i flera lager, där banker i regel har möjlighet att värdepapperisera sin del i strukturen. Ett

generellt mål är även att använda lån med en låg grad av restriktioner (covenants) för att på så vis tillåta en viss frihet i förvaltningen (Cumming et al, 2007).

Studerar man de tio största Private Equity-utköpen i England under perioden 2001-2005 finner man att det för Private Equity-fonden i genomsnitt finns tre bakomvarande investerare, fyra undertecknande banker samt minst en källa till så kallad "Mezzanine debt" (Cumming et al, 2007). Kapitalstrukturen utarbetas i regel under investeringsprocessen men kan mycket väl komma att ändras under den värdeskapande processen (Fas 2) (Berg & Gottschalg, 2005). Portföljbolagets möjlighet till framtida refinansiering är i stor utsträckning beroende av Private Equity-bolagets rykte (Blundell-Wignall, 2007).

### **3.2.2 Operationella och Organisatoriska förändringar**

Efter det att Private Equity fonden tagit kontroll av bolaget följer som regel både *operationella* och *organisatoriska* förändringar. En grundtanke i konceptet "Hands On" Private Equity är, som nämnts, att aktivt styra sitt portföljbolag (Arundale, 2002), vilket ofta leder till omsättning i ledningsgrupper och styrelse (Kirkpatrick, 2007). Detta framhåller bland annat Wolfe (2006) och Carlsson (2003) som att vara den viktigaste utgångspunkten för att vända trenden i ett underpresterande bolag. Inte sällan utsätts hela organisationen för ett stålbad i jakt på "onödiga" kostnader när den nya ledningen utan gamla preferenser och känslomässiga åtaganden gör en grundlig översyn i jakt på effektivisering och rationalisering (Blundell-Wignall, 2007). Bolagsledningen har nu även fördelen att kunna verka utan att vara distraherade av att leverera rapporter till marknad, analytiker och aktieägare, vilket är en resurs- och tidskrävande uppgift.

Det finns exempel på tillfällen då Private Equity medfört en global expansion (SVCA, 2005), dock sker oftast en strategisk repositionering tillbaka mot kärnverksamheten (Kirkpatrick, 2007). Mot bakgrund av föregående är det också vanligt att man snabbt genomför strategiska försäljningar av vissa specifika tillgångar eller till och med säljer av hela affärsområden. Zong

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

(2005) pekar dock på att en del Private Equity-bolag ser möjlighet till värdeskapande genom tillväxt medelst förvärv. Vilken av ovanstående strategier Private Equity-bolaget än tillämpar är en grundtanke att allokera kapital på ett mer effektivt vis än tidigare och därmed öka produktiviteten (Blundell-Wignall, 2007). Private Equity tenderar också att frekvent använda

sig av leasing på basis av så kallad ”sale and lease back”, vilket frigör medel att användas åt antingen utdelning till Private Equity-fonden eller för att betala av lån (Cumming et al, 2007).

### 3.2.3 Incitamentprogram

I en OECD-rapport från 2007 anges att *incitamentprogram* i storlek upp emot 1 % av affärens totala omfattning, för att behålla valda delar av ledning och nyckelpersonal, är att anses som norm. Dessa incitamentprogram ses alltså som en bärande del av strukturen då det mot bakgrund av ovanstående stycke kan vara kritiskt för stabiliteten inom organisationen med ett alltför stort bortfall av nyckelkompetenser. Ofta medföljer restriktioner som hindrar förmånstagarna att avyttra sin del i incitamentprogrammet före exit (Blundell-Wignall, 2007). Då Private Equity-fonden förvärvar målbolaget löses eventuellt tidigare existerande optionsprogram, något som förstås fungerar som ett stort incitament för att få innehavarna positivt inställda till affären initialt. Ur Private Equity-fondens perspektiv fungerar incitamentprogram som ett verktyg för att motivera portföljbolagsledningen att agera i ägarens intresse dvs. skapa mesta möjliga värde fram till exit (Blundell-Wignall, 2007).

### 3.2.4 Exit

Det överordnade målet för Private Equity-fonden är att vid någon tidpunkt i framtiden göra en försäljning av portföljbolaget, en så kallad exit. En fullständig exit görs ofta inom tidsspannet 4-6 år (SVCA, 2006), där timingen är av stor vikt. Formerna för exit verkar vara mindre betydelsefulla, det kan ske genom till exempel återintroduktion på börsen, försäljning till en annan Private Equity-fond eller genom att ett större bolag gör ett strategiskt förvärv av portföljbolaget. En studie av Kaplan (1991) visar att runt 50 % av de utköpta bolagen noteras igen inom sju år och att 7 % av dessa senare avnoterades på nytt. Vid en återintroduktion på börsen är det vanligt att Private Equity-fonden behåller en kontrollpost under en tid för att på så vis kvarstanna i en övervakande roll (Kirkpatrick, 2007).

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Både vid förvärv och vid exit är det vanligt förekommande att Private Equity-fonder värderar portföljbolag utifrån en multipel (IVCA, 2006). I brist på adekvat svensk översättning används här den engelska benämningen EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes,

Depreciation, and Amortization), vilket är vinsten före räntekostnader, skatter samt av- och nedskrivningar. EBITDA hittas alltså högt upp i resultaträkningen och är därför i relativt stor utsträckning baserat på den operativa verksamhetens faktiska in- och utbetalningar. Multipeln bestäms främst utifrån tillväxttakt och grad av specialisering (IVCA, 2006). Används denna modell kan värdet av eget kapital beräknas enligt nedan.

(ekvation 3.2.4)

$$\text{Multipel}_{EBITDA} \times EBITDA = \text{Bolagsvärde}$$

$$\text{Bolagsvärde} - \text{Nettoskuld} = \text{Värde eget kapital}$$

Utifrån ovanstående modell utgår bolagsvärdet ifrån två komponenter. För att öka värdet på sitt portföljbolag kan Private Equity-fonden genomdriva förändringar för att genom ökad omsättning och/eller förbättrad marginal nå en högre EBITDA. Multipeln förbättras genom att portföljbolaget kan uppvisa en högre tillväxttakt och en tydligare nischning gentemot tidigare, vilket är en effekt av bland annat strategiska och operationella investeringar/avknoppningar samt en mer tydlig strategisk profil (IVCA, 2006). Då ett högt värde av eget kapital vid tidpunkten för exit är det överordnade målet för Private Equity-fonden, är det vanligt att man fram till dess amorterat en stor del av de skulder som upptogs under investeringsfasen (Cumming et al, 2007).

### **3.3 Portföljbolagets strategi**

Private Equity-fonden har ofta som strategi för portföljbolaget att antingen koncentrera sig på kärnverksamheten (Kirkpatrick, 2007) eller expandera genom förvärv (Berg & Gottschalg, 2005), vilket innebär en högre förväntad avkastning men även större risk. För portföljbolaget innebär detta en förskjutning i både *riskexponering* och *koncentrationsgrad*. Portföljbolagets riskexponering påverkas i hög grad också då Private Equity-fonden tillämpar en kraftig skuldsättning för att nå utväxling på eget kapital (Blundell-Wignall, 2007). Genom avsevärda incitamentprogram uppnås ett starkt *engagemang* ifrån portföljbolagets ledning att uppfylla de mål ägarna ställt upp. Ägarnas huvudsakliga mål vid en Private Equity-transaktion är exit, vilket på bolagsnivå påverkar portföljbolaget *planeringshorisont* för investeringar.

#### **3.3.1 Riskexponering**

Riskexponeringen i ett bolag ökar markant vid ett ägarskifte till Private Equity, eftersom kapitalstrukturen i portföljbolaget ofta förändras till en skuldsättningsgrad på mellan 60-80 % (Blundell-Wignall, 2007). Som tidigare nämnts leder ägarnas innovativa finansieringsstrategi vanligtvis till användning av lån med en låg grad restriktioner (Cumming et al, 2007). Dock leder detta i regel till en högre räntenivå vilket ofta får till följd att mycket stor vikt läggs vid kassaflödesmål och räntetäckningsgrad, något som därför ändå bör fungera som en begränsning i den operativa verksamheten (Cumming et al, 2007).

Vidare innebär den höga riskexponeringen genom ökad skuldsättning att både räntenivåer och eventuella amorteringskrav ökar. Portföljbolaget måste nu arbeta utefter en reducerad kassa vilket medför en minskad tolerans för volatilitet i bolagets kassaflöde, därmed stärks kraven på kontroll och uppföljning av kassaflödet (Aglietta 2000). Den höga riskexponeringen ökar därför också sannolikheten för finansiellt obestånd och innebär således större finansiell risk för ägarna, vilket de kräver kompensation för i form av en högre förväntad avkastning. Höjt avkastningskrav ifrån ägare och långivare leder till en högre kapitalkostnad (*se ekvation 3.6.3*). För portföljbolagets verksamhet innebär detta främst att man nu måste tillämpa en betydligt högre kalkylränta än tidigare, vilket rimligen medför att fler investeringar uteblir

jämfört med tidigare, vilket i sin tur är konsistent med *fria kassaflödeshypotesen* (se avsnitt 3.6.2).

Då ledningen befinner sig i en beroendeställning gentemot bolaget och inte enkelt kan diversifiera bort den risk som är kopplad till detta förhållande kan deras riskpreferens på goda grunder antas vara avers (Anthony & Govindarajan, 2007). En ökad skuldsättningsgrad kan därför medföra att ledningen (om riskavers) för att reducera bolagets, och därmed sin egen, riskexponering inte vill genomföra de investeringar bolagets strategi kräver (Berg & Gottschalg, 2005).

### **3.3.2 Koncentrationsgrad**

Som tidigare nämnts är aktuella målbolag för Private Equity-fonder ofta för diversifierade bolag som under en längre tid underpresterat. Vid ett ägarskifte avser ofta Private Equity-bolaget att ändra portföljbolagens värdeskapande strategi genom operationella och/eller organisatoriska förändringar. Ofta läggs större fokus på portföljbolagets kärnverksamhet eller så söks värdeskapande genom tillväxt och förvärv (Zong, 2005; Kirkpatrick, 2007). Easterwood & Seth (1993) har bedrivit en studie inom området och undersökt 32 transaktioner i samband med avnotering. Majoriteten av fallföretagen var stora och väletablerade bolag med en väl diversifierad organisationsstruktur. Studien visar att den strategiska inriktningen under den värdeskapande processen (fas 2) ofta förändrats mot alltmer fokus på kärnverksamheten (Easterwood & Seth, 1993).

Private Equity-bolag använder portföljbolagets balansräkning som ett dynamiskt verktyg för att skapa värde. Detta resulterar ofta i avyttringar av anläggningstillgångar eller omstrukturering av rörelsekapital, där affärsområden som bidrar till bibehållen eller ökad konkurrensfördel behålls inom organisationen. De affärsområden som ligger utanför den strategiska inriktningen, eller områden som under en tid underpresterat och därmed inte skapar konkurrensfördelar säljs av, vilket ofta bidrar till en ökad lönsamhet (Berg & Gottschalg, 2005; Zong, 2005).

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Det värde som skapas genom operationella förbättringar kan inte enbart förklaras utifrån ökad effektivitet och kostnadsreduceringar. Berg och Gottschalg (2005) pekar på att den strategiska förändring som ofta sker mot kärnverksamheten i portföljbolaget, med stärkt marknadsposition som följd, är en betydande källa till värdeskapande. Som tidigare nämnts kan även tillväxt hos portföljbolagen skapas genom olika typer av förvärv (Easterwood & Seth, 1993). Vidare kan det antas att ägare vanligen är riskneutrala, vilket enklast förklaras genom att deras utkomst inte är beroende av ett enskilt bolag eftersom de kan diversifiera risken genom att sprida sina investeringar över flera bolag. Enligt detta synsätt borde ägare därför föredra bolag med hög koncentrationsgrad framför mer diversifierade (Anthony & Govindarajan, 2007). Även om detta är konsistent med vad Berg och Gottschalg 2005

åberopar ovan känns det dock inte självklart att det generellt förhåller sig på detta vis för Private Equity, främst då förvaltarna i Private Equity-fonden arbetar med ett begränsat antal portföljbolag. Å andra sidan innebär portföljbolagsledningens riskaversion per definition att de istället föredrar diversifiering, detta eftersom ett bolag är mer stabilt, om än ej lika lönsamt, då dess verksamhet vilar på många grenar (Anthony & Govindarajan, 2007).

### **3.3.3 Ledningsengagemang**

För att ett bolag ska nå framgång är det viktigt att tydliga, centrala mål fastställs i organisationen (Otley, 1999). Utifrån ett agentteoretiskt perspektiv (se vidare avsnitt 3.6.1) kan ledningens relationer sägas utgöra transaktions- och kontraktskostnader. Därför behöver ledningen kontrolleras och belönas för att agera i ägarnas intresse. Bolagets mål är därför viktiga för bolagets belöningsystem, vilket ska verka som en motiverande faktor för att få ledningen att implementera ägarnas strategi (Jarrel & Morin, 2000). Private Equity-bolag uppmuntrar ledningens delägarskap i portföljbolaget och det är vanligt att ägarna till och med kräver att VD och delar av högsta ledningen personligen investerar i bolaget. Ägarna inför därför ofta incitamentprogram för att främja goda prestationer och för att få bolagsledningen att arbeta mot, det med Private Equity-fonden gemensamma målet, exit (Zong, 2005).



Belöningsystemet bör generellt utgå från värdeskapande faktorer i strategin, så att resultatmålet är tydligt kopplat till bolagsstrategin (Jarrel & Morin, 2000). I motsats till publika bolag fokuserar privatägda bolag i regel på färre huvudsakliga finansiella mål, vilket underlättar designen av incitamentprogram (Zong, 2005). Den höga skuldsättningsgrad som karakteriserar Private Equity-portföljbolag bidrar till att mer vikt läggs vid kassaflöde än vid resultat, och att mer fokus fästs vid kapitalavkastning än vid försäljning och marginal. Därför är också kriterierna för måluppfyllelse i incitamentprogrammet ofta annorlunda utformade jämfört med publika bolag (Zong, 2005).

Anthony och Govindarajan (2007) framhåller att en tydlig koppling mellan belöningsystem och specifika mått ger större incitament för mottagaren att sträva mot resultatuppfyllelse. Finns det därför incitament kopplat till portföljbolagets värde vid exittidpunkten ges bästa förutsättningar för att agenten ska sträva mot ett så högt bolagsvärde som möjligt.

### **3.3.4 Planeringshorisont**

Planeringshorisonten för portföljbolagets investeringar förändras ofta av ett Private Equity-ägandet, då avnoteringen leder till att portföljbolaget kan bortse från aktiemarknadens krav på rapportering (Blundell-Wignall, 2007). Vidare pressas ofta ledningen i börsbolag till att ständigt öka avkastningen och maximera aktieägarvärdet. Planeringshorisonten kan därför kopplas till strategier orienterade mot aktieägarvärde (*se 3.4*), där kortsiktigt tänkandet vad gäller bolagets agerande resulterar i en kortsiktig prioritering (Bengtsson & Skärvard, 2001). En kortsiktig tidshorisont, för maximering av aktieägarvärdet, leder även till snabbare omsättning av det publika bolagets aktier, vilket gör det svårare för företaget att skapa betydelsefulla relationer och kommunicera med aktieägarna. Kortsiktighet uppkommer också då avkastning inom bolagets kärnverksamhet varit otillräcklig, vilket leder till en orelaterad diversifiering. Det ökade antalet affärsområden resulterar i att kundernas lojalitet minskar, vilket ytterligare skapar press på den kortsiktiga avkastningen (Jonnergård et al, 1996). Trots

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

att portföljbolagen kan bortse från fokuseringen att ständigt maximera aktieägarvärdet, bör det ändå beaktas att portföljbolagets strategi och planeringshorisont borde påverkas av en framtida exit, vilken i regel sker inom 4-6 år (SVCA, 2005)

Relationen mellan styrelsens arbete och den långsiktiga strategin kan som tidigare nämnts enligt Jonnergård, Kärreman och Svensson (1996) mätas utifrån företagets investeringar i FoU, samt investeringar i övriga icke-finansiella tillgångar. I Cumming et al (2007) görs en sammanställning över amerikanska forskningsresultat kring nivåer av FoU-investeringar före och efter en avnotering genom Private Equity. Sammanställningen ger en tvetydig bild vid handen; Lichtenberg och Siegel (1990) observerar ingen nedgång i FoU-investeringar, något som däremot Long och Ravenscraft finner belägg för i en studie ifrån 1993. Vidare visar

Zahra (1995) att Private Equity-ägda bolag generellt tillämpar en mer effektiv användning av medel för FoU, medan Reich (1989) menar att ledningen i det avnoterade portföljbolaget ofta fokuserar på kortsiktiga mål istället för på långsiktiga. Detta riskerar att leder till en reducering av investeringar, även om dessa investeringar anses nödvändiga för att uppnå långsiktiga resultat.

### **3.4 Corporate Governance**

Vi har tidigare definierat begreppet Corporate Governance som *bolagsstyrning*, i vår undersökning. I detta avsnitt vill vi dock ge en djupare förståelse för de teoretiska grunderna i området, samt beskriva det Corporate Governance-system som svenska bolag verkar i.

#### **3.4.1 Corporate Governance-system**

Länder skiljer sig från varandra vad gäller bland annat nationella lagar, historia och traditioner. Dessa faktorer påverkar företagsklimatet i respektive land, vilket i sin tur ger upphov till olika Corporate Governance-strukturer (OECD, 1999). I teorin definieras två olika Corporate Governance-system; marknadsorienterat (outsider-system) eller nätverks- och bankorienterat (insider-system) (Clarke, 2007). Det marknadsorienterade, angloamerikanska

systemet finns främst i USA, samt i det före detta Brittiska Imperiet. Systemet karaktäriseras av ett spritt ägande med fokus på aktieägarnas intresse och separation av ägande och kontroll. Vidare kännetecknas systemet av ett kortsiktigt perspektiv, där ledningen främst koncentrerar sig på att öka aktieägarvärdet (Clarke, 2007). Motsatsen till det marknadsorienterade systemet är det nätverks- och bankorienterade systemet, som främst finns i Södra Europa, Latinamerika och Asien. I detta system är ägandet koncentrerat och bolag är ofta familjeägda, där ägarna generellt sett har stor kontroll i bolagen och fokus ligger på att skapa långsiktigt värde. Vidare är institutionella relationer, till exempel till banker, viktiga (Clarke, 2007).

### **3.4.2 Corporate Governance i en Svensk kontext**

Svenska bolag har historiskt sett haft ett koncentrerat ägande där relationer till banker och övriga lokala aktörer spelat en betydande roll, precis som i ett insider-system (Clarke, 2007). Sveriges industri präglas historiskt av ett fåtal privata storägare, vilka har påverkat det svenska Corporate Governance-systemet på olika sätt (Carlsson, 2007). För att förstärka storägarens makt tillkom röstdifferentiering relativt tidigt i Sverige, vilket är ett starkt instrument för att underlätta ägarkontroll i svenska bolag. Ämnet har dock inte uppmärksammats som något governanceproblem, även om det varit ett omdiskuterat ämne både inom Corporate Governance-området och i EU kommissionen i frågan kring aktieägardemokrati (Carlsson, 2007). Vidare debatteras det om röstdifferentiering är en indikation av svagt Corporate Governance-system, samt om det förhindrar omstrukturering och minskar konkurrensen i den svenska industrin (Carlsson, 2007). Det svenska Corporate Governance-systemet kännetecknas även av en klarskuren ansvarsfördelning i tre nivåer: ägare/bolagsstämma, styrelse, och ledning. Bolagsstämman spelar en nyckelroll i svensk Corporate Governance, då man genom detta organ avsätter och tillsätter styrelsen. Det svenska systemet tar även hänsyn till övriga intressenter i form av bolagets arbetstagare, vilka kan vara representerade i styrelsen och har då samma förpliktelser som övriga ledamöter (Carlsson, 2007).

Till följd av ett tidigt, välutvecklat, svenskt näringsliv och industri hade Sverige relativt tidigt en framskriden lagstiftning, där kraven för Corporate Governance tidigt implementerades i

banklagstiftningen och i aktiebolagslagen (Carlsson, 2007). Detta är en betydande faktor till varför Svensk Kod för Bolagsstyrning inte introducerades förrän år 2004, vilken är en sammanställning av de regler och riktlinjer som bolag i Sverige har förhållit sig till historiskt sett, vilka är grundade i Aktiebolagslagen. Koden skapades för att förbättra Corporate Governance-systemet i svenska bolag, men även för att öka förståelsen och förtroendet för svenska företag från utländska investerares perspektiv (SOU 2004:130). Det svenska Corporate Governance-systemet karaktäriseras således av hänsyn till aktieägarnas intressen, men även av bland annat arbetstagarorganisationers, bankers, samhällets, leverantörers och kunders intressen (Carlsson, 2007). Det är dock viktigt att poängtera att det svenska systemet

under senare år påverkats av det angloamerikanska outsider-systemet, delvis på grund av globaliseringen samt av de framgångsfaktorer som observerats i det marknadsorienterade systemet på senare år (Clarke, 2007).

### **3.4.3 Sambandet mellan ägare, styrelse och ledning**

I Corporate Governance-systemet verkar bland annat ägare, styrelse och ledning. Ägarnas roll är att genom utformandet av riktlinjer och intern kontroll upprätthålla och utveckla en effektiv organisation (Kärreman, 1999). Undersökningar visar att Private Equity-fonder på senare år har intensifierat sin roll som aktiva ägare i de bolag de förvaltar (Coope & Peacock, 2000). Vidare utgör styrelsen ägarnas redskap och ska på ett effektivt sätt säkerställa att ledningen agerar i deras intressen (Fama & Jensen, 1983). Styrelsens huvudsakliga uppgift är att ge råd, ta del av omfattande beslut, samt övervaka och kontrollera verksamheten, företagsledningen och den verkställande direktörens prestation. Detta ska utföras på ett sådant sätt att tillfredställande avkastning och aktieägarvärde möjliggörs (Wolfe, 2006). Andra viktiga uppgifter är att skapa och underhålla relationer med investerare, intressenter och samhällsomgivning, men även ansvara för att vägleda bolagsstyrningen för att därmed förhindra intressekonflikter (SOU, 2004). Den verkställande direktören utses av styrelsen, som i sin tur tillsätter bolagsledningen, och har i uppgift att bygga relationer och kommunicera bolagets visioner (Tengblad, 2004). Vidare ansvarar den verkställande direktören också för bolagets löpande förvaltning och dess dagliga verksamhet.

Styrelsens och ledningens relation kan närmast förklaras genom Fama & Jensens (1983) beslutsprocess som består av fyra steg där förslag om hur bolagets resurser ska identifieras och därefter fördelas behandlas, se nedan. Ledningen tar initiativ och kommer med förslag till styrelsen rörande bolagets strategi och verksamhet. Styrelsen godkänner därefter eventuellt de förslag som läggs fram, för att ledningen sedan ska genomföra det som godkänts. Således fungerar styrelsen som ett övervakande organ som tillser att ledningens prestationer upprätthålls (Fama & Jensen, 1983).

1. Initiering	→	Ledning
2. Ratificering	→	Styrelse
3. Implementering	→	Ledning
4. Övervakning	→	Styrelse

Trots det faktum att Corporate Governance-systemen ser olika ut runt om i världen finns det en gemensam faktor för strukturerat Corporate Governance-arbete i alla länder, nämligen att tillvarata aktieägarnas intressen på ett effektivt sätt (OECD, 1999). Därför är det viktigt att bolag har en övergripande ideologi om hur ett företag ska styras för att skapa aktieägarvärde, vilket närmast förklaras genom Shareholder Value (Brodin et al, 2000).

### **3.5 *Shareholder Value***

Den primära intressegruppen för ett börsnoterat bolag utgörs ofta av aktieägarna och företagsledningen förväntas därmed maximera aktieägarvärdet i form av stigande börskurs och utdelning (Bengtsson & Skärvard, 2001). Därför pressas dagens börsnoterade bolag både internt och externt till att ständigt höja aktiepriset och bolagets marknadsvärde. Vidare motiveras ofta ledningen till att välja värdemaximerande strategier som ofta skapar kortsiktigt aktieägarvärde. I slutändan visar detta sig vara väldigt kostsamt för aktieägarna och inte alltid det mest optimala för bolaget (Dockery et al, 2000). Att maximera det långsiktiga aktieägarvärdet misstolkas ofta till att istället maximera den kortsiktiga kvartalsvisa vinsten

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

(Madden, 2007). Detta resulterar i att bolaget undviker nyinvesteringar och då ofta långsiktiga kapitalintensiva investeringar, samt investeringar inom FoU då dessa ofta anses öka risken inom företaget (Dockery et al. 2000). Att minska FoU i ett bolag kan ha en kortsiktig effekt med ökad vinst, men riskerar att i ett långt perspektiv resultera i en snabbare ekonomisk avmattning (Madden 2007). Om bolag istället väljer en mer långsiktig strategi ökar även det långsiktiga aktieägarvärdet vilket skapar bolagstillväxt, ökar avkastningen för både ägare och anställda, och i slutänden välfärden för hela samhället (McSweeney, 2007).

Aktiemarknaden används ofta som ett instrument för att allokera resurser då marknaden i regel föredrar att investera i de företag som presterat bra över de bolag som presterat lite

sämre (McSweeney, 2007). Börsen används då som ett verktyg för att bedöma ett bolags styrkor och svagheter. Utifrån denna information väljer bolaget sedan strategier i hopp om att skapa aktieägarvärde (Dockery et al, 2000). Problemet är dock att aktiemarknadens värderingar ofta är påverkade av otillräcklig information (McSweeney, 2007). För att lösa de eventuella intressekonflikterna relaterade till företaget och försäkra sig om att företagsledningen fokuserar på att maximera aktieägarvärdet införs ofta belöningsystem eller incitamentprogram som är knutna till ett företags aktiekurs (Dockery et al, 2000). En del forskare anser dock att denna koppling inte existerar och anses därför att incitamentprogram inte är det effektivaste sättet att skapa aktieägarvärde. Att fokusera på aktieägarvärde istället för på kvalitén i företagets produkt och serviceutbud resulterar enligt denna syn snarare i ett lägre långsiktigt aktieägarvärde (McSweeney, 2007).

### 3.5.1 Kritik mot Shareholder Value

Det har även riktats kritik mot Shareholder Value-perspektivet då den antas uppmuntra ekonomisk kortsiktighet vilket resulterar i en kvartalshets. Bolagen ändrar då ofta sin strategi i hopp om att öka den ekonomiska avkastningen på kort sikt (Laverty, 1996).

Den ekonomiska kortsiktigheten som av kritikerna sägs följa då alltför stort fokus läggs på att öka aktieägarvärdet kan förklaras genom Laverty (1996):

- Misslyckade managementtekniker med överdriven användning av diskontering, där stor vikt läggs vid kvantitativa aspekter vilket resulterar i att bolagen inte alltid ser till de kvalitativa aspekterna.
- Fokus på opportunistisk där snabb och säker avkastning står i centrum.
- Aktiemarknadens kortsiktighet, där marknaden inte har tålamod att vänta på långsiktiga resultat.
- Kapitalet har blivit snabbare och mera otåligt.
- Asymmetrisk information, där investerare inte har samma insyn i företaget som de anställda.

För att försäkra sig om att ett bolag ständigt maximerar aktieägarvärdet, bygger bolagen många av sina beslut på en rad olika finansiella uträkningar. McSweeny (2007) menar vidare att bolags finansiella uträkningar ofta kan kritiseras eftersom de ofta bygger sina beslut på otillräcklig information, samtidigt som det alltid är svårt att göra antaganden om framtiden då det krävs att organisationen är relativt stabil och inte påverkas nämnvärt av konjunkturen (McSweeny, 2007).

### **3.6        *Intressentteorin***

Förutom ägarna består en organisation av en rad andra intressenter som också har en relation till bolaget. Det är därför viktigt att företag förstår sin omvärld och bygger upp en stabil relation med alla sina intressenter. Detta resulterar i ett ömsesidigt beroendeförhållande mellan bolaget och de olika intressenterna såsom anställda, kunder, leverantörer, intresseorganisationer, långgivare etc (Donaldson & Preston, 1995). Ju mer specialiserade ett företag är, ju mer komplicerade blir relationer, vilket resulterar i att beroendet till de olika intressenterna ökar (Donaldson & Preston, 1999). Genom väl fungerande intressentrelationer har ett bolag möjlighet att öka organisationens välfärd, då bolaget med interna samarbeten kan höja inkomsterna och minska kostnaderna (Asher et al, 2005). Även företagsledningen är en intressentgrupp och deras uppgift är att sköta relationerna med de övriga intressenterna samt att säkerställa att det finns en balans mellan prestationer och ersättning. Vidare är det även deras uppgift att fortlöpande öka vinsten i bolaget för att därmed kunna höja belöningsförmågan till intressenterna (Donaldson & Preston, 1995). Risken är dock att den ständiga fokuset på kortsiktiga kvartalsvinster resulterar i att bolag ofta enbart bryr sig om investerarna och ignorerar de andra intressenternas insatser. Om bolag istället tillgodoser alla intressenters intressen resulterar det i ett effektivare bolag med långsiktig värdemaximering (Madden, 2007). Det bör dock beaktas att ett företags tillgångar ofta är undervärderade. Olika beräkningar av bolagsvärdet exkluderar ofta värdet på de kontrakt som är knutna till de anställda inom bolaget och bolagen värdesätter därmed inte det intellektuella kapitalet (Asher et al, 2005).



Då det finns olika intressen i ett bolag uppstår det ibland konflikter på grund av:

- Att det ställs krav från anställda som kan minska antalet nyinvesteringar.
- Att ett bolag istället för att höja de anställdas löner eller öka investeringarna väljer utdelning till aktieägarna.
- En rationalisering möjliggör högre vinster till ägarna, alternativt lägre priser till företagets kunder, men det innebär inte en minskad arbetstrygghet för de anställda.
- Krav som ställs från opinionsgrupper kan hota ett företags långsiktiga överlevnad, vilket påverkar de andra intressenternas intressen.

Det är därför viktigt att se till att alla intressenternas krav till största del uppfylls (Pfeffer & Salancik, 1978).

### **3.6.1 Kritik mot Intressentteorin**

Det har riktats en del kritik mot intressentteorin eftersom teorin antar att alla intressenter, trots olika särintressen, ändå har gemensamma intressen och att det vid konflikter finns ett intresse att kompromissa (Lundahl & Skärvard, 1982). Vidare antar intressentteorin att ledningen har i uppgift att upprätthålla balansen inom företaget, vilket i vissa avseenden kan bidra till en maktstruktur inom bolaget (Thomasson, 1982). Det har även riktats kritik mot att alla intressenter framställs som likvärdiga, vilket inte är fallet i exempelvis kunskapsintensiva tjänsteföretag där den viktigaste resursen är de anställda (Westerlund & Sjöstrand, 1975; Lundahl & Skärvard 1982). Därför är det ofta svårt att ta ställning till hur bolaget ska värdesätta varje intressents röst (Grandori, 2005).

### **3.7 Tre Klassiker**

Även om begreppet ”klassiker” kan diskuteras, har nedanstående teorier obesträtt lämnat ett stort avtryck i den ekonomiska forskningen. Även om de redogjorda teorierna nedan också i grundutförande är tillämpliga för denna studie görs ansatsen att koppla dessa till aktuella rön och forskningsresultat.

### 3.7.1 Agentteori

En grundläggande och allmänt vedertagen ekonomisk teori är att separationen mellan ägande och kontroll leder till informationsasymmetrier (Jensen & Meckling, 1976) och därmed kontraktskostnader (Fama & Jensen, 1983). Agentteorin ser därför bolaget som en mängd olika individuella kontrakt, vilka omförhandlas kontinuerligt med syfte att maximera den enskilda individens nytta (Alchian & Demsetz, 1972). Utifrån agentteorin kan två primära konflikter urskiljas, dels agentförhållandet mellan styrelse (principal) och ledning (agent), men även förhållandet mellan ägare (principal) och styrelse (agent). Anthony och Govindarajan (2007) framhåller främst två mekanismer för att kontrollera denna problematik; *monitoring* samt *incentive contracting*. Genom utformning av kontrollsystem uppnår principalen en övervakning (monitoring) av agenten, vilket inskränker dennes utrymme till självstyre. Med hjälp av utformning av belöningsystem (incentive contracting) skapas incitament för agenten att handla enligt principalens intresse.

Mot bakgrund av tidigare redogjorda egenskaper för Private Equity ”Hands On”-förvaltning, förefaller det som att avståndet mellan ägare och kontroll i princip torde vara minimerat då Private Equity-bolaget kontrollerar portföljbolaget styrelse. Också det faktum att ledningen i portföljbolagen ofta omfattas av ansevärd incitamentprogram anses kraftigt minska agentkostnaderna (Fama, 1980). Dessa reducerade agentkostnader anses av en del forskare att vara en stor bidragande faktor för en värdeskapande process vid en avnotering via Private Equity (Wright et al, 2001). Därmed inte sagt att området är i avsaknad av agentproblematik. Man måste fortfarande förutsätta att både agent och principal är nyttomaximerande och att informationen dem emellan har någon form av asymmetri. Problematiken är därför alltså i högsta grad relevant i en Private Equity/Buyout kontext (Opler & Titman, 1993). Vidare tenderar särskilt FoU-intensiva bolag att möta högre agentkostnader då investeringar inom dessa bolag ofta är synnerligen svårövervakade (Titman & Wessels, 1988).

### 3.7.2 Hypotesen kring fritt kassaflöde och kapitalstruktur

Som en vidareutveckling av agentteorin i *Theory of the Firm* presenterade Jensen 1986 ”*Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”, vilken behandlar problematiken kring då ledningen har tillgång till överskjutande kassaflöde. Definitionen av överskjutande kassaflöde skall här ses som de inkomstströmmar utöver det som är nödvändigt för att finansiera strategiskt förankrade projekt med positivt nuvärde (Jensen, 1986). Enkelt

beskrivet utgår teorin ifrån att en ökad skuldsättning minskar risken för oproduktiva/olönsamma investeringar då ledningen är tvingad att istället använda kassaflödet för amortering av skulder och betalning av ränta.

I teorin bör optimal skuldsättningsgrad nås då marginalkostnaden av en ökad skuldsättning är lika med marginalnyttan av den samma (Jensen, 1986). Utgår man ifrån denna teori drar man snabbt slutsatsen att Private Equity-bolagen upplever mycket stor ”nytta” av sin belåning. Genom att tillämpa en hög skuldsättningsgrad tillåts Private Equity-fonden, medelst endast en mycket liten andel eget kapital, förvalta och kontrollera sitt portföljbolag. Belåningen och bankers krav på betalning av de höga räntorna fungerar samtidigt som en kontrollmekanism gentemot företagsledningen (Jensen, 1986), något som förstärks då bristen på fritt kassaflöde i sig är disciplinerande. Jensen finner även att en hög skuldsättning kan fungera som en motiverande faktor då en högre risk för obestånd bör innebära att anställda av ren självbevaringsdrift ägnar mer energi åt arbetet. En intressant aspekt är också att återbetalning av skulder har en benägenhet att mottagas med större acceptans i organisationen än vad t.ex. utdelningar gör, vilket ju vore motsvarigheten vid ett obelånat förhållande.

I en studie av Andrade och Kaplan ifrån 1998 visas att högt skuldsatta Private Equity-portföljbolag i allmänhet upplever lägre distresskostnader än publika bolag med liknande risk och kapitalstruktur, främst tack vare hård disciplin gällande kassaflödes- och räntetäckningsmål. Studien framhåller dock att dessa distresskostnader tenderar att variera med omgivning, det vill säga, i vilken bransch bolaget befinner sig i och hur pass stöttande den bakomliggande fonden förväntas agera vid risk för finansiellt obestånd (Berg & Gottschalg, 2005).

### 3.7.3 Den ”optimala” kapitalstrukturen

Med ansatsen att frambringa förståelse för relationen mellan ett företags värde och dess skuldsättning publicerade Modigliani och Miller redan 1958 en teori med slutsatsen att skuldsättningsnivån är ovidkommande för ett företags värde då ägarna själva kan justera sin risk genom egen belåning. Teorin mötte hård kritik då den bland annat inte tog hänsyn till den skatteavdrag som medföljer skuldsättning. Detta avdrag brukar benämnas för skattesköld och uppkommer eftersom räntekostnader är avdragsgilla. Skatteskölden sänker kapitalkostnaden, *se samband nedan*, vilket i sin tur höjer företags värde då kapitalströmmar diskonteras.

(Ekvation 3.6.3)

$$WACC = W_E \times k_E + W_D \times [k_D \times (1 - t)]$$

Där:

$WACC$  = Företagets kapitalkostnad (*Weighted Average Cost of Capital*)

$W_E$  = Andel eget kapital                       $k_E$  = Avkastningskrav eget kapital

$W_D$  = Andel skulder                               $k_D$  = Räntekostnad

$t$  = Skattesats                                       $(1 - t)$  = Skattesköld

I sin omarbetade teori ifrån 1963 innefattar Modigliani och Miller även skatteeffekter, med det något absurda resultatet att maximalt värde för bolaget nås vid en extremt hög skuldsättning. Modellen ovan har alltså sin begränsning i att den inte tar hänsyn till att risken för finansiellt obestånd ökar med belåningen, vilket borde avspeglas i såväl högre räntor som höjt avkastningskrav för eget kapital.

I en OECD-rapport ifrån 2007 konstaterades att skatteeffekter mycket väl kan vara en drivande faktor till avnoteringar genom hög belåning, men det framhålls även att det inte är det enda rådande motivet (Kirkpatrick, 2007). Kritiker av Private Equity hävdar samtidigt att en stor del av det ”värde” som skapas via Private Equity härstammar från just skatteeffekter vunna genom hög belåning och inte ifrån ”sanna” internt genererade värdeskapande processer (Opler & Titman, 1993). Under föregående rubrik nämndes (i nationalekonomiska termer) att optimal kapitalstruktur nås då marginalnyttan är den samma som marginalkostnaden.

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Problemet är förstås att korrekt kvantifiera värdet av nyttan respektive kostnaderna då det inte är så enkelt som att endast väga räntekostnaderna mot den skattesköld belåning ger upphov till (se diskussionen i 3.6.2).

För att kort sammanfatta diskussionen kring optimal kapitalstruktur vill vi med Arnolds (2005) ord hävda att det är en "trade-off" där några av de viktigaste positiva implikationerna som nås genom ökad skuldsättning är; lägre skatteutbetalningar, reducerade agentkostnader samt höjd motivation i organisationen. Vilka ska ställas emot en ökad risk för finansiellt obestånd (*financial distress*) och därmed ett höjt avkastningskrav, ifrån både ägare och långivare, vilket medför en högre räntekostnad för portföljbolaget.

## 4. Presentation av fallföretag

---

*I detta kapitel presenteras uppsatsens fallföretag; Gambro och Perstorp. Informationen kring de båda bolagen utgörs av data från sekundära källor som till största del är hämtad från respektive bolags årsredovisningar, hemsidor samt via affärspress. Presentationerna av de båda portföljbolagen skiljer sig åt då Gambros historia till viss del präglas av ägarbyten medan Perstorp tidigare haft strategin att växa mot flertalet verksamhetsgrenar. Vidare utgör kapitlet en introduktion till empiri och analys.*

---

### 4.1 Gambro AB

”Vårt syfte är att vara den ledande innovatören och mest attraktiva samarbetspartnern för dialysvårdgivare världen över” (www.gambro.com). Gambro grundades 1964 när professor Nils Alwall uppfann den första konstgjorda njuren som han utvecklade i samarbete med Holger Crafoord. Njurdialys behandlar organsvikt utanför kroppen och är för många patienter det enda alternativet då det råder brist på organ. Bolaget utvecklades snabbt till att bli ett internationellt bolag (www.gambro.com). Gambro börsnoterades 1983 och efter en tid med sämre resultat köpte Volvos dotterbolag Sonesson röstmajoriteten i Gambro. Under de kommande åren växte bolaget markant och blev världsledande inom dialys. Under den här tiden utvecklades även ett antal nya produkter samtidigt som flertalet stora förvärv gjordes, där ibland amerikanska Cobe, som senare fick namnet Gambro BCT. 1996 blev Gambro ett helägt dotterbolag till Incentive och Investor blev genom det direkta ägandet i Incentive majoritetsägare i Gambro. Samtidigt sålde Crafoordstiftelsen sina kvarvarande 10 procent i Gambro. Därmed kan det konstateras att Gambro genomgått många betydande ägarförändringar genom åren (Affärsvärlden).

I ett försök att stärka sin position på den amerikanska marknaden beslutade Gambro att de även skulle driva klinikerna som bolaget sålt dialysprodukter till. Därmed skulle bolagets försäljning av utrustning öka då klinikerna skulle välja Gambro som leverantörer. Den nya strategin misslyckades dock, samtidigt som det uppstod problem med de amerikanska

myndigheterna. 2005 beslutade bolaget att avyttra de amerikanska klinikerna. Vidare beslutade Gambro att produktionen av dialysapparater skulle ske i Italien för att sedan exporteras till USA (Affärsvärlden).

År 2006 köptes Gambro av Indap AB och bolaget avnoterades från börsen. Indap AB är ett holdingbolag som ägs till 49 procent av Investor och till 51 procent av Private Equity-bolaget EQT (registrerat på Guernsey), där Investor är majoritetsägare. I samband med avnoteringen avsattes både bolagets styrelse och den verkställande direktören och bolaget gick därefter igenom en rad olika förändringar. Gambro Health Care, Gambro BCT och Gambro Renal Product blev fristående företag och bolagets största affärsområde Gambro Renal Product, som utvecklar Dialys, blev nya Gambro. Kort därefter avyttrades Gambro HealthCare och Gambro blev därmed det enda klinikoberoende företaget med ett komplett produktsortiment ([www.gambro.com](http://www.gambro.com)).

## **4.2 Perstorp AB**

”Perstorp är ett av Nordens största kemiföretag med ett starkt varumärke och världsledande positioner inom ett flertal attraktiva segment inom specialkemi” (Länsstyrelsen i Skåne län). Perstorpkoncernen grundades under 1880-talet av Wilhelm Wendt, då som Stensmöllas kemiska tekniska industri, som senare blev Skånska Ättikfabriken. Bolagets kom tidigt att tillverka ättiksyra, metanol och formalin, kemikalier som utgör grunden för tillverkning av plaster. Samtidigt växte Perstorp mot ett flertal andra verksamhetsgrenar och på 1950-talet satsade bolaget stora resurser på utvecklingen av polyoler samtidigt som Perstorpplattan lanserades (Länsstyrelsen i Skåne län). I samband med att bolaget börsintroducerades på 1970-talet ändrade bolaget namn till Perstorp AB. Perstorp expanderade internationellt samtidigt som bolaget växte både organiskt och genom strategiska tilläggsförvärv, då främst inom den kemiska industrin.

År 2001 köptes Perstorp AB av Private Equity bolaget Industri Kapital och blev en del av Sydsvenska Kemi AB. Bolaget avnoterades från börsen och kom därefter att genomgå stora

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

förändringar. Perstorp AB hade under en lång tid tillverkat produkter som kemikalier, plastprodukter, laminatgolv, när Industri Kapital beslutade att verksamheten enbart skulle fokusera på specialkemi. Då ett antal tillgångar låg utanför kärnverksamheten som laminat, golv och plasttillverkning, avyttrades dessa (Länsstyrelsen i Skåne län).

Idag är Perstorp AB marknadsledare på ett antal områden inom specialkemi, med fokus på tillsatsmedel för lamineringsindustrin. Bolagets största produkt, Polyoler, används som bindningsmedel i färg- och plastprodukter. Perstorp har under den här tiden även gjort ett flertal strategiska tilläggsförvärv, däribland Neste Oxo i Finland (2001) och Franklin Holding B.V (2004), ett företag verksamt inom fodertillsatsmedel. Vidare har koncernen för att kunna positionerar sig på den snabbväxande asiatiska marknaden ingått strategiska samriskavtal i bland annat Sydkorea och Japan (Årsredovisning 2000-2006). År 2005 beslutade Industri Kapital för att sälja Sydsvenska Kemi, moderbolag i Perstorp AB till den franska Private Equity-fonden PAI-partners. PAI-partners investerar främst i medelstora till stora bolag med en ledande position på marknaden som har sina huvudkontor i Europa. Deras investeringsportfölj består av bolag som verkar inom service och konsumtionsvaror sektorn ([www.paipartners.com](http://www.paipartners.com)).



## **5. Empiriska resultat och Analys**

---

*I detta kapitel presenteras samt analyseras uppsatsens empiriska material områdesvis. Kapitlet inleds med bolagens avnoteringsprocess. Efter de båda relativt omfattande huvudområdena, portföljbolagens Strategi och Corporate Governance-arbete, presenteras för respektive område övergripande hållpunkter kring uppmärksammande likheter och skillnader bolagen emellan. För läsaren kan de vara nyttigt att ha i åtanke att Perstorp avnoterades av Industri Kapital men nu förvaltas av PAI-partners.*

---

### **5.1 Avnoteringsprocessen**

#### ***Gambro***

Avnoteringsprocessen i Gambro var delvis planlagd av inhyrda externa konsulter, vilka screenade bolaget och marknaden från externt håll. Flera av dessa fortsatte även att arbeta i bolaget efter förvärvet. De intervjuade har uppfattningen att den mest märkbara förändringen initialt vid ägarskiftet var de organisatoriska omstruktureringarna, vilka resulterade i en ökad personalomsättning. Ny personal tillkom som såg bolaget utifrån ett nytt perspektiv, samtidigt som erfarna medarbetare lämnade och med dem även kompetens och kunskap om företaget. Respondenterna anser även att så omfattande förändringar tar väldigt lång tid, och att delar av verksamheten stannade av i samband med omstruktureringsprocessen.

#### ***Perstorp***

Perstorps nya ägare hade redan från start en plan innehållande vad som skulle göras och vid vilken tidpunkt. De intervjuade berättade att Perstorps avnoteringsprocess var en väldigt intensiv period på 90-180 dagar, där ett program för förbättringsarbete infördes med hjälp av externa konsulter som initialt anlätades för att granska och hitta nya möjligheter i bolaget. Några av dessa stannade kvar även efter förvärvsprocessen och tillträdde sedan andra tjänster inom organisationen. I början av ägarskiftet ägde flertalet styrelsemöten rum mellan de ordinarie mötena, på grund av att det intensiva 180-dagarsprogrammet och förbättringsarbetet behövde sättas igång och följas upp. Efter denna intensiva period bildade Perstorp ett eget

internt team, där både externa konsulter och internt anställda tillsammans fick i uppgift att arbeta vidare med förbättringsarbetet. En av de intervjuade noterade också att avnoteringen var en stor omställning för många som arbetade på Perstorp, då flera omstruktureringar ägde rum.

### *Analys*

Private Equity-fondens tidshorisont visar att en avnotering generellt sett föregås av en prospekteringsprocess, där målbolaget grundligt granskas och värderas. Vår empiriska studie visar tydligt att både Gambro och Perstorp hade en uttalad tidplan och anlidade externa konsulter för att utföra en due diligence, samt att båda bolagen anställt vissa av konsulterna efter avnoteringen. Därmed kan det konstateras att både Gambros och Perstorps nya ägare agerade i enlighet med Blundell-Wignalls (2007) beskrivning av det generella förfarandet i en prospekteringsprocess. Den följande investeringsprocessen (fas 1) innebar omstruktureringar för både Gambro och Perstorp. Mest märkbart för Gambro var att personalomsättningen ökade markant och att nyckelkompetens lämnade företaget. I Perstorp innebar avnoteringen ingen direkt nedskärning av personal, däremot inleddes ett från ägarna uttalat förbättringsarbete. Med detta följde en intensiv 180-dagarsperiod, vilket ytterligare bekräftar att det generella förfarandet följdes. Det är vår uppfattning att avnoteringsprocessen innebar ett mer dynamiskt samarbete mellan ägare och anställda i Perstorp än i Gambro, eftersom ägarna i Perstorp aktivt deltog för att initiera och följa upp förbättringsarbetet. Detta stärks ytterligare av det faktum att Perstorp sedan skapade team med både externa och interna konsulter som fortsatte att arbeta i den värdeskapande processen (fas 2). Slutligen kan vi konstatera att värdekedjan i avnoteringsprocessen via Private Equity hittills har följt SVCAs tidigare definierade fas ett och två i både Gambro och Perstorp.

## **5.2** *Portföljbolagets strategi*

### **5.2.1** **Koncentrationsgrad**

#### ***Gambro***

Det är de intervjuades uppfattning att den organisatoriska strukturen inte förändrades initialt i samband med avnoteringen, men att det redan från början stod klart att de nya ägarna ville separera Gambros affärsområden. På ett tidigt stadium kommunicerade ägarna ut i organisationen att Gambro skulle delas upp i tre affärsområdena som sedan skulle göras om till egna bolag. De organisatoriska omstruktureringarna innebar att varje affärsområde satte upp egna funktioner, vilket ledde till en fördelning och reducering av arbetet. Det största affärsområdet "Renal Products" blev det "nya Gambro" och efter avnoteringen sålde Gambro av de kvarvarande klinikerna. Däremot finns blodkomponentteknologin (BCT) fortfarande kvar inom organisationen, även då ägarna operationellt och lagligt försöker separera dem åt. En av de intervjuade antar att Indap strävar efter att skilja de två områdena åt för att därmed skapa större handlingsutrymme i respektive affärsområde. Vidare underlättas även en eventuell försäljning eller börsnotering. Det är också dennes uppfattning att de nya ägarna för tillfället fokuserar på kärnverksamheten, men antar att Gambro, om rätt tillfälle dyker upp, snabbt skulle kunna satsa och genomföra ett förvärv.

#### ***Perstorp***

Då Perstorp ägts av två olika Private Equity-fonder har deras strategier också skiljt sig åt. Efter avnoteringen genomgick Perstorp olika omstruktureringar, och parallellt med det initiala externa konsultarbetet hade Industri Kapital även en strategi om att fusionera tre andra stora kemibolag, en affär som dock aldrig genomfördes. Samtidigt skedde ytterligare en omstrukturering då kemiföretaget Neste Oxo, också ägt av Industri Kapital, fusionerades med Perstorp. Eftersom Perstorp redan tidigare inlett ett samarbete med Neste Oxo kring inköp av råvaror menar samtliga intervjuade att det var en bra transaktion för båda parter. Vid fusionen behölls bolagen som separerade enheter, däremot skapades en helt ny gemensam ledning och

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

huvudkontoret förlades till Perstorp. En av de intervjuade poängterar att alla dessa händelser utgjorde en mycket speciell och väldigt turbulent tid för Perstorp. Industri Kapitals strategi var att använda kassaflödet för att betala av skulder och inte göra några större investeringar. Vidare behöll Industri Kapital de delar som ansågs utgöra kärnverksamheten och avyttrade verksamheter med låg tillväxtpotential och låg marginal. En av de intervjuade påpekar dock att även om ägarna till viss del bantade kostnaderna, var detta också en följd av en allmän konjunktursvacka i omvärlden. Vidare menar samtliga att Industri Kapital hade annan fokus än de befintliga ägarna PAI-partners. De har istället haft en otrolig tillväxtstrategi och gjort kompletteringsförvärv, även på internationell nivå, där investeringar har maximerats för att skapa värde. Förvärven har handlat om investeringar kring 2-3 miljarder/år och på så sätt har omsättningen fördubblats.

### *Analys*

Både Gambro och Perstorp var vid avnoteringen och innan ägarskiftet väldiversifierade bolag, vilket stämmer överens med bland annat Zongs (2005) och Kirkpatrick's (2007) observationer kring potentiella målbolag för Private Equity-fonder. Vidare kan vi konstatera att de nya ägarna vid avnoteringen haft en klar agenda redan från början, där de båda valt att satsa mer på bolagens kärnverksamhet. Den nya strategiska inriktningen är därmed överensstämmande med Easterwood et al's (1993) studie inom området. I Gambro skedde initialt en klar omstrukturering där affärsområdena delades in i tre legalt skilda enheter, vilket har ökat specialiseringen inom de nämnda områdena. I Perstorp fortsatte de dåvarande ägarna, Industri Kapital, att renodla verksamheten och främst fokusera på specialkemi. De båda bolagen sålde också av de affärsområden som låg utanför ägarnas strategiska inriktning. Bland annat Berg & Gottschalg (2005) och Zong (2005) anser att avyttring av verksamhetsområden som ligger utanför den strategiska inriktningen, eller under en tid har underpresterat, är en bidragande faktor till lönsamhet. Det är därmed i linje med Industri Kapitals dåvarande strategi, att fästa större vikt vid kärnverksamheten och försöka bli marknadsledande inom området specialkemi. Det faktum att både Gambro och Perstorp är mer koncentrerade än tidigare styrker även den teoretiska uppfattningen att ägarna har en neutral riskpreferens.

Vidare kan det konstateras att tiden efter ägarskiftet var en turbulent period för Perstorp där de första ägarna, Industri Kapital, valde att strama åt organisationen och fokusera på kärnverksamheten. Perstorps nuvarande ägare, PAI-partners, har däremot varit tvungna att skifta fokus eftersom Perstorp redan var en slimmad verksamhet och ändrade den strategiska inriktningen till att satsa på hög tillväxt, för att därmed skapa ägarvärde. Vi kan konstatera att de båda ägarnas strategier är konsistenta med Zongs (2005) och Kirkpatrick's (2007) resonemang kring värdeskapande där den strategiska förändringen sker mot att antingen fokusera på kärnverksamheten eller att genom tillväxt och olika typer av förvärv skapa värde. Vidare har vi noterat att Industri Kapital haft samma strategi som Indap för närvarande har, det vill säga att fokusera på kärnverksamheten och avyttra de affärsområden som ligger utanför den strategiska inriktningen.

### 5.2.2 Riskexponering

#### *Gambro*

I och med avnoteringen upplevde Gambro en kraftigt ökad skuldsättning, vilket var en drastisk omställning gentemot tidigare. Efter avknoppningen av *healthcare* innehade Gambro en ovanligt stor kassa precis innan avnoteringen. En av de intervjuade anser att det tidigare funnits snabb och relativt fri tillgång till kapital i form av stor kassa och låg belåning. De intervjuade konstaterade att den omställning som skett i bolagets kapitalstruktur medfört stora förändringar för den operativa verksamheten. Redan i ett tidigt skede stramades kassaflödet till verksamhetens olika delar kraftigt åt. På så sätt åstadkom Indap en mer effektiv allokering av kapital inom organisationen. Däremot upplever en av de intervjuade den höga skuldsättningen som en frustrerande pålaga, då det ligger på Gambro att klara kassaflödet på egen hand. I rent planeringssyfte måste Gambro numera ha större framförhållning och det framkommer att; *”Det går inte längre att som tidigare bara ringa treasury och få dem över natten”*.

Det är den intervjuades bestämda uppfattning att snäva kassaflödesramar inte är en optimal situation för ett forskningsintensivt bolag som Gambro, då bolagets rörelse- och handlingsfrihet blir inskränkt. Förhållandet till banker känns därför nu som den största begränsningen för den operativa verksamheten. Å andra sidan menar den intervjuade att

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

rörelsefriheten i börsbolag inte heller alltid är särskilt stor, eftersom det är väldigt svårt att på börsen kunna förklara en kortsiktig nedgång med att det blir bättre om tre år. Det finns således alltid begränsningar och frågan är vilken begränsning som är bäst. En fördel med bankerna är att så länge bolaget uppfyller räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad så har de inte lika stort intresse i vad bolaget gör. I intervjun framkommer det att Gambro ofta använder räntan på topplånen som avkastningskrav, vilket medfört att avkastningskravet för investeringar ungefär är dubbelt så högt nu jämfört med tidigare. Dock vill de intervjuade inte kommentera kapitalkostnad och -struktur i övrigt.

Det framhålls dock att det finns en flexibilitet kring avkastningskravet, strategiskt viktiga investeringar tillåts därmed ha ett lägre. Har man en större investering som anses vara säker och strategiskt betydelsefull uppfattas det som lättare att få medel till detta nu när Gambro är Private Equity-ägt. Vid en god investering, det vill säga när den får stöd av Indap, anser ekonomichefen att möjligheten finns till att använda skuldsättningsgraden för att skaffa kapital. Vidare menar han att det sällan är så att det är lättare att anskaffa kapital på börsen, en nyemission är dyr och segdragen och därför ingen praktisk bra väg att skaffa kapital. Därmed är det hans uppfattning att det inte är självklart att kapitalanskaffning är ett motiv för att vara börsnoterad.

### *Perstorp*

Perstorps finansiella strategi är i grunden omgjord sedan avnoteringen från börsen. Bolaget har gått från att vara ett solitt bolag med en stor kassa, till att genom en avancerad kapitalstruktur ha en mycket hög skuldsättning. Finanschefen berättar att kapitalstrukturen består av flera lånetyper och att basen utgörs av seniora lån med relativt låg ränta, men med omfattande restriktioner kopplade till sig. Perstorp har även lån med betydligt lägre grad av säkerhetskrav och restriktioner, dessa bär givetvis högre ränta men ter sig ändå som billiga jämfört med ägarnas avkastningskrav på eget kapital om ca 25–30 %. Vidare upplever samtliga intervjuade att Private Equity-ägare ofta svältföder bolagen lite i början, det vill säga att kassaflödet stramas åt. Följden blir att portföljbolaget tvingas ”bruka allvar” och på ett mer effektivt sätt förhålla sig till kapitalbehoven, vilket även påverkar företagets prioritering av betalning till banker och leverantörer.

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

En av de intervjuade menar att börsbolag själv måste sköta sin finansiella trygghet och inte kan anskaffa kapital från börsen hur som helst. Därför måste ett noterat bolag ha beredskap för olika typer av finansiella händelser såsom att göra förvärv, möta en lågkonjunktur och sköta utdelningar. Den beredskapen upprätthålls genom att bolaget håller en större kassa och lägre skuldsättning. I och med Private Equity-ägarnas strategi med mindre kassa och högre belåning finns inte längre utrymme till att bevara denna buffert och det blir mer fokus på räntetäckningsgrad och kassaflödesmål. De intervjuade är dock övertygade om att huvudägaren, PAI-parters, kan tillföra resurser om/när det behövs, men säger sig ändå uppleva att distresskostnader är påtagliga.

Finanschefen i Perstorp anser att bolaget har närmre till kapitalförsörjning när det är Private Equity-ägt, eftersom förslag i ett noterat bolag ofta ska genom flera instanser innan beslut kan fattas. Han menar vidare att Perstorp kan agera snabbare som avnoterat bolag och att kapitalförsörjningen går mycket lättare än på börsen. För tillfället är bankerna väldigt nöjda, då Perstorp förra året var PAI-partners absolut bästa portföljbolag. En av de intervjuade poängterar att bankerna inte blandar sig, men Perstorp får inte heller lov att utmana låneläget. Det är även viktigt att ha i åtanke att Perstorp har haft en gynnsam konjunktur och utveckling under en lång period. Bolaget har därför ännu inte fått erfara hur ägare och banker reagerar när det är kärvare tider.

### *Analys*

Gemensamt för bolagen före avnotering är upprätthållandet av en stor kassa samt tillämpning av en relativt låg skuldsättningsgrad, vilket är två av de viktigaste kriterierna för Private Equity-målbolag enligt förekommande observationer (Kirkpatrick, 2007; Opler & Titman, 1993; m.fl.). I och med övergången till Private Equity-äggande upplevde båda bolagen en kraftigt ökad skuldsättning vilket är i linje med befintlig forskning kring Private Equity-fondernas värdeskapande strategi. Upplåningen medför en ökad finansiell risk, vilket leder till en större total riskexponering för bolaget.

Vi kan fastslå att Blundell-Wignalls (2007) redogörelse över Private Equity-fondernas struktur är gångbar för de undersökta bolagen. Perstorp har nu en avancerad kapitalstruktur

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

med lån i flera lager där även *mezzanine debt* ingår. Vi fick uppfattningen att också Gambro numera tillämpar en avancerad kapitalstruktur även om detta inte bekräftades vid intervjutillfällena. De seniora lån som utgör grunden i kapitalstrukturen har betydande restriktioner kopplade till sig vilket de intervjuade, särskilt Gambro, uppfattar som en inskränkning av handlingsfriheten i den operativa verksamheten. Båda bolagen anser att disciplinen kring att klara uppställda kassaflödesmål och räntetäckningsgrad ökat efter avnoteringen, vilket är i linje med aktuella rön kring Private Equity (se Blundell-Wignall, 2007; Kirkpatrick, 2007; m.fl.). Utifrån ett intressentteoretiskt perspektiv kan vi konstatera att bankerna i och med den ökade skuldsättningen nu utgör en betydligt starkare intressegrupp, vilket är mest märkbart i Gambro. Bolaget hamnar därmed i en starkare beroendeställning mot bankerna. Det är även vår uppfattning att räntebetalningar och amorteringar prioriteras högre än tidigare, på bekostnad av andra intressenter såsom till exempel leverantörer. Det empiriska materialet kan inte sägas bekräfta Cumming et al (2007) bild över att portföljbolagens upplåning generellt bär en låg grad av restriktioner.

Vidare är vår uppfattning att verksamheten i de båda bolagen anpassas efter riskexponeringen och skuldsättningen, vilken kan skifta över tid. Private Equity-fonderna kan därför sägas aktivt söka efter en optimal kapitalstruktur där de genom kraftig utväxling vill uppnå mesta möjliga avkastning på eget kapital. I intervjuerna framkommer inte huruvida skattehänsyn varit en bidragande orsak till avnoteringen, vilket en del kritiker av Private Equity hävdar (se diskussionen i 3.6.3). Vi förmodar ändå att skatteeffekter inte har en obetydlig inverkan på beslutet att avnotera ett bolag via Private Equity. Detta resonemang stöds av att EQT (delägt av Investor), som tillsammans med Investor äger Indap, är registrerat på skatteparadiset Guernsey.

Vi kan konstatera att Privat Equity-fondernas finansiella strategi medför en betydligt högre räntekostnad för både Gambro och Perstorp jämfört med tidigare, vilket inverkar på bolagens investeringsnivåer. Reducerade möjligheter till investeringar ökar ägarnas kontroll över ledningen och minskar utrymmet för att genomföra dåliga investeringar, vilket är konsistent med Jensens (1986) hypotes kring fritt kassaflöde.



På portföljbolagsnivå innebär den ökade skuldsättningen, och de åtaganden som medföljer, att bolagen tvingas reducera den totala riskexponeringen genom kortare återbetalningstid samt högre avkastningskrav för operationella investeringar. Samtidigt krävs större framförhållning i planeringen av dessa då tillgången på kapital, via fritt kassaflöde och befintlig kassa, är begränsad och tar längre tid. Det empiriska materialet påvisar dock att vid större, strategiska, investeringar kan det vara en fördel att vara Private Equity-ägt, då beslutsgången från ägarna då är betydligt snabbare. Bolaget har även möjligheten att använda den höga skuldsättningsgraden för anskaffning av kapital; Är målsättningen att ha 70 % skuldsättningsgrad och Private Equity-fonden tillför 30 miljoner kronor betyder detta att bolaget kan låna upp ytterligare 70 miljoner kronor och ändå hålla skuldsättningsgraden intakt.

Åtstramningen av kassaflöden ledde enligt de intervjuade i båda bolagen till en mer effektiv allokering av kapital inom organisationen. Jämfört med Gambro verkar de intervjuade på Perstorp vara mindre negativa till denna åtstramning, vilket kan bero på att de upplever PAI-partners som mer stöttande än vad Gambro upplever Indap. Med förtroendet för att ägarna vid en krissituation kan gå in med kapital, mildras de distresskostnader organisationen utsätts för.

### **5.2.3 Ledningens engagemang**

#### ***Gambro***

De intervjuade tillstår att det finns incitamentprogram i Gambro, detta för att motivera och behålla anställda inom organisationen. Vid intervjuerna ter sig frågan dock som känslig, men de berättar att incitamentprogrammen efter avnoteringen tagit lite andra former jämfört med tidigare. Dock vill de intervjuade inte specificera annat än att ledningen i bolaget nu har fått möjlighet att köpa in sig i Private Equity-fonden. En av de intervjuade uttrycker att: *”Det som är kul med att ha en exit är just att vi har incitament för att jobba för samma mål”*.

### *Perstorp*

Det fanns betydande incitamentprogram redan under Industri Kapitals regim. I samband med övertagandet uttalade även PAI-partners krav på att ledning och nyckelpersoner skulle ta del i ett nytt incitamentprogram. Programmet omfattar ca 150 medarbetare i Perstorp, men grad av delaktighet i programmet skiljer sig avsevärt mellan olika befattningar. Ekonomichefen på Perstorp kopplar incitamentprogrammen till det faktum att Private Equity-bolag gärna vill hitta en likartad agenda mellan ledning och ägare. Detta innebär att Private Equity-bolaget i princip alltid önskar att ledning köper in sig i det avnoterade bolaget och han framhåller att ledningen på detta vis delar ägarnas målbild och intresse för att skapa aktieägarvärde. Med ägarnas, och därmed även sitt eget, intresse främst kan ledningen utveckla bolaget mot en kommande exit. Finanschefen uttrycker; *”Det som är bra för ägarna är bra för management-investors, så att säga”*.

Intervjuade på styrelsenivå menar båda att incitamentprogram ökar engagemanget och fungerar som en sporre för bra prestationer i bolaget. En tredje intervjuad ser incitamentprogrammen som ett mål för att gå framåt, men tror personligen att effekten är överdriven. Denne delar dock uppfattningen att Private Equity-bolaget ser incitament som en vital del av strukturen och tror att det vid en kommande försäljningsprocess fungerar som en starkt motiverande faktor framförallt för högsta ledningen, vilka har en betydligt större del i programmet.

### *Analys*

I teorikapitlet nämndes övervakning och belöningssystem som två betydande mekanismer för att reducera och kontrollera agentkostnader (Anthony & Govindarajan, 2007). Då Private Equity-bolaget, i båda fallen, genom sin aktiva närvaro i portföljbolaget per automatik uppnår god övervakning, samt en betydande reducering av informationsasymmetrier, kan större vikt läggas vid belöningssystem. Även om de båda bolagen tidigare också begagnat sig av incitamentprogram har dessa nu utökats och tagit nya former (bl.a. då de inte längre kan kopplas till aktiekursen), vilket Zong (2005) menar är regeln vid Private Equity.

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Många anställda, även på lägre nivåer, omfattas i de båda bolagen numera av incitamentprogram. Detta kan fungera som en sporre i organisationen, men det ger samtidigt legitimitet till ledningens betydligt större andel i programmet. Det är också just i ledningsgrupperna man finner delägande i bolaget. Genom delägarskap får ledningen ett starkt incitament att, i deras eget och i Private Equity-fondens intresse, arbeta mot att maximera bolagsvärdet vid tidpunkt för exit. Vi kan vidare konstatera att belöningsystemen, i enlighet med förekommande teorier kring agentproblematik, incitament och Private Equity, i stor utsträckning är kopplade till specifika mål såsom ett visst fritt kassaflöde eller räntetäckningsgrad för en specifik period. Ovanstående är i linje med Otley's (1999) resonemang kring tydliga mål som en central del för att skapa en framgångsrik organisation och därmed värde för ägaren.

Vi anser, efter teoretiska och empiriska studier, det fastställt att Private Equity-bolagen ser incitamentprogram som en del i sin värdeskapande strategi, som i enlighet med Shareholder Value-perspektivet verkar för att maximera aktieägarvärdet. Vi kan likväl inte svara på om incitamentprogrammen verkligen är en värdeskapande faktor då mätbarheten är väldigt begränsad. McSweeney (2007) menar att en del forskare motsäger kopplingen mellan incitamentprogram och ett bolags värdeskapande, vilket talar mot ovanstående resonemang. Det kan dock konstateras att personer med ledande befattningar i båda bolagen starkt framhåller betydelsen av dessa program och vikten av att ha gemensamma mål (*läs: högt värde vid exit*) att arbeta mot. De båda citaten presenterade i empirin kan, om än välvilligt, tolkas till bevis för att organisationens agentkostnader reducerats avsevärt.

### 5.2.4 Planeringshorisont

#### *Gambro*

I frågan kring Gambros planeringshorisont anser en av de intervjuade att investeringsbeslut inom bolaget förvisso påverkas av en exit, men att denne från början antog att det skulle bli mer kortsiktig fokus vid ägarskiftet. Istället har det visat sig vara det motsatta, då de nya ägarna verkar strävar efter att ”*göra det bästa möjliga för bolaget*”. Vidare anser de intervjuade att begreppet tidsperspektiv kan diskuteras och att det är fel att påstå att en exit leder till kortsiktighet, då börsbolag tänker i kvartal och Private Equity-ägda bolag tänker i en tidsrymd om 3-5 år. För att Gambro ska vara ett attraktivt inför exit måste ägarna ha en långsiktig strategi, annars maximeras inte bolagsvärdet. Därför kan ett Private Equity-bolag med en planerad exit inte tänka kortsiktigt, men kan däremot sätta upp delmål som är mer kortsiktiga. Vidare poängteras att en exit bygger på att bolaget ska vara värt något framöver. Därför kan det antas att Gambro slopar investeringar och reducerar nivåerna i FoU, för att därmed förbättra kassaflödet. Han poängterar att så inte är fallet och hävdar att vikten av FoU istället har framhävts efter avnoteringen. Gambro har bland annat förstärkt utvecklingsavdelningen i Lund, vilket är positivt och långsiktigt. Dock är det svårt att reda ut om investeringen enbart berott på ägarskiftet eller om den skulle ha genomförts ändå. Den intervjuade är därför kluven i frågan men har ändå uppfattning att ägarskiftet har medfört en tydligare satsning på FoU, då en välfylld pipeline ökar värdet på bolaget.

#### *Perstorp*

Vad gäller Perstorps planeringshorisont berättar de intervjuade att nivån för investeringar hänger ihop med Private Equity-ägarnas syn på strategi. Private Equity-bolag är inte så kortsiktiga som det ibland sägs, även om samtliga respondenter menar att det säkerligen finns undantag. Affärsområdeschefen är av uppfattningen att åsikter gällande Private Equity överlag är överdrivet negativa, även bland dem som borde vara insatta inom området. Vidare, i frågan kring kortsiktighet, svarar affärsområdeschefen: ”*Ska man säga att det är kortsiktigt att omstrukturera en osund verksamhet? Bolaget kanske inte hade överlevt annars, och många gånger gör Private Equity-ägarna någonting som verkligen behövs*”. Trots att 3-5 år kan tyckas vara en kortsiktig handlingsplan så är det långsiktigt jämfört med börsklimatet. Då

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Private Equity-fonden analyserar utifrån ett annat perspektiv, investerar de ofta i bolag som är i behov av förändring och där nya affärsmöjligheter finns. Finanschefen anser att Perstorp har en ganska hög investeringsnivå utöver de förvärv som görs varje år. Bolaget har sedan 2002 inte fått avslag från styrelsen på något av de framlagda förslagen för större investeringar. Vidare poängterar samtliga att de får besluta om investeringar så länge det är motiverat både i produktsammanhang, men även i ett finansiellt perspektiv. Däremot uppfattar en av de intervjuade att det kanske inte är ägarna som sätter nivån för investeringar utan att det istället är kreditgivarna. Affärsområdeschefen förmodar att Perstorp inte kommer att vara ägda av PAI-partners i ytterligare tre år, men uppfattar ändå att större, givna investeringar kommer att göras även i framtiden.

Vidare är det respondenternas uppfattning att PAI-partners inte aktivt är engagerade i FoU, men att det heller aldrig har diskuterats om någon nedskärning. En av de intervjuade menar att ägarna inte är kortsiktiga nog att ta bort FoU, utan ser det som en långsiktig investering för att skapa värde i bolaget. De intervjuade anser även att om Perstorp ska börsnoteras i framtiden är det bra att ha en "anständig" FoU, annars kan bolaget få en dämpad värdering.

Respondenterna berättar att Perstorp för närvarande är i en situation där de precis tagit beslut gällande en organisk investering och en anläggning i Stenungssund på ungefär två miljarder kronor ska byggas. Perstorp har aldrig tidigare gjort en sådan stor organisk investering. Då anläggningen ska vara klar om 2,5 år menar de intervjuade att detta utmanar läget, eftersom den nästan ligger bortom PAI-partners tidshorisont. Respondenterna uppfattar att det är första gången som de sett ägarna våndas rejält, detta av flera skäl såsom teknisk och tidsmässig risk. Investeringen är ett problem eftersom ägarna är tvungna att investera med risk för att de vid en exit inte kan tillgodogöra sig investeringen förrän fabriken är igång och lönsam. Detta resulterar därför i att PAI-partners blir mer inlåsta under denna tid och att flexibiliteten minskar. Finanschefen konstaterar därmed att även om ägarna säger att de är långsiktiga, drar de sig ändå för att binda sig fullt ut.

### *Analys*

Vår uppfattning av Private Equity-ägande är att deras strategi inte är så kortsiktig som kritiker vill göra gällande. Private Equity-fonder investerar ofta i bolag med stort behov av strukturella förändringar där värde skapas genom att tillföra nya affärsmöjligheter. Därför anser vi det inte som kortsiktigt att omstrukturera en verksamhet som annars hade haft svårt att klara sig. Vidare överensstämmer det empiriska materialet med antaganden om att börsklimatet i hög grad påverkar noterade bolag. Utifrån Shareholder Value-perspektivet uppkommer kortsiktighet i börsbolag då fokus läggs på att ständigt öka avkastningen och maximera aktieägarvärdet. Därför anser både Gambro och Perstorp att det är felaktigt att påstå att en exit leder till kortsiktighet eftersom börsbolag i regel tänker kvartalsvis medan Private Equity-ägda bolag tänker i ett tidsperspektiv om 3-5 år.

Laverty (2006) har observerat att kortsiktighet bland annat uppkommer då bolag lägger stor vikt vid snabb och säker avkastning vilket resulterar i opportunism. Ytterligare en bidragande faktor anses vara asymmetrisk information då ägarna inte har samma insyn i bolaget som de anställda. Då Private Equity-ägarna har en mycket stor insyn i portföljbolaget reducerats den asymmetriska informationen. Samtidigt fokuserar de på en långsiktig och inte alltid säker avkastning. I enlighet med Laverty (2006) kan vi därmed konstatera att det empiriska materialet ger stöd för att Private Equity-fonden inte överför en kortsiktig strategi till portföljbolagen.

Enligt Jonnergård, Kärreman och Svensson (1996) kan långsiktighet mätas utifrån ett företags investeringar i FoU, samt investeringar i övriga icke-finansiella tillgångar. Vidare menar Dockery et al (2000) att börsbolag ofta undviker långsiktiga och kapitalintensiva investeringar inom FoU eftersom dessa ofta anses öka risken inom företaget. Cumming et al (2007) sammanställning över FoU-investeringar före och efter avnotering ger som tidigare nämnts en tvetydig bild över området. Samtidigt menar Reich (1989) att portföljbolagsledningens fokus på kortsiktiga mål ofta resulterar i en reduktion av nödvändiga investeringar även om dessa anses nödvändiga för att uppnå långsiktiga resultat. Vårt empiriska material visar snarare motsatsen då vi observerat att det inte finns något tecken på minskade investeringar varken i Gambro eller i Perstorp. Vår observation stärker därför antagandet om ökad långsiktighet vid

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

avnotering. Vi anser att båda Private Equity-ägarna innehar en långsiktig strategi i relation till börsbolag, eftersom värdet av bolaget annars inte skulle bli högsta möjliga vid en framtida exit. I Gambro har det bland annat beslutats om att investera ytterligare i bolagets FoU-avdelning. Det kan dock hävdas att FoU-investeringarna är svåra att härleda till ägarstrategin, då dessa likväl kan bero på den utvecklingscykel bolaget befinner sig i. Vi har även fått uppfattningen att PAI-partners innehar en långsiktig planeringshorisont, men att detta till stor del beror på att strategin skiljer sig från Industri Kapitals tidigare snäva strategiska fokus. Vidare kan vi konstatera att PAI-partners verkar ge Perstorp en större operativ handlingsfrihet än vad Indap tillåter Gambro.

I det empiriska materialet avslöjades att Perstorps ägare våndas rejält inför den planerade Stenungsundsinvesteringen. Vi kan därför konstatera att den positiva uppfattningen gällande investeringar kan antas vara motsägelsefull och motsäger resonemanget kring långsiktighet. Därmed kan vi ifrågasätta hur långsiktiga ägarna egentligen är och vi menar att exit påverkar investeringar mer än vad bolaget vill tillstå.

### 5.2.5 Viktiga hållpunkter för portföljbolagens strategi

#### Koncentrationsgrad

Gemensamt:	Representativa målbolag, tidigare väldiversifierade. Nya ägarna kommit in med en tydlig agenda från start.
Specifikt: Gambro;	Stärkt koncentrationsgrad, fokus mot kärnverksamheten. Uppdelning i affärsområden underlättar framtida exit.
Perstorp;	Industri Kapital skalade av mot kärnverksamheten, PAI-partners tillämpar en tillväxtstrategi genom förvärv.

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

### **Riskexponering**

- Gemensamt: Ökad skuldsättningsgrad och riskexponering. Högre kapitalkostnad, kortare återbetalningstider. Mer effektiv allokering av kapital inom organisationen. Ökar motivationen i organisationen.
- Specifikt: Gambro; Påtaglig kassaflödesbrist kräver större framförhållning. Relationen till banker en begränsning.
- Perstorp; Mindre distresskostnader pga. stort förtroende för ägaren. Tycker sig ha närmare till kapitalförsörjning gentemot tidigare.

### **Ledningsengagemang**

- Gemensamt: Betydande incitamentprogram kopplade till specifika mål. Programmets omfattning ger legitimitet till högsta ledningens delägarskap. Reducerade agentkostnader. Skapar engagemang och ett övergripande gemensamt mål, exit.
- Specifikt: Gambro; Känslig fråga.
- Perstorp; Effekten anses överdriven på mellancheftsnivå.

### **Planeringshorisont**

- Gemensamt; Mer långsiktig fokusering jämfört med börsklimatet. Nivåer i FoU behålls eller till och med förstärks efter avnotering.
- Specifikt: Gambro; Tydligare satsning på FoU samt förstärkt utvecklingsavdelning i Lund, indikerar på långsiktighet. Framhåller betydelsen av en välfylld pipeline ur värderingssynpunkt.
- Perstorp; Exit påverkar mer än vad bolaget vill tillstå. PAI-partners ger dock stor operativ handlingsfrihet.



### 5.3 *Exitvärdering*

Vid intervjuerna med Gambro vill respondenterna inte ange på vilka grunder bolaget värderas. Det betonas dock att ägarskiftet inte inneburit sänkta investerings- och kostnadsnivåer i utvecklingsarbete, vilket båda ser som en betydande del av ett framtida bolagsvärde. Perstorp talar dock öppet om att man numera har att förhålla sig till en värderingsmodell baserad på EBITDA och multipel. Modellens enkelhet framhålls som den största fördelen. Multipeln bygger till stor del på hur bolaget klassificeras. Perstorp är i dagsläget rankat som "semi-special", men PAI-partners har som mål att få bolaget klassificerat som specialkemi vilket skulle innebära en något högre multipel än i dagsläget. Det är dock de intervjuades uppfattning att PAI-partners främst vill skapa värde genom en ökad EBITDA.

#### *Analys*

Efter att ha analyserat våra utvalda punkter av de båda bolagens strategi är det vår uppfattning att det föreligger flera likheter mellan Indaps och PAI-partners ägarstrategi för värdeskapande i respektive portföljbolag (*se rubriker ovan*). En märkbar skillnad dem emellan är dock vilket angreppssätt som tillämpas inför en framtida bolagsvärdering vid exit, vilket också får konsekvenser på bolagsnivå. Vid en Private Equity-transaktion vilar portföljbolagsvärdet i regel på två huvudsakliga multiplikatorer (*se ekv. 3.2.4*); EBITDA-multipel samt EBITDA. Tillämpningen av denna modell bekräftas vid intervjuerna med Perstorp.

Även om respondenterna från Gambro inte vill precisera vilken modell som ligger till grund för värdering vid exit framhåller de under intervjuerna vid upprepade tillfällen att Indap är mycket måna om att hålla bolagets pipeline välfylld. Vidare påvisar det empiriska materialet att Gambros uppdelning i affärsområden inneburit en klar specialisering. Tillsammans med sänkta investeringsnivåer utgör detta skäl till att förmoda att Indap, genom ökad specialisering och koncentrationsgrad, riktar in sig på att förbättra multipeln snarare än EBITDA, vilket för Gambros del kan innebära såväl framtida avyttringar som neddragningar.

Vid intervjuer med representanter för Perstorp accentueras att bolaget än så länge inte fått något avslag ifrån ägarna angående planerade, större, investeringar. De intervjuade berättar

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

utan omsvep att PAI-partners vill förbättra EBITDA genom att via förvärv (exempelvis investeringen i Stenungsund) öka omsättningen samt genom fortlöpande effektivisering förbättra dess marginal. En ökad tillväxt kan även ha en positiv effekt på värderingsmultipeln. Även då denna strategi bereder väg för ytterligare expansion begränsas samtidigt möjligheten till framtida förvärv eftersom det sammanslagna bolagets marginal påverkas negativt vid förvärv av mindre effektiva bolag. Ägarna kan vid en exit inte heller realisera de investeringar som ännu är olönsamma, vilket förr eller senare bör innebära en kraftig neddragning i investeringar då tidpunkten för exit kommer allt närmare.

Som en bisats kan nämnas att en av de intervjuade ansåg att en viktig egenskap för Private Equity är att fonden inte ”tar ut” några medel före exit, vilket är en felaktig bild då amorteringar i detta fall kan likställas med utdelningar eftersom en reducerad nettoskuld vid exit innebär ett högre värde av eget kapital. Möjligen är vederbörande inte insatt i ekonomiska ärenden, men intressant är att detta överensstämmer med Jensens (1986) syn på att amorteringar möts med större acceptans än utdelningar.

### 5.3.1 Respondenternas tankar kring exit

#### *Gambro*

Vid frågan kring hur respondenterna känner inför en kommande exit ges olika svar. En av de intervjuade anser sig som person vara nyfiken och säger sig därför fundera mer på vad som kan komma att hända efter exit. Den andre respondenten har ett mer praktiskt förhållningssätt och funderar kring alternativa lösningar för framtiden. Han menar att det kan vara problematiskt för Gambro att gå ihop med ett annat bolag, eftersom branschstrukturen för tillfället är svår och att konkurrenslagstiftningen därför kan stoppa ett stort samgående. Därmed är det hans uppfattning att en exit antagligen innebär en återintroduktion på börsen, vilket han egentligen tycker är lite synd då bolaget mår bra av att vara utanför börsen.

### ***Perstorp***

I frågan kring hur de intervjuade känner inför en exit svarar de med blandade känslor. Finanschefen anser att en framtida börsnotering är positiv ur företagets synvinkel, då bolaget kan ha lättare att föra sitt varumärke, vilket i sin tur kan attrahera studenter och underlätta rekryteringsprocessen. Respondenten menar; *”Ännu ett ägarbyte till annat Private Equity-bolag vore ingen större vits för Perstorp”*. En alternativ lösning är att en annan industriell ägare köper Perstorp och för honom personligen kan detta vara ett problem, då ledningens funktioner förmodligen till viss del försvinner. Däremot kan det vara intressant för övriga anställda. Finanschefen är av uppfattningen att det ligger i sakens natur att Perstorp ska nå en exit inom 4-6 år och att ägarna inte skulle vara nöjda annars. Vidare menar en av de intervjuade att ingen ägare kommer att köpa Perstorp utan att vilja tjäna pengar, vilket tryggar verksamheten. Det avslöjades även att det spekuleras kraftigt på golvet i företaget om vilka nästa köpare är och var bolaget kommer att hamna.

### **Analys**

Det empiriska materialet visar tydligt att det finns skilda funderingar kring bolagens framtida exit. Det är märkbart att samtliga respondenter har exit i åtanke och det faktum att förhållandena ska ändras relativt snart verkar kasta en skugga över organisationen. Det är dock vårt intryck att samtliga intervjuade anser att det är en utmaning och sporre att veta att en exit kommer, och ingenting som de oroar sig över. Vidare kan vi kritiskt reflektera kring att ovanstående uttalanden representerar personer med ledande befattningar, och att personal i till exempel produktionen möjligen har en annan åsikt. Vi upplever att samtliga respondenter ser positivt på en exit och inte verkar vara rädda för att anta nya utmaningar till följd av ytterligare ett ägarskifte. Denna inställning kan dock även bero på att källorna ser ljus på, och inte vill kritisera, sin framtid, något som är ett både politiskt och mänskligt handlande.

## **5.4 Corporate Governance-arbete**

### ***Gambro***

En av de intervjuade berättar att Gambros Corporate Governance-arbete har utvecklats de senare åren, men anser att trenden kring förbättrat Corporate Governance-arbete redan fanns när ägarskiftet ägde rum. Kunderna, speciellt på den amerikanska marknaden, ställde då höga krav och även om de nya ägarna inte direkt påverkat Corporate Governance-arbetet, förväntar de sig att Gambro har kontroll över verksamheten. För att vara förberett inför en eventuell framtid på börsen skulle Gambro även i fortsättningen behålla sin ”börsfärdighet”. Vidare poängteras det att hela Investor Relationsavdelningen, med all extern kommunikation, nästan avstannade helt över en natt i samband med avnoteringen.

En av de intervjuade har haft som arbetsuppgift att skapa en ny, enhetlig process för hur Gambros Corporate Governance-arbete ska hanteras. Innan ägarskiftet hade Gambro tre affärsområden med individuella Governance-processer, vilka reviderades i samband med avnoteringen och omarbetades till ett enhetligt ramverk gällande hela koncernen. Bolagets nuvarande ”*Governance Booklet*” utformades därmed och Gambro identifierar och hanterar nu riskerna utifrån en gemensam modell. Det nya regelverket ger Gambro möjlighet att arbeta proaktivt, vilket den intervjuade anser vara viktigt i ett multinationellt företag där flera länder arbetar på olika sätt. Vidare anser han det vara positivt att regelverket är anpassat för just Gambro, och det poängteras att det är bolaget själv som skapat ramverket utan hjälp från externa konsulter. Det svåraste i utvecklingsprocessen var att hitta balansgången mellan styrning och frihet, då Gambro strävar efter bra kontroll, samtidigt som det inte vill kväva entreprenörskap genom byråkratiska processer. Medarbetarna i alla led skriver numera under på att de ska utföra arbetet enligt Gambros ramverk, vilket skapar delaktighet och ansvarsskyldighet. Koncernens gemensamma Governance Policies finns numera på Gambros intranät, så att alla medarbetare lätt har tillgång till informationen. Gambro har även kvar internrevisionen och har arbetstagarrepresentanter i styrelsen.

### ***Perstorp***

Med hänsyn till Corporate Governance-arbete styrs Perstorp som vilket annat börsbolag och de intervjuade anser att bolagsstyrningsrapporten är viktig, då den skapar förtroende. Det framkommer att Perstorp arbetar aktivt med Corporate Governance, och en av respondenterna svarar; *"Vi går igenom det på varje styrelsemöte"*. Vidare poängteras det att Corporate Governance och intern kontroll inte var så stort vid avnoteringen år 2001, utan framförallt har utvecklats under åren 2003-2005. I och med företagsskandalerna i USA ökade medvetenheten kring ämnet, vilket även påverkat Perstorp. Bolaget följer Sarbanes-Oxley Act och Svensk Kod för Bolagsstyrning till viss del, dock inte fullt ut, och genomför till exempel varje år vissa processer för att granska den interna kontrollen, men har däremot inga internrevisorer. Det är finanschefens uppfattning att Perstorp inte *"excellerar"* inom området, men eftersom bolaget inte heller är så stort anser respondenten det vara acceptabelt och svarar *"Vi är ungefär som ett företag som är noterat men som inte är jättestort"*.

### **Analys**

Det kan konstateras att både Gambros och Perstorps nya ägare har som krav att bolagen ska styras som börsbolag och behålla sin så kallade börsfärdighet. Detta motsägs dock av att Gambro direkt stängde sin Investor Relationsavdelning med all extern kommunikation, och på så sätt undviker marknadens insyn. Det kan därmed konstateras att trots att bolagen avnoteras och får minskat krav på insyn, samt tar avstånd från extern kommunikation, väljer båda bolagen att behålla sin börsfärdighet internt.

Beträffande fokus på Corporate Governance-arbete har vi fått uppfattningen att båda bolagen upplever att företagsskandalerna i ibland annat USA påverkat bolagen. Det ställs nu högre, mer uttalade krav på företagens bolagsstyrning, vilket är i linje med Clarkes (2007) resonemang kring Corporate Governance ökade betydelse i samhället. Det kan konstateras att Gambro internt arbetar aktivt med sin enhetligt utformade Governance-booklet, vilket påvisar att bolaget tagit ämnet på stort allvar. Perstorp har däremot inget märkbart Corporate Governance-arbete, men följer delvis Svensk Kod för Bolagsstyrning och Sarbanes-Oxley Act. Det är vår uppfattning att Governance-arbetet främst behandlas som en punkt i styrelsemötets dagordning och vi kan därmed ifrågasätta hur stor vikt det egentligen läggs vid

frågan och om Corporate Governance verkligen anses vara värdeskapande. Vi anser att Gambro är mer proaktiva i sitt arbete än Perstorp, då medarbetarna involveras i Governance-arbetet. Även då Gambro har kommit längre i sin process finner vi det problematiskt att undersöka arbetsgången inom organisationen, då det inte avslöjats hur den interna kontrollprocessen fungerar. Det är därför svårt att få en uppfattning om Corporate Governance-arbetet implementeras i den löpande verksamheten och genomsyrar hela organisationen. Utifrån det empiriska materialet kan vi däremot bekräfta kodens och ämnets ökade betydelse, men att Perstorp inte arbetar lika aktivt med ämnet som Gambro.

### **5.4.1 Ägare, Styrelse och Ledning**

#### ***Gambro***

Trots att Gambro genomgått flera olika ägarskiften, anser en av de intervjuade att det senaste var ett av de mer dramatiska. Även om de nya ägarna redan före avnoteringen hade god insyn i bolaget, menar han att det initialt uppfattades som om delar av Gambros styrelse nu agerade mer aktivt än tidigare. Den tydliga ägarstrukturen anses vara den mest märkbara förändringen vid ägarskiftet. Ägaren är nu mer synlig, vilket har skapat tydligare mål och underlättat arbetet inom organisationen genom mer fokuserade verksamhetsplaner. En av de intervjuade uttrycker; *”Det här är målet, så här ska vi göra, nu är det upp till er att leverera”*. Med enbart en ägare kan bolaget hålla en betydligt rakare linje, vilket leder till klarare beslut. De intervjuade påpekar att det också är en fördel att bolaget lättare kan genomföra förändringar nu när Gambro inte längre är ett börsbolag. Beslutsprocessen för att få igenom förslag har blivit betydligt kortare efter avnoteringen, men förslagen måste dock vara väl förberedda och underbyggda för att få de aktiva och insatta ägarnas godkännande.

Vidare berättar de intervjuade att det vid ägarskiftet tidigt stod klart att en hel del förändringar skulle ske i Gambros ledning. Då Investor redan innan hade stark koppling till Gambro visste ägarna redan vem de hade intresse av att sortera ut och på grund av det strategiska olik tänkandet mellan de gamla och nya ägarna skapades medvetet en ny ledning. Den föregående koncernchefens tydliga strategi var att hålla ihop verksamheterna, medan den nya ledningen började med att splittra bolagets affärsområden. Den nya koncernchefen kom att

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

rekrytera mycket nytt folk till Gambro, däribland ledningsgruppen. Vidare ökade även personalomsättningen i den operativa verksamheten.

### *Perstorp*

Samtliga intervjuade anser att en stor fördel med att vara Private Equity-ägt är att ägarna och ledningen arbetar väldigt nära varandra då det finns gemensamma intressen, vilket även leder till ett gemensamt arbetssätt. En annan åsikt är att det är betydligt lättare att enbart ha en ägare att förhålla sig till. Båda Perstorps Private Equity-ägare har varit positiva och lämnat en stor del av det operativa ansvaret till organisationen. En av de intervjuade poängterar dock att PAI-partners engagerar sig aktivt i beslut rörande Perstorps största investeringar och strategiska förvärv. Vidare blandar sig inte de nya ägarna i operativa frågor, utan överlåter istället stor handlingsfrihet till bolagsledningen.

Vid avnoteringen granskade och utvärderade Industri Kapital ledningen och beslutade sedan om vilka nyckelpersoner som skulle fortsätta arbeta i organisationen. Vidare skapades en ny namnkunnig styrelse, där delar av det egna teamet kombinerades med ett antal externa ledamöter. Samtliga intervjuade anser att det fanns en större distans mellan styrelse och ledning när Perstorp var börsnoterat. Det är också deras uppfattning att det är en fördel när ägare och ledning är allierade och har samma agenda för en framtida exit. Från ägarnas sida skapar det nära samarbetet även ett förtroende för ledningen. Beträffande beslutsfattande anser samtliga att det går fortare att fatta beslut i ett Private Equity-ägt bolag. I ett börsnoterat bolag representerar styrelsen flera olika ägare, som i sin tur har en stämman som beslutsfattande organ, vilket resulterar i flera instanser som besluten ska ta sig igenom. Finanschefen, som även har insyn i styrelsearbetet, är av uppfattningen att det i börsnoterade bolag ofta finns spänningar mellan styrelse och ledning, då dessa inte alltid arbetar efter gemensamma riktlinjer. En VD kan därför vara ganska kritiskt granskad i ett börsbolag. Därför menar han att det finns en större Corporate Governance-problematik i en noterad styrelse, medan det blir mer affärsinriktat i ett Private Equity-ägt bolag.

### *Analys*

I egenskap av Private Equity-portföljbolag kännetecknas både Gambro och Perstorp av ett koncentrerat ägande, vilket är i linje med Carlssons (2007) och Clarkes (2007) beskrivningar av det svenska Corporate Governance-systemets karaktärsdrag (insider-system). Det koncentrerade ägandet är enligt Clarke (2007) kopplat till större fokus på att skapa långsiktigt värde, och minskat avstånd mellan ägande och kontroll. I och med avnoteringen får bolagen enbart *en* ägare och i vår empiriska studie har samtliga betonat att just den tydliga ägarstrukturen är det mest märkbara efter avnoteringen. I undersökningen framkom det även att samtliga respondenter uppfattar att avståndet mellan ägare-styrelse-ledning blivit betydligt mindre efter avnoteringen. Vi kan därmed fastslå att förhållandet mellan dessa tre instanser har förändrats i de båda bolagen. Vidare har avnoteringen inneburit byte i både Gambros och Perstorps styrelse och ledning, vilket bekräftar Kirkpatrick's (2007) observationer. Vi upplever att dessa förändringar är kopplade till ägarnas strategiska förändring snarare än till ägarstrukturen i sig och att ägarna medvetet bytt ut personer i ledande positioner för att uppnå en gemensam arbetssätt. Enligt Fama & Jensen (1983) är styrelsen ägarnas redskap som på ett effektivt sätt ska säkerställa att ledningen agerar i deras intressen. Private Equity-ägarnas agerande, där styrelse och ledning delvis byts, medför således enligt Fama & Jensen (1983) att ägarna får ett starkt grepp om både styrelse och ledning.

Agentteorin menar att separationen mellan ägande och kontroll leder till informationsasymmetrier och kontraktskostnader, vilka uppstår då den enskilda individen strävar efter att maximera egennytan (Alchian & Demsetz, 1972; Fama & Jensen, 1983. m.fl.). Vårt empiriska material visar att avståndet mellan ägare-styrelse-ledning har blivit betydligt mindre, vilket därför också bekräftar att kontraktskostnaderna, men även informationsasymmetrierna, minskar i ett Private Equity-ägt bolag. Vi kan även vidareutveckla agentteorins resonemang kring att både förhållandet mellan styrelse (principal) och ledning (agent), och mellan ägare (principal) och styrelse (agent) skapar konflikter. Vi har observerat att majoriteten av styrelsen i både Gambro och Perstorp utgörs av representanter för Private Equity-fonden, det vill säga att ägarna i princip kontrollerar styrelsen. Eftersom styrelsens huvudsakliga uppgift är att säkerställa att ledningen agerar i deras intressen, är det nu Private Equity-fonden som utser VD och kontrollerar ledningen. Därmed minskar



## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

problematiken i agentförhållandet i dessa tre led då fonden kontrollerar både styrelse och ledning i en närmare relation. Vidare skapar ledningens delägarskap incitament för ledningen (agenten) att handla i ägarens/styrelsens (principalens) intresse, vilket bekräftar Anthony & Govindarajans (2007) tankegångar kring vikten av införandet av belöningsystem, vilka ytterligare reducerar agentkostnaderna. Titman & Wessels (1988) uppmärksammar dock att FoU-intensiva bolag ofta möter högre agentkostnader, då det är mycket svårt att kontrollera och övervaka hur forskningen framskrider, samt mäta utvecklingens grad av värdeskapande. Trots detta är det vår uppfattning att de totala agentkostnaderna har reducerats, då ägarnas och ledningens gemensamma mål har en stor inverkan. Därmed är våra åsikter i linje med Wright et al (2001), som anser att de reducerade agentkostnaderna är en bidragande faktor för värdeskapande vid en avnotering via Private Equity.

I det empiriska materialet framkommer det också att Private Equity-ägarna är mer synliga och att de deltar aktivt i båda portföljbolagen, även om Perstorps senaste ägare, PAI-partners, lämnar stor operativ handlingsfrihet till ledningen. Därmed kan vi konstatera att ägarna i Gambro och Perstorp intar rollen som bollplank till ledning och VD och på så sätt direkt kan kontrollera att ledningen agerar i deras intresse för att uppnå maximal avkastning på eget kapital. Detta bekräftar Arundales (2002) definierade egenskaper för Private Equity-fonden om att "Hands On" förvaltning är ett utmärkande drag och att avståndet mellan ägare och kontroll därmed i princip minimeras. Vidare stödjer vår undersökning Coope & Peacocks (2002) studie, vilken påvisar att Private Equity-fonder på senare år har intensifierat sin roll som aktiva ägare i de bolag de förvaltar.

Utifrån det empiriska materialet kan vi konstatera att beslutsprocessen blivit kortare i både Gambro och Perstorp, då de gemensamma målen skapar en rakare linje och klarare beslut. Till följd av det tidigare beskrivna förändrade ägarförhållandet kan vi konstatera att Fama & Jensens (1983) beslutsprocess blir snabbare efter avnoteringen, men att de fyra steg för hur förslag behandlas fortfarande följs. Vidare har det konstaterats att ägaren via sin starka roll i styrelsen kan övervaka och styra ledningens arbete på ett mer effektivt sätt.

### 5.4.2 Rapportering och kommunikation

#### *Gambro*

För att bibehålla börsstatus håller Gambro samma standard på rapportering som tidigare. Däremot arbetade Gambro som publikt bolag utifrån marknads krav på kvartalsrapportering, men har nu ändrat fokus och rapporterar istället enbart till *en* intresserad ägare. Vidare har antalet nyckeltal i fokus begränsats och det som mest märkbart har förändrats är den ökade koncentrationen på kassaflöde och räntetäckningsgrad.

De intervjuade upplever att det efter avnoteringen uppstod ett annorlunda klimat i Gambro, då bolaget tidigare varit mycket kvartalsfokuserat. Skillnaden är att börsnoterade bolag måste ta mer hänsyn till sin omvärld och sina konkurrenter. Eftersom noterade bolag hela tiden ”jagas” av sina ägare skapas en så kallad kvartalshets, då ägare på börsen inte har samma tålamod. Genom att vara Private Equity-ägt undgår Gambro kvartalshetsen och behöver därmed inte ständigt kommunicera med marknaden och media, vilket respondenterna anser skapar större arbetsro. Nu kan Gambro istället själv planera och förbereda sig på kvartalssvackorna. Ytterligare en fördel med att vara Private Equity-ägt anses vara att det interna informationsflödet förbättras när bolaget inte längre är börsnoterat. Den interna kommunikationen är nu mer öppen, tidigare skedde istället mycket av informationsflödet genom pressreleaser. Därmed känner medarbetarna sig mer delaktiga i organisationen, vilket motiverar de anställda.

#### *Perstorp*

Ägarskiftet vid avnoteringen påverkade inte Perstorps rapporteringsarbete nämnvärt, då det tidigare var ett ganska stort börsnoterat bolag med en inarbetad utförlig rapportering. Perstorp agerar fortfarande som om det vore ett börsnoterat företag i all rapportering såsom årsredovisning och delårsrapporter, och bolaget tar hänsyn till IFRS. Därmed finns det en beredskap inför en eventuell exit och återintroduktion på börsen, samtidigt som kompetensen hålls vid liv när bolaget sköter rapporteringen på ett professionellt sätt. En av de intervjuade uttrycker ”*En bra rapportering är i sig en slags marknadsföring inför en eventuell börsintroduktion*”. Vidare anser samtliga intervjuade att den främsta förändringen vid

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

avnoteringen var att bolaget kom att byta fokus väldigt snabbt, något som påverkade rapporteringens inriktning. De nya ägarna begär rapportering utifrån kassaflödet, vilket är det avgörande måttet tillsammans med resultat före avskrivningar. När Perstorp var noterat låg mer fokus på mått som rörelsemarginal, vinstmarginal, nettovinst och vinst per aktie.

Vidare har Perstorp helt kunnat bortse från kortsiktig fokus om vad börsen säger och har inte längre samma kvartalshets som ett börsbolag och en respondent berättar; *”En fördel med att inte vara på börsen är just att slippa den hysteriska kortsiktigheten varje dag”*. På börsen sätter kvartalsrapporten ramarna, och även om Perstorp ändå känner av en viss kvartalshets idag, så är det inte för att aktien ska vika, utan för att följa verksamhetsmålen. En av de intervjuade menar även att PAI-partners är medvetna om att de utmanar organisationen med tuffa mål, men att det samtidigt inte är ett misslyckande om inte alla mål uppnås. Vidare är noterade bolag ofta tvungna att lägga mer tid på detaljer i rapporteringen på styrelsemötena, något som i slutligen ändå inte skapar något märkbart värde. En av de intervjuade påpekar att då börsnoterade bolag lägger stort fokus på kvartalsrapporteringen diskuteras målen istället mer kontinuerligt i Private Equity-ägda bolag vilket leder till att dessa mål kan justeras på vägen. De intervjuade anser även att den interna kommunikationen är mer öppen sedan avnoteringen och att det är mer taktisk informationsgivning i noterade bolag. Det upplevs att Perstorp tidigare var mer begränsad i den interna informationen, då det fanns en rädsla för att informationen skulle läcka ut. Nu får Perstorp istället bättre feedback på hur organisationen går, vilket inte längre sker genom media.

### ***Analys***

Vår empiriska studie visar att både Gambro och Perstorp fortfarande utför rapportering i enlighet med de krav som ställs på börsen. Det är vår uppfattning att detta delvis beror på att ägarna vill fortsätta med enhetlig uppföljning, men att det även påvisar bolagens beredskap inför en eventuell börsintroduktion vid exit. Ytterligare en förändring uppmärksammades i det empiriska materialet, nämligen att båda bolag begränsar antalet nyckeltal i fokus, samt att dessa nu till stor del utgår från kassaflödesmål och räntetäckningsgrad. Detta bekräftar Zongs (2005) observation om att privatägda bolag generellt sett fokuserar på färre huvudsakliga finansiella mål. Utifrån ett Shareholder Value-perspektiv används aktiemarknaden ofta som

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

hjälpmedel för att allokera kapital, samt bedöma ett bolags styrkor och svagheter. Då aktiemarknadens värdering ofta påverkas av otillräcklig information finns en risk att bolaget därmed väljer felaktiga strategier. Vår undersökning visar att både Gambro och Perstorp begränsat antalet nyckeltal i fokus, vilket vi anser vara en följd av att ägarna nu har betydligt större insyn i bolaget. Därmed måste portföljbolaget inte heller motivera alla beslut mot marknaden. Beslut kan därmed fattas utan att nödvändigtvis vara aktieägarmaximerade för tillfället utan istället vara i linje med ägarnas strategi för att nå exit. Detta påvisar och bekräftar Shareholder Value- problematiken kopplad till att aktiemarknadens värderingar ofta är påverkade av otillräcklig information.

Avnoteringen innebär att både Gambro och Perstorp nu undgår marknaden krav på bland annat kvartalsrapportering. Samtliga intervjuade anser att bolagen fokuserade mer på kvartalsrapportering och aktiekurs före avnoteringen, samt att det är en lättnad att komma från den så kallade kvartalshetsen på börsen. Det är vår uppfattning att bolagen nu får mer arbetsro och kontinuerligt kan utvärdera och diskutera de uppsatta verksamhetsmålen. Utifrån ett Shareholder Value-perspektiv (Dockery et al, 2000) pressas börsnoterade bolag både internt och externt till att ständigt öka bolagets marknadsvärde. Ledningen väljer därför ofta kortsiktiga värdemaximerande strategier med fokus på kvartalsvisa resultat, vilket inte alltid är i enighet med det som är mest gynnsamt för bolaget på lång sikt. Dockery et al's (2000) resonemang stärks av vårt empiriska material, då avnoteringen inneburit mindre kvartalshets och istället fokuserar bolagen mot *ett* mål, exit.

Rent intressenteoretiskt innebär börsens kortsiktiga fokus på kvartalsresultat att bolaget ofta tar stor hänsyn till investerarna och därmed ignorerar övriga intressenter. Intressenteorins aspekt på långsiktigt värdeskapande är att bolaget bör tillgodose alla intressenters intressen (Donaldson & Preston, 1995). Vi anser att avnoteringen inneburit att intressenternas roll har förändrats. Även om ägaren fortfarande är den klart största intressenten, är denne inte längre så mobil och kortsiktig som aktieägaren på börsen. I och med att kravet på insyn blir även media, samhälle och marknaden en mindre intressentgrupp. Vi har även tidigare uppmärksammat att leverantörer får en svagare position, samt att bankernas roll förstärks (se 5.2.2). Därmed uppfylls inte alla intressenters krav, vilket Pfeffer & Salancik (1978) betonar

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

borde göras. Kritik har riktats mot intressentteorin, då alla intressenter framställs som likvärdiga enligt denna (Westerlund & Sjöstrand, 1975; Lundahl & Skärvard, 1982). Vi upplever denna kritik vara berättigad och att vårt empiriska material påvisar just att alla intressenter inte kan antas som likvärdiga.

Det framkom också att avnoteringen påverkat det interna informationsflödet i båda bolagen, och att medarbetare i organisationen nu känner sig mer delaktiga i verksamheten. Informationsgivningen är inte längre lika taktisk och det verkar som att personalen uppskattar att inte längre få information kring bolagets resultat via media.

### 5.4.3 Hållpunkter över Corporate Governance

#### Corporate Governance-arbetet

Gemensamt:	Viktigt att behålla börsfärdighet. Tagit intryck av de senaste årens bolagsskandaler.
Specifikt: Gambro;	Proaktivt Corporate Governance-arbete genom bl.a. ”booklet”. Investor Relations-avdelning dock nedlagd. Sedan tidigare vana vid höga, amerikanska krav.
Perstorp;	Har ingen internrevision. Arbetar inte lika aktivt som Gambro med Corporate Governance, tas upp som en punkt på dagordningen vid styrelsemöten.

#### Ägare, Styrelse; Ledning

Gemensamt:	Koncentrerat ägande. Styrelsen kontrolleras av ägarna. Minskat avstånd mellan ägare-styrelse-ledning reducerar agentkostnader och ger snabbare beslutsprocess. Målet, exit, genomsyrar relationen.
Specifikt: Gambro;	Stora förändringar i ledningsgrupper. Får kontinuerligt mål att uppfylla. Ägarna utövar större övervakning. Operativ handlingsfrihet begränsad.

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Perstorp; Stor operativ handlingsfrihet för ledningen. Större förtroende mellan ägare och ledning.

### **Rapportering och kommunikation**

Gemensamt: Förändrade nyckeltal. Nya verksamhetsmål. Minskad marknadsinsyn, förbättrad intern kommunikation. Undkommer börsens kvartalshets.

Specifikt Gambro; Tidigare väldigt kvartalsfokuserat. Avnoteringen givit arbetsro i organisationen.

Perstorp; Snabb omställning påverkade rapportering.

## 6. Slutsats

---

*I detta avslutande kapitel ämnar vi besvara uppsatsens problemformulering och de resonemang som fördes i problemdiskussionen. Uppsatsens empiriska material och analys ligger till grund för slutsatserna, samt för våra förslag till framtida forskning, vilka är våra funderingar som har uppkommit under uppsatsskrivandet. Vidare förs ett resonemang kring resultatens generaliserbarhet.*

---

Vår undersökning syftar till att förklara hur ett börsbolags strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete påverkas av ett skifte till Private Equity-ägande. Resultaten i undersökningen visar att Private Equity-bolaget redan vid avnoteringen har en tydlig strategisk agenda och tidplan, och att portföljbolagens strategiska inriktning därefter förändras. I kapitel ett definierades, utifrån aktuell forskning kring Private Equity, fyra områden i Private Equity-fondens värdeskapande ägarstrategi. Dessa områden har vi sedan översatt till portföljbolagsnivå. Uppsatsens empiriska studie bekräftar giltigheten i denna översättning.

### 6.1 Huvudsakliga slutsatser

Portföljbolagens nya strategiska inriktning har inneburit en ökad *koncentrationsgrad*, vilket uppnåtts genom avyttringar av orelaterade affärsområden. Värt att notera är dock att en ökad koncentrationsgrad inte motsäger en tillväxtstrategi genom förvärv, så länge dessa är i linje med kärnverksamheten. Vidare påvisar denna undersökning att portföljbolagens skuldsättning ökar markant efter avnotering vilket därmed också avsevärt ökar bolagets finansiella *riskexponering*. För att hålla den totala risknivån på en godtagbar nivå strävar ägarna efter att reducera den operativa risken. Den ökade skuldsättningen innebär kraftigt åtstramade kassaflöden vilket effektiviserar allokering av kapital inom verksamheten och minskar risken för olönsamma investeringar. Vår uppfattning är att ett bolags skuldsättning och riskexponering bör anpassas efter verksamhetens krav. Private Equity-fonderna utformar, i

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

sökande efter optimal kapitalstruktur, istället portföljbolagets verksamhet utifrån de krav skuldsättning och riskexponering ställer. Vi kan fastslå att portföljbolaget genomsyras av en tydlig ägarstrategi för att nå exit. Portföljbolagsledningens delägarskap skapar incitament för att nå det gemensamma målet, exit, vilket även detta minskar risken för att investeringar som ej är i linje med strategin genomförs. Det bör dock poängteras att en alltför stark strävan mot exit kan leda till att bolaget går miste om lönsamma affärsmöjligheter. *Ledningens engagemang* förstärks också genom omfattande incitamentprogram, vilka riktas till mottagare även längre ned i organisationen. Det är vår åsikt att belöningsystemet har ett stort omfång främst för att legitimera högsta ledningens mycket stora del i programmet och dess delägarskap i företaget. I vår analys finner vi inget belägg för att Private Equity-ägarna i dessa forskningsintensiva bolag förändrar *planeringshorisonten* för investeringar i FoU. Vikten av en välfylld pipeline understryks och ägarna genomför större investeringar trots att dessa är utanför tidshorisonten för exit. Anledningen till bibehållna nivåer anser vi vara maximering av bolagsvärdet vid exit. Tidigare forskning ger en tvetydig bild angående Private Equity-fondernas benägenhet att investera i FoU. Vi kan konstatera att denna undersökning förstärker synen att Private Equity-fonder inte kan anses agera kortsiktig i frågan kring FoU-investeringar. Innebörden av begreppen långsiktigt/kortsiktigt kan emellertid diskuteras i oändlighet. Utifrån vår studie uppfattar vi Private Equity-ägarna som långsiktiga i relation till börsbolag i allmänhet.

Vår initiala uppfattning om att portföljbolagets *Corporat Governance-arbete* skulle förändras specifikt i samband med ägarskifte klarläggs ej genom det empiriska materialet. Eventuella förändringar i bolagets Corporate Governance-arbete skulle även kunna härledas till yttre omständigheter såsom medialt uppmärksammande av flertalet företagsskandaler. Vidare är Private Equity-ägarna uppenbarligen måna om att bibehålla portföljbolagets börsfärdighet för att möjliggöra en återintroduktion. Detta tar sig bland annat uttryck genom att portföljbolagen till stor del följer Svensk Kod för Bolagsstyrning och utformar bolagsstyrningsrapport. Genom att inte vara börsnoterat undgår portföljbolaget nu marknadens krav på insyn och kvartalsrapportering. Detta resulterar i mer arbetsro för organisationen, samt en mer öppen intern *kommunikation* kring bolagens måluppfyllelse. *Rapportering* till ägare sker nu med andra nyckeltal där stor vikt läggs vid kassaflödesbaserade mått och räntetäckningsgrad. I



Uppsatsen konstateras också att ägarskiftet innebär en i grunden förändrad Corporate Governance-struktur då delar av styrelse och ledning byts ut i samband med avnoteringen, samt att avståndet mellan *ägare-styrelse-ledning* minskar avsevärt. Avnoteringen medför att portföljbolaget nu har *en*, aktiv, ägare som direkt kontrollerar styrelsen och därmed även har ett starkt grepp om ledningen. Situationen leder till snabbare beslutsprocess och reducerade agentkostnader i relationen, där effekten är förstärkt genom omfattande belöningsystem. Vi vill dock här framhålla vår uppfattning att icke obetydliga agentkostnader troligen uppkommer i annat led, nämligen mellan delägare i Private Equity-fonden och de av Private Equity-bolaget anställda förvaltarna. Detta problem förstärks då Private Equity-fondens delägare på goda grunder kan antas vara riskneutrala samtidigt som det kan misstänkas att utsedda förvaltare har en avers riskpreferens, då deras utkomst är beroende av ett fåtal portföljbolag.

Den mest utmärkande i förhållandet mellan Private Equity-bolaget och dess portföljbolag är att alla inblandade vet att relationen en dag ska brytas genom en exit. Detta faktum sätter sin prägel på och överskuggar hela organisationens verksamhet.

### **6.2      *Resultatens generaliserbarhet***

Uppsatsens syfte är inte att generalisera till ett större antal enheter, utan snarare att skapa förståelse för vissa utvalda fenomen i avnoterade Private Equity-ägda bolag. Vidare har vi intervjuat totalt fem medarbetare i de två fallföretagen och deras åsikter kan troligen inte anses vara representativa för en större population. Däremot visar de empiriska resultaten att åsikterna i vissa frågor är förhållandevis lika, något som kan tyda på att undersökningen hade gett samma resultat även om ett större antal medarbetare intervjuats. Dock har samtliga intervjuade ledande befattningar, vilket innebär att de ser bolaget från ett tämligen snarligt perspektiv. Därmed kan det antas att vår studie inte avslöjar så spridda åsikter som hade kunnat uppfattas om medarbetare på andra nivåer i organisationen intervjuats.

Det kvalitativa tillvägagångssättet skapar alltid frågor kring studiens reliabilitet och validitet. Som tidigare nämnts i kapitel 2 är dock detta tillvägagångssätt nödvändigt för

undersökningens syfte. Genom att utföra liknande studier kan resultatens generaliserbarhet förstärkas, då genom att ett större antal fallföretag studeras, samt att bolaget representeras av ett större antal medarbetare på olika nivåer inom organisationen. Vidare har undersökningen enbart behandlat bolag som tidigare varit börsbolag, samt bolag i forskningsintensiva industrier. Detta styrker resultatens generaliserbarhet inom just forskningsintensiva bolag som varit börsnoterade i Sverige.

### **6.3 Förslag till fortsatta studier**

I vår undersökning framkommer nytt empiriskt material, som under studiens gång väckt ytterligare intressanta frågeställningar. Till följd av våra tidsbegränsningar har vi inte haft möjlighet att undersöka dessa. Dock kan studiens resultat ligga till grund för framtida forskning, och vi lämnar följande områden som förslag:

- Vår undersökning behandlar begreppen kortsiktighet och långsiktighet, termer vars innebörd verka kunna diskuteras i oändlighet. Studiens resultat påvisar att Private Equity-ägda bolag är långsiktiga i jämförelse med börsbolag. Däremot har frågan väckts kring hur långsiktiga Private Equity-ägda bolag är i relation till privata familjeägda bolag, vilket vi därmed finner vore ett intressant område att för framtida undersökningar.
- Private Equity-bolagens kommande exit aktualiserar även frågan; när är portföljbolaget värt mest? Är det vid tidpunkten då det kan uppvisa stora, stabila kassaflöden eller är det då bolaget har en välfylld pipeline med kommande produkter? Då denna uppsats inte ämnar svara på frågan är det en intressant aspekt för vidare studier.
- Avnoteringen från börserna påverkar portföljbolagens arbete med Corporate Governance då det bland annat inte längre finns krav på att utföra bolagsstyrningsrapport. Trots detta visar vår studie att portföljbolagen fortsatt tillämpar riktlinjer i Svensk Kod för Bolagsstyrning och att de framtagna riktlinjerna

därmed bör anses som relevanta. För att kunna fastslå Corporate Governance-arbetets inverkan på verksamheten måste dock även riktlinjernas implementering i organisationen granskas, ett område som lämnar stort utrymme för vidare undersökning. Vidare har vi under undersökningen ett flertal tillfällen ställt oss frågan kring hur ett väl utvecklat Corporate Governance-arbete kan verka som en förstärkande faktor för värdeskapande och hur detta i så fall kan mätas inom organisationen? Denna fråga ämnar vår uppsats inte besvara, dock lämnar det rum för framtida forskning inom området.

- Vår empiriska studie har visat att ett utmärkande drag i förhållandet mellan Private Equity-bolaget och dess portföljbolag är den kommande tidpunkten för exit. Vi har uppmärksammat respondenternas funderingar kring exit, vilket har väckt frågan om huruvida detta påverkar portföljbolagets organisation och företagskultur. Därmed uppmuntrar vi vidare forskning där ägarstrategin kopplas till organisationsteori.

## Definitioner

<b>Distresskostnader</b>	Kostnader förknippade med hög risk för finansiellt obestånd.
<b>Due Diligence</b>	Arbetsprocess för att analysera och granska information med syfte att värdera ett bolag inför ett företagsförvärv.
<b>Exit</b>	Avyttring av portföljbolag.
<b>Finansiellt obestånd</b>	Situation då åtaganden gentemot kreditgivare ej kan fullgöras eller med svårighet kan fullgöras.
<b>Hedgefond</b>	Samlingsnamn för fonder som genom en ofta aggressiv och avancerad strategi söker absolut avkastning
<b>Mezzanine debt</b>	Blandform av finansiering, bestående av olika instrument med egenskaper liknande både skuld och eget kapital.
<b>Målbolag</b>	Tänkbart investeringsobjekt för Private Equity-fond.
<b>Pipeline</b>	Produktstock.
<b>Portföljbolag</b>	Bolag förvaltad av Private Equity-fond.
<b>Sarbanes-Oxley Act</b>	Amerikansk lagstiftning innehållande regler för styrelsens och ledningens ansvarsfördelning samt krav på ett bolags interna kontroll.
<b>Svensk Kod för Bolagsstyrning</b>	Riktlinjer och normer som kompletterar ABL och syftar till att förbättra bolagsstyrningen i svenska börsnoterade bolag.
<b>Värdepapperisering</b>	Skapa ett finansiellt instrument genom att kombinera flera olika finansiella tillgångar.

## Källförteckning

### Publicerade källor

Aglietta, M. (2000) "Shareholder value and corporate governance: some tricky questions", *Economy and Society*, Vol. 29, No.1, pp. 146-159

Alchian, A.; Demsetz, H. (1972) "Production, Information Costs, and Economic Organization", *The American Economic Review*, Vol. 62, No. 5, pp. 777-795

Alvesson, M.; Sköldberg, K. (1994) "Tolkning och reflektion –vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod", Studentlitteratur, Lund

Andersen, I. (1998) "Den uppenbara verkligheten, Val av samhällsvetenskaplig metod", Studentlitteratur, Lund

Andrade, G.; Kaplan, S. N. (1998) "How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed", *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 5, pp. 1443-1532

Anthony, R.; Govindarajan, V. (2007), "Management Control Systems", 12:e upplagan, McGraw Hill/Irwin, New York.

Armstrong, G.; Kotler, P. (2007) "Marketing Management", Prentice-Hall, New Jersey

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

Arundale, K. (2002) "What private equity investments are being made in Europe, who is investing and how are they doing", *Journal of Asset Management*, Vol. 3, No.1, pp. 17-29

Asher, C. C.; Mahoney J. M.; Mahoney, J. T. (2005) "Towards a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm", *Journal of Management and Governance*, Vol. 9, pp. 5-32

Bengtsson, L.; Skärvard, P-H. (2001) "Företagsstrategiska perspektiv", Studentlitteratur, Lund

Berg, A.; Gottschalg, O. (2005) "Understanding Value Generation in Buyouts", *Journal of Restructuring Finance*, Vol. 2, No. 1, pp. 9-37

Blom, M. (2007) "Aktiemarknadsorienteringens Ideologi", Doktorsavhandling, Lunds Universitet, Lund Business Press

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Blundell-Wignall, A. (2007) "The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues", *Financial Market Trends, OECD report*, Jun 2007, pp. 59-86

Brodin, B.; Lundkvist, L.; Sjöstrand, S. E.; Östman, L. (2000) "Koncerncheferna och ägarna", EFI, Stockholm

Bryman, A.; Bell, E. (2005) "Företagsekonomiska forskningsmetoder", Liber, Malmö

Carlsson, R. H. (2003) "The Benefits of Active Ownership", *Journal of Corporate Governance* Vol. 3, No. 2, pp. 6-31

Carlsson, R. H. (2007) "Swedish Corporate Governance and Value Creation: owners still in the driver's seat", *Journal compilation*, Vol. 15, No. 6, pp. 1038-1055

Clarke, T. (2007) "International Corporate Governance a Comparative Approach", Routledge, New York

Coope, S.; Peacock, I. (2000) "Private equity: implications for financial efficiency and stability", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Feb 2000

Cumming, D.; Siegel, D. S.; Wright, M. (2007) "Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance" *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, pp. 439-460

Dockery, E.; Herbert, W.; E.; Taylor, K. (2000) "Corporate Governance, Managerial Strategies and Shareholder Wealth Maximisation: Study of Large European Companies", *Managerial Finance*, Vol. 26, No. 9, pp. 21-32

Donaldson, T.; Preston, L. E. (1995) "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *The Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, pp. 65-92

Donaldson, T.; Preston, L. E. (1999) "Stakeholder Management and Organizational Wealth", *Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 4, pp. 619-620

Easterwood, J.; Seth, A. (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. (1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307

Fama, E.; Jensen, M. C. (1983) "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 301-325

Friedman, M. (1970) "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits". *New York Times Magazine*, 13 September

Grandori, A. (2005) "Neither Stakeholder Nor Shareholder "Theories": How Property Right and Contract Theory can Help Getting Out of the Dilemma", *Journal of Management and Governace*, Vol. 9, pp. 41-46

Holmström, B.; Kaplan, S. N. (2001) "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 121-144

Jacobsen, D. I. (2002) "Vad, hur och varför- om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen", Studentlitteratur, Lund

Jarrell, S.; Morin, R. (2000) "Driving Shareholder Value: Value-Buildning Techniques for Creating Shareholder Wealth", McGraw-Hill, New York

Jensen, M. (2001) "Value Maxiamation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 3, pp 6-21

Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp 305-360

Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329

Johnson, G.; Scholes, K. (2002) "Exploring Corporate Strategy", 6<sup>th</sup> edition, Financial Times Prentice Hall, Harlow

Jonnergard, K.; Karreman, M.; Svensson, C. (1996) "Short-termism and Corporate board orientation: The Swedish context", *Advances in International Competitive Management*, Vol. 11, pp. 143-163

Kaplan, S. N. (1991) "The Staying Power of Leveraged Buyouts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360

Kaplan, S. N.; Schoar, A. (2005) "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows", *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 4, pp. 1791-1823

Kaplan, S. N.; Strömberg, P. (2003) "Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies*, Vol. 70, No. 2, pp. 281-315

Kirkpatrick, G. (2007) "The Role of Private Pools of Capital in Corporate Governance: Summary and Main Findings about the Role of Private Equity Firms and "Activist" Hedge Funds", *Financial Market Trends*, Jun 2007, pp. 87-104

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

Laverty, K. J. (1996) "Economic Short-termism: The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research", *The Academy of Management Review*, Vol. 21, No. 3, pp. 825-861

Lundahl, U.; Skärvard, P-H. (1982) "Intressentmodellen i teori och praktik". Westholm, C-J. "Företagets intressenter och kontrakt, Nya synpunkter på intressentteorin", SAFs förlag, Stockholm

Madden, B. J. (2007) "For better Corporate Governance, The Shareholder Value Review", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19 No.1, pp. 102-111

Manigart, S.; Beuselinck, C. (2007) "Financial Reporting in Private Equity Backed Companies: The Impact of Ownership Concentration", *Small Business Economics*, Vol. 29, 2007, pp. 261-274

Manigart, S.; Sapienza, H. (1999) "Venture Capital and Growth" *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*, Blackwell Publishers Oxford (UK), pp. 240-258

McSweeney, B. (2007) "The Pursuit of maximum shareholder value: Vampire or Viagra?", *Accounting Forum*, Vol. 31, No. 4, pp. 325-331

Meier, D. (2006) "Post-investment value addition to buyouts: analysis of European private equity firms", Deutscher Universitäts Verlag, Wiesbaden

Modigliani, F.; Miller, M. H. (1958) "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297

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

Opler, T. C.; Titman, S. (1993) "The Determinants of Leveraged Buyouts Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs", *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 5, pp. 1985-1999

Otley, D. (1999) "Performance management: a framework for management control systems research", *Management Accounting Research*, Vol. 10, pp 363-382

Pfeffer, J.; Salancik, G. (1978) "The External Control of Organizations: A resource Dependence Perspective", Harper & Row, New York

Rehnman, E.; Stymne, B. (1964) "Företagsledning i en föränderlig värld", Aldus, Stockholm

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

Rhodes-Kropf, M.; Robinson, D.T.; Viswanathan, S. (2005) "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 3, pp. 561-603



## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Tengblad, S. (2004) "Expectations of Alignment: examining the Link between Financial Markets and Managerial Work", *Organization Studies*, Vol. 25, No. 4, pp. 583-606

Thomasson, A. (1982) "Vem styr företaget?", I Westholm, C-J. "Företagets intressenter och kontrakt: Nya synpunkter på intressentteorin", SAFs förlag, Stockholm

Titman, S.; Wessels, R. (1988) "The Determinates of Capital Structure Choice" *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19

Westerlund, G.; Sjöstrand, S-E. (1975) "Organisationsmyter", Nordstedts, Stockholm

Wolfe, H. D. (2006) "Board Restructuring: Corporate Governance as the Path to Value Creation in Underperforming Companies", *The Journal of Private Equity*, Vol. 9, No. 2, pp. 52-57

Wright, M.; Hoskisson, R. E.; Busenitz, L. W. (2001) "Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship", *Academy of Management Executive*, Vol. 15, No. 1, pp.111-125

Yin, R. K. (2006) "Fallstudier: design och genomförande", Liber, Malmö

Zong, L. (2005) "Governance Lessons from the Private Equity Industry", *The Journal of Private Equity*, Vol. 9, No. 1, pp. 63-66

### Offentligt tryck

OECD rapporten (1999).

SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning – Betänkande av Kodgruppen

### Övriga källor

Ericson, C.; Forsmark, M. (2006) "Private Equity Firms and the Management of their Portfolio Companies", *Magisteruppsats, Högskolan i Jönköping*.

Årsredovisningar Gambro 2000-2005

Årsredovisningar Perstorp 2000-2006

### Elektroniska källor

Affärsvärlden 2006-08-29, [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se).

Gambros hemsida, [www.Gambro.com](http://www.Gambro.com)

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

Länsstyrelsen i Skåne Län, [www.m.lst.se](http://www.m.lst.se).

PAI-partners hemsida, [www.paipartners.com](http://www.paipartners.com)

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), *Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige 2006-2007, 2007*. [www.svca.se](http://www.svca.se).

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

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

The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), *A Guide to Private Equity, 2004* [Arundale, K. (2004). *A guide to Private Equity* [PDF].[www.bvca.co.uk](http://www.bvca.co.uk).

International Private Equity and Venture Capital, (IVCA), (2006) "Valuation Guidelines" Edition October 2006 [PDF]. [www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com).

Mailkorrespondens med Linus Dahg SVCA, (2008-04-20)

### **Bilaga. Intervjuguide**

- Hur länge har Ni arbetat i företaget och vad har ni för roll idag?
- Vilken position hade Ni vid avnoteringen?

#### Avnoteringsprocessen

- Hur gick avnoteringsprocessen till?
- Vilka anser Ni vara de viktigaste förändringarna med att vara Private Equity-ägt?
- Hur påverkades organisationen av avnoteringen, vilka förändringar har varit de mest märkbara?

#### Strategi

- Hur har företagets finansiella strategi förändrats?
- Anser Ni att företagets investeringsperspektiv, långsiktigt såväl som kortsiktigt, har förändrats med de nya ägarna? Om ja, på vilket sätt?
- På vilket sätt engagerar sig ägarna i FoU-arbetet?
- På vilket sätt engagerar sig styrelsen i FoU-arbetet?
- Hur påverkar den eventuella exittidpunkten bolagets investeringar i FoU/anläggningstillgångar?
- Hur känner Ni för en kommande exit då företaget kommer att säljas förr eller senare?
- Görs prioriteringar inom till exempel FoU på ett annat sätt nu jämfört med tidigare?

#### Corporate Governance

- Har företaget förändrat sitt sätt att arbeta med Corporate Governance, och i så fall på vilket sätt?
- Har de nya ägarna tagit en aktivare roll i styrningen av företaget? Om ja, på vilket sätt?

## Exit runt hörnet!

Private Equity-fonders inverkan på Portföljbolagens Strategiska inriktning och Corporate Governance-arbete

---

- Har de nya ägarna påverkat rapportering, intern kontroll och uppföljning, och i så fall på vilket sätt?
- Vad anser Ni vara de största för- respektive nackdelarna att verka utanför börsen?