



Kandidatuppsats  
2008

Företagsekonomiska  
Institutionen

# Private Equity

– Värdeskapande processer vid buyout-  
investeringar

**Handledare:**  
Tore Eriksson  
Grupp nr 7

**Författare:**  
Victor Kask  
Markus Löfgren  
Petter Werner

## FÖRORD

Att skriva denna uppsats har varit oerhört lärorikt och roligt. Vi har fått möjligheten att utforska områden som vi alla varit intresserade av och haft privilegiet att träffa personer med stora kunskaper och lång erfarenhet inom Private Equity branschen.

Vi vill tacka alla personer som har deltagit i våra intervjuer. Vi är ytterst tacksamma för att Ni har tagit Er tid och engagerat Er i vår uppsats.

Avslutningsvis vill vi tacka vår handledare Tore Eriksson som bistått med kunskap och hjälp under arbetets gång.

Lund den 29 maj 2008

---

Victor Kask

---

Markus Löfgren

---

Petter Werner

## SAMMANFATTNING

---

Uppsatsens titel:	Private Equity – värdeskapande processer vid buyout-investeringar
Seminariedatum:	2008-06-05
Ämne/kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng
Författare:	Victor Kask, Marcus Löfgren, Petter Werner
Handledare:	Tore Eriksson
Nyckelord:	Private Equity, Värdeskapande, LBO, MBO, Corporate Governance
Syfte:	Syftet är att beskriva och analysera hur Private Equity bolagen arbetar för att skapa värde i sina portföljbolag.
Metod:	Uppsatsens utformning utgår från en kvalitativ undersökning där informationen baseras på semistrukturerade intervjuer med personer som har olika befattningar inom den svenska Private Equity branschen.
Teoriska perspektiv:	Det teoretiska ramverket baseras på teorier hämtade från kurslitteratur och relevanta artiklar.
Empiri:	Det empiriska materialet som är grundläggande för analysen är hämtat från de semistrukturerade kvalitativa intervjuerna.
Slutsats:	För att skapa värde i sina portföljbolag arbetar PE-bolagen med ett aktivt ägande genom styrelsen. Vidare använder man omfattande incitamentsprogram samt en kapitalstruktur som ger upphov till en skattesköld.

## ABSTRACT

---

- Title:** Private Equity – Value creation processes in buyout investments
- Seminar date:** 2008-06-05
- Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, 15 University Credit Points
- Authors:** Victor Kask, Marcus Löfgren, Petter Werner
- Advisor:** Tore Eriksson
- Key words:** Private Equity, Value creation, LBO, MBO, Corporate Governance.
- Purpose:** The purpose is to describe and analyse how the Private Equity firms work to create value in their portfolio companies.
- Methodology:** The paper takes point from a qualitative survey where the information is based upon semi-structured interviews with respondents in different positions active within the Swedish private equity market.
- Theoretical perspectives:** The theoretical framework is based upon theories from course literature and relevant articles.
- Empirical foundation:** The empirical material which is fundamental for the analysis is collected from the semi-structured qualitative interviews.
- Result:** To create value within the portfolio companies, PE-firms mainly work with an active ownership through the board. They also use extensive incentive-

programmes and a capital structure that leads to a tax-shield.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>7</b>
<b>1.1 Bakgrund</b> .....	<b>8</b>
<b>1.2 Problemdiskussion</b> .....	<b>10</b>
<b>1.3 Syfte</b> .....	<b>11</b>
<b>1.4 Avgränsning</b> .....	<b>11</b>
<b>1.5 Uppsatsens målgrupp</b> .....	<b>11</b>
<b>1.6 Uppsatsens disposition</b> .....	<b>12</b>
<b>1.7 Nyckelord</b> .....	<b>13</b>
<b>2. METOD</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1 Kvalitativ ansats</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2 Fallstudie</b> .....	<b>15</b>
<b>2.3 Urval av PE-bolag</b> .....	<b>15</b>
<b>2.4 Datainsamlingsmetod</b> .....	<b>16</b>
<b>2.5 Den semistrukturerade intervjun</b> .....	<b>16</b>
<b>2.6 Källkritik</b> .....	<b>17</b>
<b>2.7 Trovärdighet</b> .....	<b>17</b>
<b>3. PRAKTISK REFERENSRAM</b> .....	<b>19</b>
<b>3.1 PE-bolagens funktion</b> .....	<b>19</b>
<b>3.2 PE-bolagens struktur</b> .....	<b>19</b>
<b>3.3 Historik och fakta om Private Equity</b> .....	<b>20</b>
<b>3.4 Olika former av buyout</b> .....	<b>21</b>
3.4.1 Leveraged buyout (LBO) .....	21
3.4.2 Management buyout (MBO) .....	21
<b>4. TEORETISK REFERENSRAM</b> .....	<b>22</b>
<b>4.1 Värdeskapande genom corporate governance</b> .....	<b>22</b>
<b>4.1.2 Värdeskapande genom incitament</b> .....	<b>25</b>
<b>4.1.3 Nätverk</b> .....	<b>26</b>
<b>4.2 Värdeskapande genom operationella och strategiska åtgärder</b> .....	<b>26</b>
<b>4.3 Värdeskapande genom finansiella åtgärder</b> .....	<b>28</b>
4.3.1 Optimal kapitalstruktur .....	29
4.3.2 Skatteskölden .....	31
<b>4.3.3 Exitstrategier</b> .....	<b>33</b>
4.3.3.1 Börsintroduktion .....	33
4.3.3.2 Industriell försäljning (Trade Sale) .....	34
4.3.3.3 Finansiell försäljning.....	34

4.4 Uppsummering av Teoretisk Referensram.....	35
<b>5. EMPIRI.....</b>	<b>36</b>
5.1 Intervju PE-bolag A.....	36
5.2 Intervju PE-bolag B.....	38
5.3 Intervju PE-bolag C.....	40
5.4 Intervju PE-bolag D.....	43
5.5 Intervju PE-bolag E.....	44
<b>6. ANALYS.....</b>	<b>51</b>
6.1 Värdeskapande genom Corporate Governance.....	51
6.1.1 Empirisk diskussion.....	51
6.1.2 Analysdiskussion.....	51
6.2 Värdeskapande genom operationella och strategiska åtgärder.....	53
6.2.1 Empirisk diskussion.....	53
6.2.2 Analysdiskussion.....	53
6.3 Värdeskapande genom finansiella åtgärder.....	54
6.3.1 Empirisk diskussion.....	54
6.3.2 Analysdiskussion.....	55
7.1 Värdeskapande processer vid buyout-investeringar.....	57
7.2 Förslag till vidare forskning.....	58
<b>Källförteckning.....</b>	<b>59</b>
Publicerade källor.....	59
Elektroniska källor.....	61
Bilaga 1.....	62

## 1. INLEDNING

---

*Denna inledande del syftar till att ge läsaren en introduktion till ämnet samt att presentera en problemdiskussion. Vidare redogörs uppsatsens frågeställning samt syfte. Avslutningsvis sätts ramar och struktur upp för uppsatsens omfattning.*

---

Private Equity fonder i Sverige har historiskt sett gett dess investerare god avkastning. Enligt en studie av Thomson Financial där man studerat Private Equity-bolags (PE-bolags) fonders avkastning mellan 1996-2006 har svenska buyout-fonder årligen i genomsnitt gett 25,2 % i avkastning. Jämfört med europeiska fonder, vilka gett en avkastning på 15,2 %, har man haft en betydligt bättre utveckling.

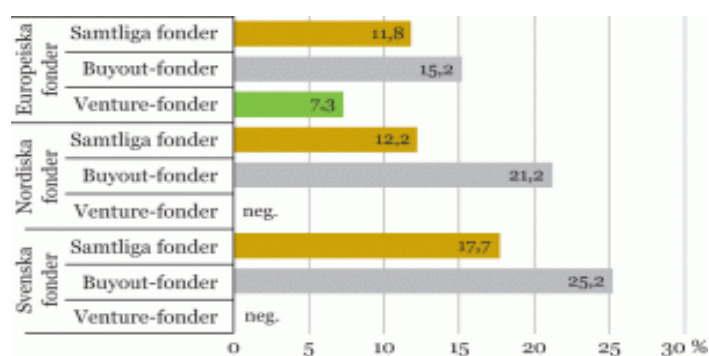


Fig 1, Källa: ThomsonReuters<sup>1</sup>

Det finns även andra parametrar som kan vara intressanta att belysa. Att studera portföljbolagens tillväxt i omsättning och i antal anställda ger en bredare bild av portföljbolagens utveckling. Enligt Svenska Riskkapitalföreningens portföljbolagsstudie från 2007 där man studerat utvecklingen hos riskkapitalbolagens portföljbolag mellan åren 2001-2006 har buyout-investeringar i genomsnittlig omsättningstillväxt haft en median på 12,1 % per år.<sup>2</sup> En jämförelse har gjorts med företag noterade på Large Cap listan på Stockholmsbörsen och har under samma period visat i genomsnittlig median en omsättningstillväxt på 5,1 %.<sup>3</sup> Om man ser på tillväxt i antal anställda i samma företag under samma period så har portföljbolag i buyout-investeringar haft i

---

<sup>1</sup> www.thomsonreuters.com (2008-05-05)

<sup>2</sup> Portföljbolagsstudie 2001-2006, (2007), sid. 12, www.svca.se (2008-04-07)

<sup>3</sup> Portföljbolagsstudie 2001-2006, (2007), sid. 11, www.svca.se (2008-04-07)

median en genomsnittlig tillväxt på 3,2 % jämfört med företag noterade på Large Cap listan som haft i median en genomsnittlig årlig tillväxt på 0,3 %.<sup>4</sup>

Mellan åren 2002 och 2005 gjorde nordiska PE-bolag investeringar i Sverige till ett värde av ca 7 mdr euro och de tre största aktörerna EQT, Industri Kapital och Nordic Capital stod för cirka hälften av dessa investeringar.<sup>5</sup> Industri Kapital och Nordic Capital var pionjärer bland PE-bolagen på den svenska marknaden och har sedan slutet på 1980-talet bevarat sin ledande position.

Nordiska PE-bolags investeringar, 2002–2005 (miljoner euro)

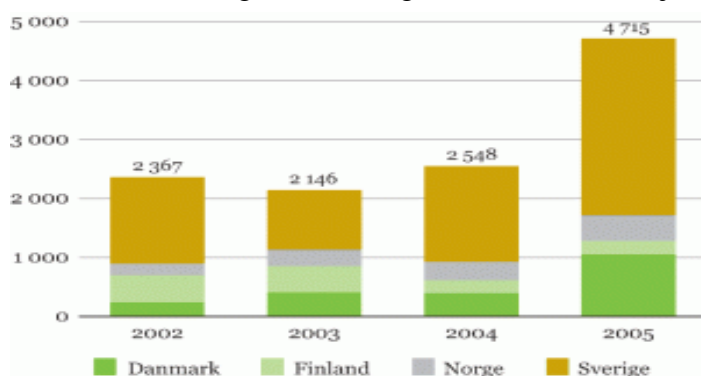


Fig 2, Källa: European Venture Capital Association<sup>6</sup>

## 1.1 Bakgrund

Private Equity-investeringar (PE-investeringar) fick sitt genombrott under 1980-talet i form av en massiv våg av leveraged buyouts (LBOs) i USA. Detta skedde i samband med att den sedermera fängslade Michael Milken, som var chef på Investmentbanken Drexel Burnham Lambert, började erbjuda företag lån i ”junk bonds”.<sup>7</sup> Det hela kulminerade med KKR:s (en av de första stora aktörerna på den amerikanska private equity marknaden) uppköp av RJR Nabisco som på sin tid var den största LBO:n med ett transaktionsvärde på \$25 miljarder.<sup>8</sup> Än idag räknas detta uppköp som ett av de största någonsin. PE-investeringar har sedan dess ökat över åren och är idag ett välkänt fenomen på världens finansmarknader och branschen har sett en otrolig tillströmning av kapital den senaste tiden. Kapitalet kommer främst ifrån pensionsfonder, institutionella investerare, försäkringsbolag,

---

<sup>4</sup> Portföljbolagsstudie 2001-2006, (2007), sid. 4, [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-04-08)

<sup>5</sup> [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-04-14)

<sup>6</sup> [www.evca.com](http://www.evca.com) (2008-04-15)

<sup>7</sup> Arnold, 2005

<sup>8</sup> Arnold, 2005



förmögna privatpersoner osv. När kapitalet införskaffats ser man över lämpliga investeringar för att sedan investera i olika portföljbolag med en tidshorisont på normalt tre till fem år.<sup>9</sup> Urvalet skiljer sig beroende på vilken filosofi PE-bolaget har. Bolag som investerar i företag med negativt kassaflöde och som befinner sig i en uppstartsfas, även kallat start-up, benämns som Venture Capital bolag. Investeringar som görs i större företag med ett positivt kassaflöde och som oftast finns i mognare branscher benämns som buyout-investeringar. Man skiljer främst mellan två olika varianter av buyout, LBO och management buyout (MBO). En buyout-investering bygger på att större delen av köpeskillingen belånas för att sedan betala tillbaka lånet löpande när verksamheten genererar positivt kassaflöde.<sup>10</sup> Det är även vanligt förekommande att utförsäljningar sker av portföljbolagets tillgångar för att kunna betala av lånet. Om ledningen i portföljbolaget är med och investerar i bolaget tillsammans med PE-bolaget är det en MBO, vilket är den enda skillnaden mellan de olika formerna av buyout.<sup>11</sup> Dessa typer av transaktioner sker i huvudsak i regi av PE-bolag som via en fond tillför eget kapital samt skulder till transaktionen.

PE-bolagen skapar avkastning till sina investerare på i huvudsak två sätt. Eget kapital är dyrare än lånat kapital, främst pga. att man på eget kapital kräver en högre avkastning men även att man har en skatteskuld på skulder som gör belånat kapital billigare. PE-bolagen skapar holdingbolag för att utifrån dessa göra sina uppköp och har fram tills sommaren 2007 belånat dessa till rekordnivåer med beräkningen att man ska kunna sälja företaget till samma värdering som man köpte det för. Under de normalt tre till fem år som man äger bolaget betalas skulden av med hjälp av det kassaflöde som bolaget genererar och när man sen säljer företaget så har man en betydligt större del eget kapital jämfört med vad man hade när man köpte bolaget. PE-bolagen gör ofta investeringarna p.g.a. att de tror att bolagen antingen är undervärderade på marknaden eller att de tycker att de är misskötta. När PE-bolaget väljer att realisera sin vinst/förlust kan de göra exit genom två huvudsakliga metoder,<sup>12</sup>

- Sälja bolaget till ett annat PE-bolag, en så kallad finansiell försäljning
- Sälja bolaget till en industriell köpare, en så kallad trade sale
- Börsintroducera bolaget

---

<sup>9</sup> www.svca.se (2008-04-17)

<sup>10</sup> www.svca.se (2008-04-17)

<sup>11</sup> Arnold, 2005

<sup>12</sup> www.svca.se (2008-04-17)

Dessa tre alternativ är de som kallas för exitstrategier. För att kunna sälja företagen dyrare vid en exit jobbar PE-bolagen i varierande utsträckning med att förädla värdet på deras investeringar. Detta kan göras på flera sätt, till exempel genom att förbättra lönsamheten. Andra strategier kan vara att man stycker upp bolaget och säljer enskilda divisioner. Detta för att summan av alla delar ger ett högre pris än vad man hade fått om man sålt bolaget som en enhet. Slutligen tjänar PE-bolagen även pengar genom en förvaltningsavgift som betalas av investerarna. Denna avgift brukar ligga kring 1,5-2,5 % av den aktuella fondens värde. Dessutom tas ett förvaltararvode ut som ofta ligger på 20 % av alla vinster som görs över en viss nivå, vanligtvis över 20 % avkastning.<sup>13</sup>

## 1.2 Problemdiskussion

PE-bolagen har under senare tid växt fram som ett konkurrenskraftigt investeringsalternativ för institutionella investerare, förmögna privatpersoner, pensionsfonder och försäkringsbolag genom de goda avkastningar som levererats. I och med att PE-bolagen på kort sikt skapar god avkastning har det med tiden blossat upp en debatt huruvida ett långsiktigt värde skapas i portföljbolagen eller om de enbart genererar kortsiktig avkastning till sina investerare. PE-bolagens drivkraft påstås vara enbart monetär genom att de inte agerar långsiktigt och genom avveckling av portföljbolagen påverkas de negativt. Här har det under de senaste åren skett en tydlig förändring i avvecklingsprocessen. Tidigare børsintroducerade PE-bolagen portföljbolagen i större utsträckning medan det idag har blivit betydligt mer populärt att PE-bolag säljer portföljbolagen till antingen större inhemska eller utländska PE-bolag.<sup>14</sup> Vid en investering finansierar PE-bolagen större delen av köpeskillingen med lån för att maximera avkastningen genom den finansiella hävstång som uppstår. Detta kritiserar då det anses skapa orättvisa förhållanden mellan PE-bolag och industriella aktörer. Kritiken kommer främst ifrån industriella konkurrenter bl.a. Rune Andersson som i en debattartikel i Dagens Industri menar att belåningen går till överdrift och att PE-bolagens agerande gör det omöjligt för industriella aktörer att konkurrera vid uppköp av bolag då prisnivån blir för hög.<sup>15</sup> Regeringen har under senaste tiden uttryckt sitt stöd åt branschen då de menar att de bidrar till förnyelse i det svenska näringslivet. De som ställer sig positiva till PE-bolagen hävdar att den kunskap och erfarenhet många av dessa bolag besitter utgör själva värdet av transaktionen.

---

<sup>13</sup> Hoffmann, 2008

<sup>14</sup> [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-04-25)

<sup>15</sup> Ledare Dagens Industri (2008-03-15)

Man menar dessutom att det skapar nya jobbtillfällen och att branschen inte enbart handlar om pengar utan även om affärsutveckling. Vi vill alltså försöka få en bild av hur PE-bolagen arbetar för att utveckla och skapa ett värde i sina portföljbolag.

Vår genomgående frågeställning:

*Hur arbetar PE-bolagen för att öka värdet i sina portföljbolag?*

### **1.3 Syfte**

Syftet är att beskriva och analysera hur PE-bolagen arbetar för att skapa värde i sina portföljbolag.

### **1.4 Avgränsning**

Uppsatsen går ut på att undersöka hur PE-bolagen som ägare skapar värde i sina portföljbolag. De fallföretag vi använt oss av är av olika storlek gällande förvaltat kapital och deras investeringsområden skiljer sig från varandra, dock handlar det enbart om buyout-investeringar. Uppsatsen studerar hela den värdeskapande processen för PE-bolaget, från corporate governance relaterade värden till operationella och finansiella åtgärder. Här ingår även finansiering av uppköp, styrning av portföljbolag, strategier, omedelbara åtgärder och avkastningsmål. Eftersom vi valt att enbart titta på buyout-investeringar kommer vi inte behandla Venture Capital bolag som riktar in sig på minoritetsinvesteringar i tillväxtbolag. Fokus kommer att ligga på svenska PE-bolag varvid vi inte kommer att lägga någon vikt på internationella aktörer.

### **1.5 Uppsatsens målgrupp**

Målgruppen för denna uppsats är universitetsstudenter som intresserar sig av värdeskapande inom Private Equity. Uppsatsen är även av intresse för aktörer inom Private Equity branschen.

## **1.6 Uppsatsens disposition**

Inledningsvis har vi valt att beskriva den metodik och det tillvägagångssätt som vi använder oss av i uppsatsen. I teoriavsnittet som därefter presenteras redogörs först för den praktiska referensramen för att underlätta vidare läsning. Vidare för en djupare insikt i ämnet introduceras den teoretiska referensramen som ligger som grund för empirin och analysen. Sedan presenteras resultatet från de empiriska iakttagelserna där fallföretagen är anonyma. Analysdelen består av en jämförelse baserat på de relevanta teorierna ur den teoretiska referensram vi redogjort för och de empiriska studierna. Slutligen beskrivs de slutsatser som uppsatsen föranlett och förslag till vidare forskning presenteras efter detta.

## 1.7 Nyckelord

**PE-bolag:** Private Equity bolag inriktade på buyout investeringar

**Buyout:** Investering som bygger på en hög skuldsättningsgrad

**LBO (Leveraged Buyout):** Ett uppköp av bolag som möjliggörs med en hög skuldsättning

**MBO (Management Buyout):** Ett uppköp där den gamla ledningen tillsammans med ett PE-bolag köper ut företaget

**IPO (Initial Public Offering):** Börsnotera ett bolag

**Exit:** Avyttring av innehav i portföljbolag genom t.ex. IPO, industriell eller finansiell försäljning

**Corporate Governance:** Hanterar resonemang och bestämmelser om hur organisationer skall ägas och styras med aktieägarnas intresse i fokus.

**Due Diligence:** Granskning av ett företag innan beslut om investering tas

**EVCA:** Europeiska Riskkapitalföreningen

**SVCA:** Svenska Riskkapitalföreningen

**CEO (Chief Executive Officer):** Verkställande direktör

**CFO (Chief Financial Officer):** Ekonomi chef

**COO (Chief Operative Officer):** Operativ chef

**Dual Track:** Strategi där man förbereder dels en IPO men även en försäljning till en finansiell eller industriell köpare

**KPI (Key Performance Indicators):** Finansiell och icke-finansiell metrik som används för att hjälpa organisationer definiera och mäta utvecklingen gentemot organisationens mål

## 2. METOD

---

*I detta kapitel beskrivs de grundläggande teorierna inom metodforskning. Därefter förklaras och motiveras vårt val av teorier som grundas i att uppfylla syftet. Avslutningsvis diskuteras källornas trovärdighet.*

---

Syftet är att beskriva och analysera hur PE-bolag arbetar för att skapa värde i sina portföljbolag. Detta innebär att kunskapssyftet är deskriptivt och således skall ses utifrån ett visst perspektiv, i detta fall utifrån PE-bolagens.<sup>16</sup>

Man skiljer mellan två olika metodiska tillvägagångssätt vid forskning utifrån etablerade teorier. Först den deduktiva metoden där man genom studier har för avsikt att bevisa ett antal förutfattade teorier. Det andra tillvägagångssättet, "upptäckens väg", är den induktiva metoden som innebär att man utifrån empirin skapar teorier.<sup>17</sup> Vi har valt en deduktiv ansats då vi har för avsikt att använda etablerade teorier för att analysera värdeskapandet. Det skall dock beaktas att viss kritik riktas mot deduktiva ansatser då informationsinsamlingen är mindre och mer "riktad" än i induktiv.<sup>18</sup> Vi bedömer dock att deduktiv är att föredra då induktiva ansatser ämnar sig bättre i breda granskningar. Vi anser även att den deduktiva ansatsen ger större möjligheter att mer påtagligt beskriva situationen.

Undersökningen sker främst utifrån ett nutidsperspektiv där vi undersöker buyouts för att kunna öka förståelsen för hur den värdeskapande processen fungerar på både lång och kort sikt.

### 2.1 Kvalitativ ansats

Då avsikten är att studera PE-bolagens värdeskapande processer på djupet bedömer vi att detta görs bäst med främst kvalitativ data. Detta beslut grundas i att kvalitativ data beaktar flera olika vinklar av samma process.<sup>19</sup> I och med att vi utgår från att det faktiskt skapas ett värde i portföljbolagen, istället för om det skapas, anser vi att kvalitativ data är att föredra. Den totala förståelsen och underlättandet av att uppfylla syftet tar avstamp i PE-bolagens perspektiv. För den

---

<sup>16</sup> Andersen, 1998.

<sup>17</sup> Holme & Solvang, 1997

<sup>18</sup> Jacobsen, 2002

<sup>19</sup> Jacobsen, 2002

djupa analysen behövs ett förstående som fördelaktigt förklaras med hjälp av kvalitativa intervjuer.<sup>20</sup>

## 2.2 Fallstudie

För att vi på ett nyanserat sätt skall ge läsaren en inblick i PE-bolagens värdeskapande är det en nödvändighet att hämta empiriskt material från verkligheten. Genom att studera ett antal PE-bolag och deras processer vid värdeskapande ämnar vi att addera den relevans som är nödvändig för att få en djup förståelse. Vi anser att vår studie är en ögonblicksstudie då informationstillgången och tiden är begränsad.<sup>21</sup>

## 2.3 Urval av PE-bolag

Vi har valt fem svenska PE-bolag som alla skiljer sig något från varandra. Två av våra utvalda PE-bolag har mer nordisk/europeiskt fokus och är där bland marknadsledarna i fråga om fondstorlek. De tre resterande fokuserar på buyouts på den nordiska marknaden. Två av dessa inriktar sig på medelstora bolag (mid-cap) medan det sista koncentrerar sig på större bolag (mid-large cap).

De har alla olika lång erfarenhet men tillhör de större PE-bolagen på den svenska marknaden. Anledningen till att vi valt dessa är alltså deras olikheter i kombination med deras storlek och erfarenhet. Vi bedömer att dessa PE-bolag kan ge oss olika vinklar av branschen vilket vi ser som en fördel i avsikten att uppfylla syftet.

Då mycket av PE-bolagens information är sekretessbelagd har vi valt att hålla våra PE-bolag anonyma för att öka möjligheterna att få ut information som vi eventuellt inte fått annars.

Respondenterna benämns som X då är ensamma och X och Y då de är fler än en. Bolagen benämns som A, B, C, D och E. Valet av bokstavsordningen är lottat och därför ej rangordnat efter storlek eller investeringsfokus.

---

<sup>20</sup> Andersen, 1998

<sup>21</sup> Lundahl & Skärvad, 1999

## 2.4 Datainsamlingsmetod

För att ge en inblick i PE-bolagens verksamhet och branschens syn på värdeskapande kommer vi använda sekundärdata i form av relevant kurslitteratur, artiklar, EVCA och SVCA. För att sedan gå in mer på djupet kommer vi använda oss av primärdata i form av personliga intervjuer hos fallföretagen. Det rör sig om personer i nyckelpositioner som har insyn i de processer vi har för avsikt att beskriva och analysera. Vi avser att lägga störst vikt vid primärdata då vi är ute efter en djup förståelse av de värdeskapande processerna vid buyout-investeringar.<sup>22</sup>

## 2.5 Den semistrukturerade intervjun

Inom forskning är intervjun en vanlig metod för att få svar på relevanta problem. Den kan användas både i kvantitativ samt kvalitativ forskning men används i störst utsträckning i den sistnämnda. De två motpolerna standardiserad intervju, där man strikt följer frågeformulär, och ostandardiserad intervju, fri och djup, har en mittpunkt, den semistrukturerade intervjun som vi har avser att använda. I denna intervjuform har man förutbestämda frågor för att hålla en ”röd tråd”, samtidigt som man kan ställa följdfrågor för att få ett mer uttömmande svar.<sup>23</sup> Anledningen till att vi valt denna intervjuform är för att vi vill kombinera stringens med möjligheten till att få svar som kan ge ökad förståelse för de värdeskapande processerna vid buyouts.

För att få en nyanserad och bred förståelse för ämnet har vi valt att intervjua personer med varierande befattning. På A intervjuas en medgrundare och VD, på B två medarbetare, på C en partner, på D två medarbetare och på E en investment manager. Vi anser att personliga intervjuer ger bäst resultat i vårt syfte. Telefonintervjuer har en tendens att utelämna viktigt budskap och kan övergå i en diskussion. Då kommunikation utöver tal till stor del bygger på kroppsspråk och ansiktsuttryck anser vi att personlig intervjun passar bättre. Eftersom data till analysen till stor del grundas på intervjuer är vikten av deras kvalitet betydande. I intervjumetodiken har vi valt att alla gruppmedlemmar medverkar vid intervjuerna. Detta för att undvika att någon skapar en relation till respondenten och för att vi inte vill utelämna något viktigt vid informationstolkningen. För att eliminera risken att utelämna viktig information kommer vi att använda

---

<sup>22</sup> Jacobsen, 2002

<sup>23</sup> Bryman & Bell, 2005



bandspelare vid intervjuerna. Eftersom de som medverkar är anonyma tror vi inte att någon av respondenterna har något problem med att intervjun bandas.

## 2.6 Källkritik

Kritik riktas mot både sekundär- och primärkällor. I sekundärkällornas fall rör det sig om att kurslitteratur, artiklar och elektroniska källor inte alltid är ämnade för vårt syfte och därför kritiskt måste bearbetas för att vara informationsnyttiga. Dessa källor har även en tendens att ej beakta de negativa aspekterna och således bidra till minskad nyansering och objektivitet i argumentationen. Då många av böckerna och artiklarna är skrivna av utländska författare och baserade på internationella förhållanden är det viktigt att vi tar detta i beaktning då uppsatsen behandlar svenska förhållanden och svenska PE-bolags verksamhet. Vi har därför genomgående försökt använda oss av teorier och fakta som är relevant oberoende av vilket land eller kultur de har sitt ursprung i.

Intervjuerna utgör större delen av vår datainsamling vilket innebär att dem bör ha hög trovärdighet. Vad som bör beaktas är att respondenten inte alltid ger en objektiv bild av företaget, det finns alltid en risk att respondenten vill framställa en så bra bild som möjligt och därför väljer bort vissa fakta. Det finns dessutom en risk att respondenten istället för att beskriva företagets verksamhet redogör för hur branschen generellt ter sig.

Då vi intervjuar personer med olika befattningar bör man beakta att dessa kan ge en varierande bild av PE-bolagens verksamhet. Detta beroende på att respondenterna har en varierande bakgrund och olika erfarenheter. Vi är medvetna om detta men tror samtidigt detta kan bidra till en bredare bild av hur PE-bolagen arbetar.

## 2.7 Trovärdighet

Eftersom uppsatsen baseras på kvalitativ forskning avser vi att utgå ifrån Lincoln och Gubas modell avseende värdering av undersökningsmaterialet.<sup>24</sup> Modellen utgår ifrån två grundläggande kriterier, trovärdighet och äkthet. Trovärdigheten delas upp i fyra delkriterier:

- Tillförlitlighet
- Överförbarhet

---

<sup>24</sup> Guba & Lincoln, 1994

- Pålitlighet
- Möjligheten att styrka och bekräfta materialet

Dessa fyra delkriterier motsvarar var och en del av den kvantitativa forskningen.<sup>25</sup> För att säkerställa intervjuernas tillförlitlighet har vi efter sammanställning av intervjuerna skickat denna till respondenten. Detta för att respondenten skall kunna bekräfta att den bild vi fått är riktig. En respondentvalidering fungerar som en försäkring då vi vill vara säkra på att resultatet från intervjun överensstämmer med de erfarenheter och uppfattningar respondenten har.<sup>26</sup>

Då intervjuerna är av semistrukturerad karaktär täcker svaren in en stor del av PE-bolagens verksamhet och därför anser vi att det finns en stor överförbarhet. Svaren kan med fördel användas vid studier av andra delar i PE-bolagens verksamhet t.ex. buy-and-build processer.<sup>27</sup>

Pålitligheten är jämförbar med reliabiliteten inom kvantitativa undersökningar. För att säkerställa denna har vi i samband med intervjufasen tillsammans med utvalda kompetenta personer aktivt granskat undersökningens kvalitet. Detta anses ofta vara problematiskt i samband med företagsekonomisk kvalitativ forskning men fungerade väl under denna undersökning då våra data inte var av överväldigande storlek.<sup>28</sup>

Att styrka och bekräfta resultaten tar utgångspunkt i att forskarens värderingar och teoretiska inriktning ej påverkar undersökningens slutsats. I och med den initiala kritiska granskning som gjorts tillsammans med en tredje part anser vi att det är säkerställt att författarnas värderingar ej påverkar slutsatserna av undersökningen.<sup>29</sup>

Äkthetskriterierna behandlar mer allmänna frågor som berör konsekvenserna av forskningen, t.ex. huruvida undersökningen bidrar till och möjliggör en framtida förändring hos respondenterna.<sup>30</sup> Då uppsatsen är av beskrivande karaktär anser vi att detta är irrelevant och något vi valt att ej behandla ytterligare.

---

<sup>25</sup> Bryman & Bell, 2005

<sup>26</sup> Bryman & Bell, 2005

<sup>27</sup> Bryman & Bell, 2005

<sup>28</sup> Bryman & Bell, 2005

<sup>29</sup> Bryman & Bell, 2005

<sup>30</sup> Guba & Lincoln, 1994

### 3. PRAKTISK REFERENS RAM

---

*Inom den praktiska referensramen ämnar vi att ge läsaren en övergripande och historisk bild av den svenska private equity marknaden och dess utveckling samt vilken funktion PE-bolagen har idag. För en ökad förståelse presenteras vidare de olika former av buyout som dominerar marknaden.*

---

Man skiljer framförallt mellan två olika former av Private Equity, Venture Capital (VC) och buyout. Med VC menas investeringar i små och medelstora företag som befinner sig i en tillväxt- och uppstartsfas och därmed ofta präglas av negativa eller svaga kassaflöden.<sup>31</sup> Buyout-investeringar däremot är PE-bolag inriktade på mogna bolag med i regel positiva kassaflöden.<sup>32</sup> Med tanke på vår inriktning där vi skriver om buyout inriktade PE-bolag kommer dessa begrepp vara synonyma. Det är även dessa som figurerat mest frekvent i mediala sammanhang den senaste tiden.

#### 3.1 PE-bolagens funktion

Enligt Hoffman (2008) agerar PE-bolagen mellanhänder mellan investerare och målbolagen.<sup>33</sup> Hoffman definierar utifrån detta fem olika funktioner hos PE-bolag,<sup>34</sup>

- Investera det anskaffade kapitalet
- Bedöma och värdera investerings möjligheter
- Finansiera målbolagens verksamhet
- Övervakning och guidning av målbolag
- Göra exit för att realisera vinste

#### 3.2 PE-bolagens struktur

---

<sup>31</sup> www.svca.se (2008-05-03)

<sup>32</sup> www.svca.se (2008-05-03)

<sup>33</sup> Hoffmann, 2008

<sup>34</sup> Hoffmann, 2008

Innan PE-bolagen har möjlighet att investera i bolag krävs kapital. Det anskaffas från utvalda investerare som garanterar en viss summa till PE-bolagets fond. Inget kapital överförs direkt utan vid behov skjuts kapital till. PE-bolaget brukar även ställa upp med kapital till fonden i syfte att ta del av avkastningen och storleken på fonden bestäms ofta på förhand. Samtidigt som fonden öppnas och investerarna anmäler sitt intresse bestäms livslängden på denna. Vanligtvis brukar livslängden uppgå till cirka tio år och i samband med fondens avslut får investerarna förhoppningsvis tillbaka sitt kapital plus en eventuell överavkastning. Figuren nedan visar hur ett PE-bolags struktur kan se ut.

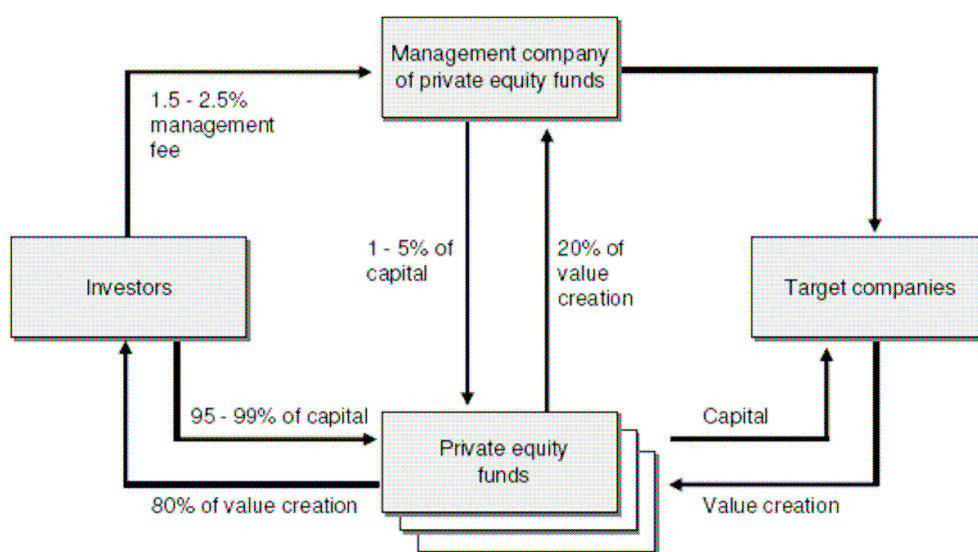


Fig 3, källa: *Private Equity Exits*<sup>35</sup>

### 3.3 Historik och fakta om Private Equity

Pionjärer inom Private Equity är det amerikanska PE-bolaget Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR), som startade sin verksamhet 1976.<sup>36</sup> Efter hand växte även buyout industrin fram i Europa och pionjärer var engelska PE-bolag. I Sverige tog branschen fart på 1980-talet med föregångare (synonym) som Nordic Capital och Industrikapital. Dessa aktörer dominerar marknaden än idag tillsammans med EQT. I början på 1990-talet då bankkrisen drabbade Sverige var intresset för riskkapital litet och det var problematiskt för PE-bolagen att locka investerare. 1996 förvaltade de svenska PE-bolagen sammanlagt 16 mdr och branschen har

<sup>35</sup> Povaly, 2007

<sup>36</sup> Hoffmann, 2008

sedan dess växt lavinartat.<sup>37</sup> År 2004 var samma siffra 230 mdr kronor vilket då utgjorde ca 10 % av stockholmsbörsens värde.<sup>38</sup>

### 3.4 Olika former av buyout

Den svenska private equity marknaden präglas av huvudsakligen två former av buyout, LBO och MBO. När respektive buyout lämpar sig beror första hand på under vilka omständigheter affären genomförs.

#### 3.4.1 Leveraged buyout (LBO)

En LBO kännetecknas av att andelen lån av köpesumman är signifikant. Tillgångarna i det uppköpta bolaget brukar oftast användas som säkerhet för lånen. Det är framförallt framtida kassaflödet som anses vara viktig för det förvärvande bolaget eftersom det är utifrån det lånen sedan återbetalas.<sup>39</sup> Meningen med LBOs är att möjliggöra för företag att göra stora förvärv utan att behöva avsätta allt för mycket eget kapital.<sup>40</sup> Denna form av buyout är enligt den svenska riskkapitalföreningen den mest frekvent förekommande formen på den svenska private equity marknaden.<sup>41</sup>

#### 3.4.2 Management buyout (MBO)

Vid en MBO är det företagets befintliga ledning som i samverkan med ett PE-bolag köper ut företaget.<sup>42</sup> Det finns ett antal faktorer som ligger bakom en MBO och detta kan bl.a. vara:<sup>43</sup>

- Man anser att vissa delar av företaget inte anses höra till kärnkompetensen
- Företaget är pressat finansiellt och är i stort behov av kapital
- Familjeföretag där huvudägaren planerar avgång
- Ledningen ser en möjlighet att nå självständighet och självstyr

---

<sup>37</sup> [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-05-15)

<sup>38</sup> [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-05-15)

<sup>39</sup> Hoffmann, 2008

<sup>40</sup> Hoffmann, 2008

<sup>41</sup> [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-05-19)

<sup>42</sup> Arnold, 2005

<sup>43</sup> [www.12manage.com](http://www.12manage.com) (2008-05-19)

## 4. TEORETISK REFERENS RAM

---

*I detta kapitel redogör vi för den teoretiska referensramen som baseras på värdeskapande processer inom corporate governance, operationella och strategiska åtgärder samt finansiella förändringar. Denna del utgör sedan tillsammans med empirin grunden för analysdelen.*

---

### 4.1 Värdeskapande genom corporate governance

De senaste årens ökade intresse för PE-investeringar i Sverige har i viss mån omdefinierat den svenska synen på corporate governance. I och med PE-bolagens investeringar i onoterade bolag och deras krav på utveckling och tillväxt har det skapats en efterfrågan på kompetenta personer med relevant erfarenhet och kunskap som kan ta plats i dessa bolags styrelser och ledningar. Inte sällan kommer dessa personer från uppdrag i noterade bolag, drivna av den frihet och ersättning PE-bolagens portföljbolag erbjuder.<sup>44</sup>

När det handlar om att skapa värde och utveckla mer mogna bolag av det slag som de större svenska PE-bolagen investerar i har det väckts kritik mot den typ av intresseförhållanden och strukturer som karakteriserar de publika företagen. Man menar att de regler och lagar som gäller för publika bolag försämrar förutsättningarna för värdemaximering och riskerar att leda till ineffektivt utövande av corporate governance.<sup>45</sup>

En fråga som engagerat många forskare är vilka faktorer som ligger bakom en buyout relaterad värdeökning. Renneboog, Simons and Wright (2007) gjorde en undersökning av 181 brittiska buyout investeringar där de identifierade tre

---

<sup>44</sup> Carlsson, R.H., (2007), *Swedish Corporate Governance and Value Creation – Owner still in drivers seat*, Corporate Governance: An International Review, Vol. 15, No. 6, pp. 1038-1055

<sup>45</sup> Cuny, C.J & Talmor, E, (2007), *A theory of private equity turnarounds*, Journal of Corporate Finance, Vol. 13, No. 4, pp. 629-646

huvudanledningar till en värdeökning nämligen undervärdering av portföljbolaget inför utköpet, skattesköldseffekten samt ett omgjort incitamentprogram.<sup>46</sup> Även Nikoskelainen och Wrights undersökning (2007) av 321 genomförda buyouts visar på vikten av portföljbolagsrelaterade corporate governance-mekanismer som t.ex. skuldsättningsgrad och en delägande ledning för att skapa ett värde utöver det finansiellt relaterade värdet.<sup>47</sup> Detta accentuerar betydelsen av relationen mellan ägare, styrelse och ledning som en del i den värdeskapande processen och visar varför buyouts är ett populärt sätt för att försöka realisera dessa värden.

Annan relevant forskning är bl.a. Jensens teori (1986) om fritt kassaflöde där han menar att buyouts bidrar till att skapa en corporate governance-mekanism som genom förbättrad operationell effektivitet sänker agentkostnader och höjer värdet på portföljbolaget.<sup>48</sup> Jensen menar att, då buyouts ofta är strukturerade med en stor del skuld, skapar räntekostnaderna ett alternativ till onödiga utdelningar och tveksamma investeringar och därmed minskar risken för agentkostnader. Vidare bidrar skyldigheten att betala ränta och amorteringar, som inte är frivilliga på samma sätt som utdelning, till att motivera ledningen och effektivisera deras arbete. Misslyckas man att generera ett positivt kassaflöde finns risken att bolaget går i konkurs. Jensen menar vidare att en buyout med hög skuldsättning leder till att PE-bolaget kontrollerar en större del av portföljbolaget än de skulle göra om skuld delen ersatts med andra investerare.<sup>49</sup> Denna koncentrerade och fokuserade ägarstruktur hjälper till att övervaka och kontrollera ledningens arbete på ett effektivt sätt och ger ägarna en möjlighet att aktivt fatta beslut i viktiga strategiska frågor som i bolag med stor ägarspridning annars hade fattats av ledningen själva. Även Singh (1990) pekar på fördelarna med en koncentrerad ägarstruktur och hans undersökning av 65 buyouts mellan 1986 och 1989 visar på en kraftig ökning av ägarrepresentation inom styrelsen vilket indikerar att PE-bolagen tar en aktiv roll inom styrelsearbetet.<sup>50</sup>

En fokuserad ägarstruktur minimerar på så sätt problemet som inom ekonomisk vetenskap kallas för agentteorin. Den beskriver förhållandet mellan ett bolags styrande element och nyanserar hur ledning, styrelse och ägare agerar efter olika målsättningar och intressen. Utgångspunkten är således att varje grupp agerar

---

<sup>46</sup> Renneboog, L; Simons, T; Wright, M, (2007), *Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation*, Journal of corporate finance, Vol. 13, No. 4, pp. 591-628

<sup>47</sup> Nikoskelainen, E & Wright, M, (2007), *The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts*, Journal of Corporate Finance, Vol. 13, No. 4, pp. 511-537

<sup>48</sup> Jensen, M.C, (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

<sup>49</sup> Jensen, M.C, (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

<sup>50</sup> Singh, H, (1990). *Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering*, Strategic Management Journal, Vol. 11, pp. 111-129

efter sina egna intressen och därför är nyttomaximerande istället för att tänka på företagets bästa.<sup>51</sup> Bakomliggande faktorer till konflikten är den informationsasymmetri som uppstår i förhållandet mellan t.ex. styrelse och ledning (principal och agent).<sup>52</sup>

*”An agency relationship exists when one party (the principal) contracts with another party (the agent) to act on behalf of the principal”<sup>53</sup>*

- Robert M. Grant

Problemet uppstår när principalen kompenserar agenten för handlingar som är nödvändiga för principalen men kostsamma för agenten, samtidigt som handlingarna är svåra och kostsamma att övervaka för principalen. Denna informationsasymmetri kan alltså ge upphov till att agenten agerar efter sina egna intressen i och med att dennes handlande är svårövervakat och andra alternativ är av mer nyttomaximerande karaktär.<sup>54</sup>

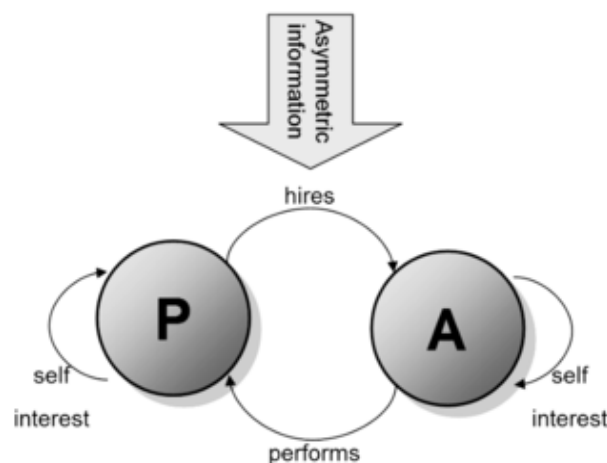


Fig 4, Illustration av Principal (P) Agent (A) Teorin.<sup>55</sup>

Denna situation bidrar till att de så kallade agentkostnaderna uppstår. När agenten agerar i eget intresse istället för att agera utifrån företagets bästa uppstår residualkostnader.<sup>56</sup> I de fall där principalen måste övervaka agenten för att denna

---

<sup>51</sup> Anthony & Govindarajan, 2003

<sup>52</sup> Jensen, M.C & Meckling, W.H, (1986), *Theory of the Firm : Managerial Behaviour, agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360

<sup>53</sup> Grant, 2008 sid. 177

<sup>54</sup> www.answers.com, (2008-05-15)

<sup>55</sup> www.answers.com, (2008-05-15)

<sup>56</sup> Jensen, M C, (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329



skall handla efter principalens bästa uppkommer övervakningskostnader. När agenten och principalen har överenskommelser och förpliktelser gentemot varandra inträder bindningskostnader.<sup>57</sup> En relevant exemplifiering är om styrelsens mål vid en buyout-investering är att öka värdet genom förvärv och ledningen förespråkar organiskt tillväxt. Denna situation kommer att ge upphov till agentkostnader och försvåra samarbetet och möjligheten att uppnå målsättningen. För att kunna hantera denna situation krävs att styrelse och ledning strävar efter samma mål. I buyout-investeringar då ledningen ofta byts ut kan uppkomsten av agentkostnader dock motarbetas i ett tidigt skede genom en koncentrerad ägarstruktur och en aktiv styrelse.

#### 4.1.2 Värdeskapande genom incitament

*”The key to motivating people to behave in a manner that furthers an organizations goals lies in the way the organizations incentives relate to the individuals goals”<sup>58</sup>*

– Anthony & Govindarajan

En viktig förutsättning för att en organisation skall utvecklas och nå sina mål är att ledningen är motiverade nog att lägga ner det arbete som krävs. Incitamentprogrammets syfte är att fungera som en sådan motivationsfaktor och kan se ut på flera olika sätt. Enligt Anthony & Govindarajan består en lednings totala ersättning av tre delar: lön, olika typer av förmåner t.ex. firmabil samt någon typ av incitamentprogram.<sup>59</sup> Det man fokuserar på i de värdeskapande processerna är incitamentprogram och då buyouts ger en förutsättning för ledningen att gå in som ägare tillsammans med PE-bolaget skapas det starka incitament till att generera ett värde.

Jensen (1989) menar i sin ”incentive-intensity” hypotes att det är lättare att skapa incitament hos ledningen i en buyout baserad corporate governance struktur jämfört med en publikt ägd organisationsstruktur.<sup>60</sup> Fördelarna med en buyout är tredelad enligt Jensen. För det första ökar en buyout ledningens andel av

---

<sup>56</sup> Sosik & Dionne, 1997

<sup>57</sup> Jensen, M C, (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

<sup>57</sup> Sosik & Dionne, 1997

<sup>58</sup> Anthony & Govindarajan, 2003 sid. 565

<sup>59</sup> Anthony & Govindarajan, 2003

<sup>60</sup> Jensen, M.C, (1989), *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, Vol. 67, No. 5, pp. 61-74

aktiekapitalet vilket sammankopplar ledningens personliga förmögenhetsökning med portföljbolagets värdeökning. För det andra skapas det en koncentrerad ägarstruktur med en starkt fokuserad ägare (PE-bolaget) som har starka incitament till att övervaka ledningens arbete samtidigt som det minskar kostnaderna för ägarna att engagera sig. För det tredje finns de fördelar som är förenade med begränsat fritt kassaflöde relaterat till bankernas krav på räntebetalningar och amorteringar (denna teori behandlades djupare tidigare i kapitlet under rubriken corporate governance).<sup>61</sup>

”Piskan & Moroten” förklarar vikten av balansen i ett incitament. Ledningen måste bli både motiverade samtidigt som de bör känna en viss press från styrelsen att realisera de satta målen.<sup>62</sup> Detta är vanligt förekommande i buyout-investeringar då ledningen oftast är involverade med eget kapital genom förvärvade aktier och/eller optioner kopplade till portföljbolaget.

### 4.1.3 Nätverk

I PE-bolagen är nätverken en viktig del av den värdeskapande processen. Forskningen har under de två senaste decennierna allt mer börjat ta hänsyn till att företag ofta är i behov av ny kunskap. Detta dels p.g.a. att ekonomin och teknologin är mer snabbföränderlig och företag måste således kunna utnyttja detta med kunskap som verktyg. Denna kunskap kan bl.a. återfås genom ett starkt och brett nätverk.<sup>63</sup>

I nätverksanalys finns två delar, process- och strukturanalys. Den sistnämnda har för avsikt att beskriva hur nätverket ser ut rent fysiskt och förklara vilka personer som ingår. I processanalysen görs en mer djupgående analys av vad relationen innehåller dels i form av vilka kompetenser som finns och dels i vilka situationer de kan bli användbara.<sup>64</sup>

## 4.2 Värdeskapande genom operationella och strategiska åtgärder

---

<sup>61</sup> Jensen, M C, (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

<sup>62</sup> Sosik & Dionne, 1997

<sup>63</sup> Nygaard, 2002

<sup>64</sup> Nygaard, 2002

Vid en buyout-investering har PE-bolaget möjligheten och ansvaret att förbättra portföljbolagets lönsamhet. För att öka värdet kan olika metoder användas varav en är genom operationella och strategiska åtgärder. Det finns sedan tidigare forskning som visar på ett samband mellan PE-bolags inträde i portföljbolag och en bättre lönsamhet.<sup>65</sup>

Att se över hur portföljbolagets tillgångar är sammansatta för att sedan kunna göra nödvändiga förändringar är en del i dessa typer av åtgärder. Förändringsprocesserna utgår ifrån beslut i styrelsen för att sedan implementeras vidare ner genom organisationen. För att få ökade försäljningsmarginaler och ett positivt kassaflöde används,<sup>66</sup>

- Kostnadsreduceringar
- Förändring i kapitalbindning
- Kompetent personal
- Produktionseffektivitet.

För att kunna göra kostnadsreduceringar så effektivt som möjligt måste PE-bolaget förstå portföljbolagets verksamhet på djupet enligt Doyle (1996).<sup>67</sup> Därefter kan kostnadsstrukturer ses över och nya kostnadsreducerande åtgärder kan föreslås.<sup>68</sup>

Enligt Muscarella & Vetsuypens studie (1990) av 72 publika bolag som blev utköpta av PE-bolag och sedan börsintroducerade igen hade deras vinst ökat avsevärt.<sup>69</sup> Detta hade till största del möjliggjorts tack vara kostnadsreduceringar.<sup>70</sup> Samma undersökning konstaterades att 80 % av portföljbolagen upplevde att en operationell förbättring hade ägt rum under PE-bolagens tid som ägare. Studien föreslår alltså att PE-bolagen har en förmåga att skapa nya organisationsstrukturer som är mer kostnadseffektiva än tidigare ägares.

Ytterligare undersökningar som påvisar PE-bolagens inverkan på portföljbolags ökade vinster efter uppköp är Singhs från 1990. Den visar att bolag som är private equity ägda på relativt kort tid har en högre vinst än konkurrenter och att det kan

---

<sup>65</sup> Berg, A. & Gottschalg, O, (2005), *Understanding Value Generation in Buyouts*, Journal of Restructuring Finance, Vol. 2, No. 1, pp. 9-37

<sup>66</sup> Berg, A. & Gottschalg, O, (2005), *Understanding Value Generation in Buyouts*, Journal of Restructuring Finance, Vol. 2, No. 1, pp. 9-37

<sup>67</sup> Doyle, 1996

<sup>68</sup> Wright, M; Hoskisson, R E; Busenitz; L.W, (2001), *Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth an Entrepreneurship*, Academy of Management Executive, Vol. 15, No. 1, pp. 111-125

<sup>69</sup> Muscarella, C. J & Vetsuypens, M. R, (1990), *Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs*, The Journal of Finance, Vol. 45, No. 5, pp. 1389-1413

<sup>70</sup> Muscarella, C. J & Vetsuypens, M. R, (1990), *Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs*, The Journal of Finance, Vol. 45, No. 5, pp. 1389-1413

finnas ett samband mellan detta och ökade incitament till ledningen samt operationella förbättringar.<sup>71</sup>

Enligt Baker & Wruck (2002) omstruktureras ofta kapitalbindningen i syfte att minska andelen sysselsatt kapital. Detta kan göras genom förbättringar och effektiviseringar inom produktionen och arbetskraften.<sup>72</sup>

Strategiska val och omstruktureringar är ytterligare sätt för ett PE-bolag att skapa värde. Då kostnaden för skuld renderar i att portföljbolaget måste ha ett stabilt kassaflöde för att kunna betala räntor och amorteringar blir utrymmet för strategiska misstag litet.<sup>73</sup> Strategin är alltså både en förutsättning och en risk.

Enligt Easterwoods undersökning (1989) ser vi att cirka hälften av bolagen implementerar nya strategier där de fokuserar mer på sin kärnverksamhet.<sup>74</sup> Många av bolagen väljer även att göra strategiska förvärv och växer på det sättet. I Baker & Wrucks case om företaget O.M. Scott (2002) ser vi hur PE-bolaget redan innan investeringen ser över möjligheten att göra tilläggsförvärv som kan vara gynnsamma för portföljbolaget och dess strategi.<sup>75</sup> Vidare kan PE-bolagens inträden och omstruktureringar bidra till att byråkratin i organisationen minskar vilket underlättar för snabb implementering av åtgärder för att lösa eventuella problem.<sup>76</sup>

### 4.3 Värdeskapande genom finansiella åtgärder

Avsnittet handlar om hur PE-bolagen kan skapa värde i sina portföljbolag med finansiella verktyg. Detta sker med hjälp av en optimal kapitalstruktur (hävstångseffekt), skatteskolden, och olika former av exits. Det är primärt balansräkningen, där eget kapital och skulder ingår, PE-bolagen använder när de genom olika metoder skapar dessa värden.

---

<sup>71</sup> Singh, H, (1990). *Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering*, John Wiley and Sons, Vol. 11, pp. 111-129

<sup>72</sup> Baker, G.P & Wruck, K.H, (2002), *Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buy-outs: the case of O.M*, Harvard University, Boston

<sup>73</sup> Easterwood et al, 1989

<sup>74</sup> Easterwood et al, 1989

<sup>75</sup> Baker, G.P & Wruck, K.H, (2002), *Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buy-outs: the case of O.M scott*, Harvard University, Boston, Vol. 25, No. 2, pp. 163-190

<sup>76</sup> Easterwood, J.C; Seth, A; Singer, R.F, (1989), *The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction*, California Management Review, Vol. 32, No. 1, pp. 30-44

### 4.3.1 Optimal kapitalstruktur

Det som karakteriserar buyout-investeringar är först och främst den höga andelen lån som PE-bolagen använder sig av. Man pratar om en hävstångseffekt som uppstår i och med den höga skuldsättningsgraden. Hävstången används för att maximera avkastningen på investeringen. Beroende på vilket företag eller bransch man tänkt investera i ser kapitalstrukturen annorlunda ut. Dock har den senaste tidens turbulens på världens finansiella marknader bidragit till att kapitalstrukturen i PE-bolagens portföljbolag ändrats drastiskt. Den lånefinansierade delen har minskat vilket gör det svårare för PE-bolagen att ha en optimal kapitalstruktur i portföljbolagen. Det är en blandning av omvärldsfaktorer som påverkar portföljbolagens förutsättningar för en optimal kapitalstruktur där man t.ex. sett en tydlig påverkan från subprime krisen i USA det senaste året.

Anledningen till att PE-bolagen vill ha en optimal kapitalstruktur i sina portföljbolag är huvudsakligen att lånefinansiering är förmånligare än finansiering med eget kapital.<sup>77</sup> Detta p.g.a. att långivarnas ränta är lägre än avkastningskravet från investerarna i PE-bolagens fond.<sup>78</sup> För att räkna ut kostnaden av det egna kapitalet använder man sig av formeln WACC som står för "the weighted average cost of capital".<sup>79</sup> Detta är den genomsnittliga kapitalkostnaden och för att få fram denna använder man sig av andelen lån och eget kapital samt kostnaden för lånen och avkastningskrav från investerarna.<sup>80</sup> För att visa hur WACC kan justeras presenteras nedan ett exempel:

- Ett bolag har en andel lån på 50 % och eget kapital på 50 %
- Kostnaden för lånen är på 6 %
- Avkastningskrav från investerare 20 %
- Skatt på lånedelen uppgår till 30 %

Dessa förutsättningar ger en WACC på:  $(1-0,3)*(6\%*0,5)+(20\%*0,5)= 12,1\%$

Om vi ändrar förutsättningar när det gäller andelen lån och eget kapital och kostnaderna för dessa kommer vi få ett annorlunda resultat.

- Andelen lån 70 % och eget kapital 30 %
- Kostnaden för lånen ökar till 8 % i och med att lånen ökar
- Avkastningskrav från investerarna ökar till 22 %
- Skatt på lånedelen uppgår till 30 %

---

<sup>77</sup> Arnold, 2005

<sup>78</sup> Arnold, 2005

<sup>79</sup> Arnold, 2005

<sup>80</sup> Arnold, 2005

De ändrade förutsättningarna ger en WACC på:  $(1-0,3)*(8\%*0,7)+(22\%*0,3)=10,52\%$

Alltså, vid en högre andel lån har den genomsnittliga kapitalkostnaden i detta exempel sjunkit med tretton procent. Om skuldsättningen blir alltför hög kan kostnaden för lånen göra så att effekten av kapitalstrukturen minskar. På samma sätt påverkar även ett högre avkastningskrav från investerarna den genomsnittliga kapitalkostnaden. Detta är ett tydligt exempel på hur hävstångseffekten kan användas genom att man justerar sin skuldsättningsgrad och därigenom kan påverka sin finansiella utväxling. Något som är viktigt att framhäva är att en högre andel lån innebär en högre risk för ”financial distress” (finansiella dilemman) för portföljbolaget och kan även sätta press på bolaget att snabbt leverera ett positivt kassaflöde.<sup>81</sup> Samtidigt som en ökad skuldsättning kan leda till finansiella dilemman innebär det även att avkastningskravet på det egna kapitalet från investerarna ökar. Det kan även bli problematiskt för portföljbolaget att uppfylla bankernas krav så kallade covenants vid en för hög andel lån.<sup>82</sup>

De som utvecklade teorin om en optimal kapitalstruktur var Miller & Modigliani (M&M) 1958, där de utifrån ett antal antaganden skapade förståelse kring sambandet mellan skuldsättningsgraden och företagets värde.<sup>83</sup> M&M kom i sina tidiga ansatser fram till att skuldsättningsgraden inte påverkar ett företags värde utan att värdet är konstant oavsett kapitalstruktur.<sup>84</sup> Denna modell är fortfarande applicerbar och utifrån denna skapas värde i portföljbolagen enbart genom att deras kassaflöde ökar med tiden. I modellen gör man ett antal antaganden som t.ex:

- Ingen skatt existerar
- Perfekta kapitalmarknader råder
- Individer kan låna lika förmånligt som företag
- Det existerar inga kostnader vid finansiella dilemman

Dessa antaganden ger dock inte en helt felfri bild av verkligheten. Men om man modifierar modellen, vilket gjordes 1963, skapar det förutsättningar för att ge en insikt om den optimala kapitalstrukturen.<sup>85</sup> Ändringen innebar att man tar skatter i

---

<sup>81</sup> Arnold, 2005

<sup>82</sup> Arnold, 2005

<sup>83</sup> Modigliani, F. & Miller, M.H, (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297

<sup>84</sup> Modigliani, F. & Miller, M.H, (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 433-443

<sup>85</sup> Modigliani, F. & Miller, M.H, (1963), *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction* The American Economic Review, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443

beaktande vilket gör att resultatet blir ett annat. Skillnaden blir att värdet på portföljbolaget ökar när skuldsättningsgraden ökar. Anledningen till att värdet ökar när skuldsättningsgraden ökar är att räntekostnader är avdragsgilla.<sup>86</sup> För portföljbolaget medför detta att skatteutbetalningarna minskar och man får möjlighet att utnyttja sin skattesköld.<sup>87</sup> Som tidigare nämnt påverkas bolaget inte enbart positivt av en högre skuldsättning utan det medför även en ökad risk för finansiella dilemman. När ett bolag drabbas av ett sådant tillstånd uppstår höga kostnader som minskar värdet på bolaget jämfört med om det inte hade haft några lån.<sup>88</sup> De kostnader som uppstår är följande enligt Bodie & Merton (2000),<sup>89</sup>

- Undvika konkurs (tidskrävande)
- Advokat arvoden
- Det ger ett dåligt intryck till kunder, leverantörer och anställda

När man nu tar hänsyn till dessa kostnader samt de skattebesparingar man kan göra i och med en högre skuldsättning uppstår en ”trade-off modell”.<sup>90</sup> Modellen förklarar hur man uppnår en balans mellan sina lån och eget kapital för att få en optimal kapitalstruktur.<sup>91</sup>

### 4.3.2 Skatteskölden

PE-bolagen är kända för att ha en hög skuldsättning vid uppköp av bolag och därmed utnyttja skatteskölden. Som tidigare nämnts möjliggör de avdragsgilla räntorna på lånen ett högre kassaflöde jämfört med det egna kapitalet. För att tydliggöra detta presenteras nedan ett exempel.<sup>92</sup>

*I jämförelsen presenteras två företag där finansieringen skiljer sig när det gäller andelen lån och andel eget kapital.*

*Företag A: Företag As kapitalstruktur består av 50 % lån och 50 % eget kapital..*

*Företag B: Företag Bs kapitalstruktur är till 100 % eget kapital.*

*Bolagskatten är i båda fallen 28 %.*

---

<sup>86</sup> Bodie & Merton, 2000

<sup>87</sup> Bodie & Merton, 2000

<sup>88</sup> Bodie & Merton, 2000

<sup>89</sup> Bodie & Merton, 2000

<sup>90</sup> Bodie & Merton, 2000

<sup>91</sup> Arnold, 2005

<sup>92</sup> Arnold, 2005

Företag	A (Belånat bolag)	B (Obelånat bolag)
Verksamhet	500	500
Ränta	-250	0
Resultat efter fin. Netto	250	500
Skatt	-70	-140
Resultat efter skatt	180	360
<b>Ägare</b>		
Utdelning	180	360
Ränta	0	-250
Nettokassaflöde till ägare	180	110

Fig 5, egen konstruktion

*Exemplet ger oss en fingervisning om vilken kapitalstruktur som är mest effektiv och genererar störst kassaflöde. Vid en högre skuldsättningsgrad i företag A uppnås ett kassaflöde som överstiger det i företag B med 70 (180-110). Förklaringen till detta är enkel. Även om räntebetalningarna är lika stora i företagen är det enbart i företag A som de är avdragsgilla. Om man studerar resultaträkningen närmare ser man att företag B betalar just 70 mer i skatt än företag A. Skatten betalas på resultatet efter finansiella nettot vilket betyder att företag B som gör ett betydligt bättre nettoresultat betalar mer i skatt och därmed har ett lägre nettokassaflöde. Detta är en direkt orsak av kapitalstrukturen i företag B.*

Det som begränsar skattesköldens effekt är den risk som en allt för hög skuldsättning medför. Företaget är i större utsträckning utsatt för att drabbas av finansiella dilemman och de kassaflöden man genererar går direkt till att betala räntekostnader. Det blir allt svårare för bolaget att växa i och med att det inte finns något kapital att återinvestera i verksamheten. Med tiden får man också svårt att klara av covenanterna vilket givetvis hämmar företagets utveckling. Definitionen av en för hög skuldsättning är förvisso svårt att redogöra för och det är en mängd faktorer som måste beaktas varför problemets omfattning är för stor för att vidare belysas.



### 4.3.3 Exitstrategier

Att göra en exit innebär att PE-bolaget avyttrar sitt innehav i portföljbolaget vilket vanligen sker efter tre till fem år.<sup>93</sup> I samband med att PE-bolagen studerar ett potentiellt uppköp ser man även ofta över de exit möjligheter som finns i fall ett uppköp skulle bli av. Man skiljer mellan tre olika exitstrategier, börsintroduktion samt försäljning till en industriell eller finansiell köpare.

*“Don’t congratulate me when I buy it, congratulate me when I sell it.”*<sup>94</sup>

*-Henry Kravis, grundare av Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR)*

Cumming & Macintosh (2003) som analyserat exitstrategier menar att olika exit alternativ har stor inverkan på PE-bolag när de bestämmer sig för huruvida de skall investera i ett bolag eller inte.<sup>95</sup> Exitstrategier bör utvecklas för varje portföljbolag anser Gompers och Lerner (1998) som behandlat ämnet och kommit fram till att framgångsrika exits ofta är tidskrävande.<sup>96</sup> Detta visar på vikten av att aktivt jobba med portföljbolagets exitstrategi även under investeringens gång och inte enbart lita på den strategi man utgått ifrån. Lieber kommer i sin undersökning (2004) om portföljbolagens styre fram till att majoriteten av de exits PE-bolag gör initieras av PE-bolagens ”deal team” vilket stöder antagandet att PE-bolagen ofta har en klar och tydlig strategi angående exits.<sup>97</sup>

#### 4.3.3.1 Börsintroduktion

Börsintroduktioner, även känt som IPO, har länge haft stark förankring på den svenska marknaden. Dock har denna exit metod under senare tid stagnerat delvis p.g.a. att man vid börsintroduktioner är beroende av ett stabilt börsklimat och i de tider som råder nu där börsbolag har ovanligt höga förväntningar på sig är IPOs inte lika attraktivt.<sup>98</sup> Som ägare av ett portföljbolag som ska börsintroduceras är det problematiskt att sälja av hela sitt innehav och därmed realisera sin vinst. Man tvingas vara kvar som ägare i portföljbolaget en längre tid vilket kan innebära en högre risk p.g.a. osäkerhet kopplat till en eventuell värdeminskning på investeringen samt att det är tidskrävande vilket kostar PE-bolaget pengar. Det som talar för att göra en IPO är bl.a. att man behåller en potentiell uppsida i bolaget.

---

<sup>93</sup> [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-05-15)

<sup>94</sup> Povaly, 2007 sid. 181

<sup>95</sup> Cumming, D.J & Macintosh, J.G, (2003), *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, Journal of Banking & Finance, Vol. 27, No. 3, pp. 511-548

<sup>96</sup> Gompers, P.A; Lerner, J; Margaret, B.M; Hellmann, T, (1998), *What drives venture capital fundraising?* Brookings papers on Economic Activity, pp. 149-204

<sup>97</sup> Povaly, 2007

<sup>98</sup> [www.svca.se](http://www.svca.se) (2008-05-15)

Povaly (2007) resonerar kring private equity relaterade exits där han menar att kostnaderna för IPOs är högre än vid andra former av exits delvis p.g.a. av den risk en IPO medför men även p.g.a. att det är tidskrävande för PE-bolaget att göra en IPO.<sup>99</sup> Detta styrker antagandet om att IPOs inte är så vanligt förekommande bland PE-bolag jämfört med andra metoder. Dock menar han att det råder en samstämmighet bland författare att IPOs är den mest framgångsrika typen av exits för välpresterande portföljbolag vid gynnsamma marknadsförhållanden. Något som bör påpekas är att IPOs inte är genomförbart för alla portföljbolag enligt Povaly. Detta kan t.ex. gälla mindre bolag där marknaden inte har tillräckligt stor kännedom om bolaget och det finns en risk för illikvid handel i bolaget.

#### 4.3.3.2 Industriell försäljning (Trade Sale)

En industriell försäljning innebär att PE-bolaget säljer sitt portföljbolag till en industriell köpare som ofta är verksam inom samma bransch.<sup>100</sup> Denna exit metod är den vanligaste och genererar inte enbart vinster för PE-bolaget utan även till den industriella köparen som generellt sett bedriver samma verksamhet som portföljbolaget och således t.ex. kan få tillgång till ny teknik.<sup>101</sup> Detta ger ofta köparen förutsättningar för stora effektiviseringar inom företaget och öppnar upp nya marknader.<sup>102</sup> Till skillnad från finansiella köpare, vars motivation ofta är av mer finansiell karaktär, menar Cumming & Macintosh (2003) i sina studier om exitstrategier, att industriella köparens motivation snarare baseras på strategiska element än rena finansiella intressen.<sup>103</sup> Detta ger en klar bild av skillnaden mellan en industriell och finansiell försäljning.

#### 4.3.3.3 Finansiell försäljning

Denna exit metod innebär att ett PE-bolag säljer portföljbolaget till ett annat PE-bolag.<sup>104</sup> Finansiella försäljningar har ökat under senare år framförallt p.g.a. att private equity marknaden har vuxit och att allt mer kapital finns tillgängligt. Den här varianten av exit tenderar att öka vid ett svalare börsklimat då en IPO p.g.a. tidigare nämnda faktorer inte ger den avkastning man räknat med.<sup>105</sup> En exit av den här typen gynnar både investerare och portföljbolag. Om portföljbolaget t.ex.

---

<sup>99</sup> Povaly, 2007

<sup>100</sup> Eckermann, 2006

<sup>101</sup> www.svca.se (2008-05-15)

<sup>102</sup> www.svca.se (2008-05-15)

<sup>103</sup> Cumming, D.J & Macintosh, J.G, (2003), *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, Journal of Banking & Finance, Vol. 27, No. 3 pp. 511-548

<sup>104</sup> www.svca.se (2008-05-13)

<sup>105</sup> Burns, M, (2003), *Europeans Find Mid-Market Buyers: Private equity firms seeking exits avoid IPO market, look for corporates*, The Investment Dealers Digest: IDD, New York, pp. 13-14

står inför en expansion, omstrukturering eller effektivisering behöver man ägare som kan bidra med erfarenheter, resurser, nätverk och kompetens vilket PE-bolag oftast kan.<sup>106</sup>

#### 4.4 Uppsummering av Teoretisk Referensram

För att underlätta läsarens förståelse för teorierna och den tidigare forskning som presenterats samt deras relevans delar vi in dessa i två kategorier. Först summerar vi teorier och forskning av mer allmän karaktär för att sedan summera de vi anser vara direkt applicerbara i analysdelen.

	Allmänna teorier och undersökningar	Relevanta teorier och undersökningar
Värdeskapande genom corporate governance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agentteorin</li> <li>• Nätverksanalys</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jensens Free Cashflow Theory</li> <li>• Renneboog, Simons &amp; Wright</li> <li>• Nikoskelainen &amp; Wright</li> <li>• Jensens Incentive – Intensity Hypothesis</li> <li>• Singh</li> </ul>
Värdeskapande genom operationella och strategiska åtgärder		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Muscarella &amp; Vetsuypens</li> <li>• Singh</li> <li>• Easterwood</li> <li>• Baker &amp; Wruck</li> </ul>
Värdeskapande genom finansiella åtgärder	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Skatteskölden</li> <li>• WACC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Miller &amp; Modigliani</li> <li>• Povaly</li> <li>• Cumming &amp; Macintosh</li> </ul>

Fig 6, egen konstruktion

---

<sup>106</sup> www.svca.se (2008-05-15)

## 5. EMPIRI

---

*I detta kapitel presenteras den primärdata som framkommit under intervjutillfällena. Informationen bearbetas utifrån de frågor som finns bifogade i intervjuguiderna.*

---

### 5.1 Intervju PE-bolag A

Intervju med X, grundare till PE-bolag A. X har arbetat med Private Equity i cirka 20 år och grundade A i slutet på 1980-talet. Fonderna har successivt ökat i storlek genom åren och A är idag en av de ledande aktörerna i branschen. Idag fokuserar man på medelstora till stora företag verksamma i mogna branscher.

Enligt X letar A aktivt själva efter köpobjekt och i runt omkring hälften av investeringarna är det A själva som initierar en affär. Normalt sett har man ett 20-tal bolag som man tittar på och utvärderar inför en eventuell buyout. Resterande buyout-investeringar initieras t.ex. av en investment bank men X hävdar att de bästa affärerna är de som görs proaktivt. Motiven bakom dessa affärer kan t.ex. vara att målbolaget utgör en verksamhet som inte tillhör kärnverksamheten hos en större koncern eller att säljaren vill lätta på trycket i balansräkningen.

Vad man letar efter hos ett potentiellt portföljbolag är främst att det skall finnas något man kan förändra. Detta kan handla om flera saker, t.ex. Att det hos den nuvarande ägaren inte finns tillräckligt med kapital för att göra strategiska tilläggsförvärv eller att man saknar en distributionskanal för att komma in på en ny marknad. A har en genomgående strategi och målsättning att skapa starka synergier mellan portföljbolagen och strategiska tilläggsförvärv.

När det gäller finansieringen av portföljbolagen varierar kapitalstrukturerna. Men på de senare förvärven har man haft en kapitalstruktur med omkring hälften eget kapital och hälften skuld. Den bästa strukturen är dock enligt X när man optimerar portföljbolaget kapitalstruktur redan vid förvärvstidpunkten och sedan kombinerar

detta med en förvärvslina från banken som man kan aktivera vid eventuella tilläggsförvärv. A försöker undvika situationer där företagets skuldsättning sätter en press på ledningen att prestera eftersom det enligt X kan leda till att ledningen inte vågar göra de investeringar som krävs.

I det inledande skedet av en investering aktiverar A en sedan tidigare planerad "100-dagars plan" där man ser över rörelsekapitalet, kontrollerar att portföljbolaget har en optimal tillväxtstruktur samt ser över produktmixen. X poängterar att det i ett inledande skede är lättast att göra kostnadsbesparingar men att det är lika viktigt att arbeta med intäktrelaterade åtgärder. Detta arbete bör ske så fort som möjligt och man jobbar aktivt, ofta tillsammans med externa konsulter, för att så skall ske. Man ser även över de vanligen 30-40 befattningshavarna för att säkerställa att de besitter rätt kompetens för att implementera den nya affärsplanen. Bäst är att behålla en kompetent ledning, speciellt då detta ofta är ett investeringskriterium, men skall man byta ut någon befattningshavare har det visat sig att man optimerar effektiviteten om det sker så fort som möjligt. Styrelsen byts alltid ut mot en ny där en till två representanter från X finns med. Ofta ges även en plats till en person från As nätverk som varit med i planerandet av affären och hjälpt till med due diligence och som därför har stor kunskap om hur bolaget ser ut och hur det fungerar. En ny styrelseordförande plockas ofta in externt.

För att följa upp de inledande åtgärderna har man ett styrelsemöte en gång per månad samt nästan daglig kontakt med ledningen. Utöver detta sammanställer man rapporter om bolagets utveckling två gånger per år samt hjälper till med den allmänna rapporteringen inom bolaget, t.ex. i form av framtagandet av nya KPI och planerande av "contingency plans" för att klara av eventuella förändrade makroförhållanden. A arbetar även aktivt med att undersöka förvärvsmöjligheter åt portföljbolagen och bidrar med både finansiering och kunskap för att optimera resultatet av dessa. Även här hjälper deras nätverk till med respektive branschkunskap och erfarenhet. Personerna i detta nätverk får sedan vara med och investera i fonderna och därmed skapas starka incitament för dem att åstadkomma en värdeökning. Även personer i ledande position i portföljbolagen, oftast 10-50 stycken, får vara med i olika typer av incitamentsprogram.

När det gäller exitstrategier arbetar man oftast med dual tracks, dvs. att man samtidigt som man planerar för en börsintroduktion så planerar man även för en försäljning till industriella och finansiella köpare. Vid en eventuell IPO understryker X vikten av att marknaden förstår bolaget samt att liknande bolag finns på börsen så att analytiker kan jämföra bolaget med dessa. Andra aspekter vid en eventuell IPO är att bolaget bör ha hög tillväxt och möjlighet att kunna lämna utdelning. Dock menar X att det oftast är enklare att sälja bolaget till en

industriell eller finansiell köpare eftersom man då kan sälja hela innehavet, vid en IPO måste man vara kvar som huvudägare några år vilket kan påverka risken i investeringarna. Avslutningsvis anser X att den största skillnaden mellan PE-bolag och andra ägare är att PE-bolagen är mer fokuserade, avstånden mellan ledning och ägare är mindre vilket möjliggör snabbare beslut samt fördelen av att PE-bolagen och ledningen i portföljbolaget sitter i samma båt och har ett gemensamt mål.

## 5.2 Intervju PE-bolag B

Intervju med två medarbetare, X och Y, båda verksamma inom en avdelning vars uppgift är att följa och kontrollera portföljbolagen under investerings tiden samt att vara aktiva med åtgärder inom bolag som inte utvecklats enligt plan. Även bolag som kräver andra extra insatser, t.ex. bolag som utvecklats över förväntan där nyinvesteringar krävs, ingår i deras arbete. De intervjuade har varit aktiva inom riskkapitalbranschen i fyra respektive åtta år.

PE-bolag B investerar inte i vissa branscher såsom fastighets- och bioteknikbranschen utan inriktar sig på mogna industrier. Investeringsramen är 50-150 miljoner Euro i delen som utgörs av eget kapital och undantagsvis gör man mindre investeringar om det finns uppenbara möjligheter till tilläggsförvärv.

Det som ligger bakom en affär är oftast en investment bank som fått i uppdrag att sälja ett bolag och kommer med en förfrågan till PE-bolag B. Därifrån görs en bedömning utifrån ett antal kriterier innan man bestämmer sig för att försöka köpa bolaget eller inte. Dock föredras uppköp där man från PE-bolag Bs sida själva studerat bolaget en längre tid och sedan får möjlighet att investera i bolaget. Därför studerar man alltid ett antal bolag kontinuerligt för att snabbt kunna agera ifall de skulle komma ut till försäljning. Även om man hittar ett potentiellt bolag att köpa upp på egen hand är det vanligt förekommande att säljaren vänder sig till en investment bank för att vara säker på att få ett marknadsmässigt pris för bolaget. Därför har det blivit mer vanligt med strukturerade auktioner.

Vid bedömning av ett potentiellt portföljbolag är följande kriterier i allmänhet av vikt:

- Marknadsledande
- Stabilt kassaflöde
- Icke-cyklisk bransch då det minskar möjligheten till den hävstång som annars är möjlig
- Möjlighet att dubbla rörelsevinsten under tiden som ägare

- Bör finnas en underliggande marknadstillväxt

När det gäller finansieringen vid ett förvärv har man i dagsläget en vikt av eget kapital på ca 35-50 % till skillnad från ett par år sedan då vikten låg på ca 20-35 % eget kapital.

De inledande åtgärder man gör i samband med en investering är att man byter ut styrelsen till en ny som oftast består av tre personer från PE-bolag B och tre externt tillsatta. Den ordförande som tillsätts är oftast extern och besitter den industriella kompetens som behövs. Man har en väl utformad "100-dagars plan" som beroende på förvärvet kan inkludera försäljningar av enheter eller tilläggsförvärv av närliggande bolag eller enheter. Det viktiga är att man strukturerat implementerar de förändringar man har för avsikt att genomföra. De portföljbolag man investerar i har ibland ingen affärsplan, istället är det mogna företag som enligt medarbetare X har en form av "pågående plan". I samband med förvärvsprocessen tar PE-bolag B fram en plan, ett "Base Case", som sedan utgör grunden för de inledande åtgärderna. Man har en gång per år ett dedikerat strategimöte med styrelsen i sina portföljbolag där man går igenom de större strategiska frågorna vilket kan leda till att man reviderar sin strategi och byter inriktning. Man arbetar kontinuerligt aktivt med portföljbolagets strategi till skillnad från andra ägare enligt medarbetare Y. Det operationella arbetet i portföljbolaget beror på vad man har för strategi för bolaget. I vissa bolag jobbar man mycket med tilläggsförvärv och man blir då mer finansiellt inriktad. Beträffande de investeringar där operationella förbättringar är en viktig del av planen jobbar man mer med detta och deltar t.ex. i styrgrupper för större förändringsprojekt. Beroende på vilken ledning portföljbolaget har och vilket ägande portföljbolaget haft innan, är PE-bolag B mer eller mindre involverat. I vilket fall har den ansvarige "dealteamet" från PE-bolag B i regel veckovis kontakt med portföljbolagets VD och den mer juniora i "dealteamet" (oftast en associate) har veckovis kontakt med portföljbolagets ekonomichef. Det nätverk man har används när man tillsätter styrelser med industriell kompetens relevant för respektive investering. Nätverket används även som rådgivare vid transaktionsprocessen och även vid tilläggsförvärv.

En viktig del av PE-bolag Bs jobb är att tillse att portföljbolagen har rätt ledning. Något som ofta saknas i portföljbolagen är en COO som enligt medarbetare X förstärker ledningsgruppen i ett tidigt stadium med ett operativt ansvar. Om portföljbolaget inte varit ägt av ett annat PE-bolag tidigare är det inte ovanligt att ekonomichefen byts ut eftersom han ofta saknar den kompetens som krävs. Vid tilläggsförvärv varierar graden av PE-bolag Bs involvering beroende på vilken expertis och erfarenhet portföljbolagets management grupp besitter. Ofta hjälper

man till med att hitta relevanta målbolag, genomföra due diligence samt bistå i det arbete som omfattar själva transaktionsprocessen och finansieringsdelen. Om tilläggsförvärv kräver kapitall tillskott från PE-bolag B är man djupt involverade.

För att följa portföljbolagets utveckling sker formell rapportering kvartalsvis men portföljbolagen rapporterar även månadsvis till PE-bolag Bs ”dealteam”. Vid investeringar i bolag som tidigare inte ägts av PE-bolag är det viktigt att tidigt utveckla ett system med utförlig rapportering som innehåller viktiga element som t.ex. kassaflöde och KPI. Kontrollering sker av främst finansiell data, covenant och även övriga operationella tal som visar hur bolaget presterar. Det är även vanligt förekommande i början av en investering att man gör en ”management assessment” där externa konsulter ser över ledningens kompetens. För att motivera ledningen har man olika former av incitament som kan bestå av optioner, konvertibellån och man brukar även kräva att ledningen investerar i aktier i bolaget så det finns en nedsida även för dem. Om bolaget varit ägt av ett annat PE-bolag innan krävs ofta att en stor del av tidigare vinster återinvesteras i portföljbolaget för att undvika att man inte tappar motivationen.

Att se över och utvärdera olika exit möjligheter är något som är viktigt för PE-bolag B redan innan en investering sker. Om exit t.ex. förväntas ske via en IPO krävs det att bolaget har en bra tillväxt och att det anses vara attraktivt av marknaden men även att bolaget är tillräckligt stort för att kunna handlas publikt. Vanligast enligt medarbetare Y är dock att portföljbolaget säljs till en industriell eller finansiell köpare. Finns det i planeringsstadiet inga uppenbara industriella eller finansiella köpare och möjligheten till börsnotering anses osäker kan man överväga att avstå investeringen.

PE-bolag B anser att den största skillnaden mellan PE-bolag som ägare och andra ägare är det fokus som ligger på resultatet. Ägandet är på en lagom lång sikt och PE-bolag har ofta en rak och ren agenda med bra corporate governance jämfört med börs- och familjeägande. Börsen är för kortsiktig med den kvartalsstress den innebär och familjeägande är ofta på för lång sikt enligt medarbetare Y.

### **5.3 Intervju PE-bolag C**

Intervju med X som är partner på PE-bolag Cs tredje fond. X har varit aktiv på PE-bolag C sedan 1998. PE-bolag C inriktar sig på mellanstora bolag där omsättningen ligger på 300 miljoner kronor - 2 miljarder kronor. X menar att motiven för att göra buyouts är många, ett exempel är att målbolagen tillsammans med PE-bolaget vill köpa ut sig själva där han kallar målbolagen för ”corporate



orphants”. Detta är ofta ett dotterbolag eller en division inom en större koncern som skulle klara sig bättre på egen hand. Det handlar även om att förvalta och sysselsätta det kapital som PE-bolaget besitter enligt X.

Det finns ett antal faktorer och kriterier som har betydelse när PE-bolag C letar potentiella uppköpsobjekt. Dels är det en storleksfaktor, som tidigare nämnt bör företaget ligga inom ett visst spann och även vara geografiskt rätt placerat, inom Norden i deras fall. Dessutom bör ett antal kriterier vara uppfyllda för att ett bolag ska vara intressant ur Cs synpunkt. Enligt X ska ett bolag:

- Vara marknadsledande
- Vara aktivt på en attraktiv marknad
- Ha en bra ledning
- Ha unika produkter, gärna med ett par patent
- Ha liten kapitalbindning

Förvärvet ska även göras till ett rimligt pris. Vid de affärer PE-bolag Cs senaste fond gjort har säljaren varit den som initierat affären och det är inte ovanligt att det är familjeägda bolag som blir uppköpta. Något som blivit allt vanligare enligt X är försäljningen av bolag mellan finansiella aktörer, där försäljningen sker till ett annat PE-bolag. Bakgrunden till detta är att branschen under senare tid mognat enligt X.

I det inledande skedet av en investering brukar den gamla styrelsen avgå, detta är primärt inte en aktiv specifik åtgärd från Cs sida utan mer en naturlig följd av att det är en ny ägarmajoritet. Den första åtgärden från Cs sida vid en investering blir alltså att konstruera en ny styrelse. Vanligtvis består den nya styrelsen av två seniora partners och en suppleant samt två till tre externa specialister som konsulteras vid varje enskild investering. Oftast tillsätts även en ordförande från C men det är inte ovanligt att en extern ordförande tillsätts för att skapa en bättre balans och för att få en ledning präglad av professionalism och mindre direktstyrning. Ägarstrukturen är ofta uppbyggd så att C är majoritetsägare med en ägarandel på 90-95 % och resterande del ägs av ledningen som en del i incitamentprogrammet. Ägarstrukturen skapar förutsättningar för C att ha en agenda där man strävar mot samma mål som ledningen vilket enligt X är primärt för en optimal utveckling. Förändringarna i portföljbolagets affärsplan kan vara omfattande om det överhuvudtaget existerar en sådan menar X. Givetvis är det bra om det finns en existerande plan som inte behöver bearbetas, ofta är dock så inte fallet. X pratar om ”value creation plan” (VCP) vilket handlar om att det innan en investering ska finnas en tydlig plan på var fokus ska ligga för att skapa

värde i portföljbolaget. Planen innehåller ett antal åtgärder som ska genomföras för att på bästa sätt skapa värde i portföljbolaget.

Man agerar inte operativt utan styrningen sker via den ny tillsatta styrelsen som ställer höga krav via sin VCP där man inriktar sig på vissa delar av verksamheten med klara målsättningar. Beroende på vilket typ av bransch man investerar i och vilken kompetens man redan besitter inom C hyr man oftast in konsulter vid förvärvet för att få ökad kännedom om marknaden samt se vilka förbättringar som lämpligen bör göras i portföljbolaget. Ledningen tilldelas löpande bonusar genom ett bonussystem och får även tillgång till den hävstångseffekt som affären möjliggör. Det är inte ovanligt att man under resans gång realiserar vinster genom att man säljer bolaget till sig själv för att optimera kapitalstrukturen. Detta sker genom att man via en ökad andel lån kan ge tillbaka pengar till investerarna vilket ger förutsättningar för att kunna utnyttja den hävstångseffekt som uppstår i och med den ökade andelen lån.

När man bestämt sig för att göra en exit i portföljbolagen kan man göra det enligt dual tracks vilket betyder att man förbereder både en IPO samt en försäljning till en industriell eller finansiell köpare för att se vilket alternativ som maximerar försäljningspriset. Många gånger väljs dock ett spår och en dual track blir inte aktuell. Vid en IPO krävs det att man är kvar som ägare i 6-12 månader vilket kan göra att man går miste om värden då C exponeras mot ytterligare en risk i och med att hela vinsten inte realiserar som vid en industriell eller finansiell försäljning. En IPO är ofta beroende av hur marknaden ser ut för tillfället och man vill vanligtvis ha en premie för bolaget vid en IPO. I samband med finansiella försäljningar upprättas vanligen ett köpeavtal som omfattar olika förhållanden kring köpet. En viktig del i köpeavtalet är vilka garantier som säljaren måste garantera, dessa garantier är givetvis en belastning för säljaren men en nödvändighet för att affären skall gå igenom. Om bolaget är välskött är detta normalt inget problem. Dock har den ökade konkurrensen om bolagen lett till att kraven på att ställa garantier har minskat enligt X. X menar också att finansiella försäljningar, som oftast enbart ger pengar, har en högre transaktionseffektivitet till skillnad från en IPO.

X betonar ett antal faktorer som denne anser viktiga vid värdeskapande i portföljbolagen, dels det finansiella där man försöker ha så mycket externt kapital som möjligt och maximera hävstångseffekten. Andra faktorer som nämns är:

- Ökad försäljning
- Prisfrågor
- Produktutveckling

- Stimulera marknaden
- Sänka kostnader

Det som skiljer PE-bolag som ägare mot andra ägare är enligt X framförallt det fokus som ligger på förbättringar som generellt leder till en bättre utveckling för portföljbolaget. X ger ett tydligt exempel där denne hävdar att portföljbolagen ofta har fler anställda när de gör en exit än vad de hade vid investeringstillfället. Värderingen vid en försäljning baseras enligt X på vilka framtidsmöjligheter och förutsättningar portföljbolaget har och det ligger således i PE-bolagens intresse att skapa långsiktiga värden. X menar att det i just detta ligger en stor missuppfattning där man tror att det mer handlar om att ta bort och realisera värden istället för att skapa förutsättningar för en stark framtidsutveckling.

## 5.4 Intervju PE-bolag D

Intervju med två medarbetare på PE-bolag D som är ett ledande riskkapitalbolag i Norden. D investerar i främst norra Europa och kontrollerar i dagsläget fonder värda flera miljarder Euro. PE-bolagets primära motiv vid buyout-investeringar är att skapa värde i bolag med hög tillväxtpotential.

Portföljbolagen bör helst vara marknadsledande med goda kassaflöden och man avstår från att investera i cykliska branscher och vill konsekvent ha industriellt fokus. Initiativet till en investering kommer ofta från en person inom Ds nätverk. Det kan även handla om tidigare VD: ar eller rena aktionsprocesser ledda av en investment bank. I de fallen initiativet kommer från en person ur Ds nätverk är denne ofta med i hela processen och kan agera rådgivare under ägarperioden eller ta plats som styrelsemedlem i portföljbolaget.

Investeringarnas kapital- och lånestructur varierar självklart från fall till fall men brukar ligga på mellan 50-50 % och 70-30 % (skulder – eget kapital). Under det senaste året har dock graden av eget kapital ökat i branschen delvis relaterat till subprime krisen. D har ett normalt avkastningskrav på cirka 2.5 ggr pengarna, 25 % IRR, över fondernas livstid som normalt är tio år. Varje enskild investering har en tidshorisont på tre till sju år.

I det inledande skedet av ett förvärv tillsätts ofta en ny styrelse i portföljbolaget som inkluderar ett flertal externa personer som oftast kommer från Ds nätverk samt en till två medarbetare från D. Direkt efter förvärvet implementerar man en sen tidigare utvecklad ”100-dagars plan” vars primära syfte är att snabbt lägga

upp strategin för de kommande åren. Förberedelserna är dock svårare vid utköp från börsen då insynen i de tilltänkta portföljbolagen är mindre i samband med utköpsprocessen.

Man utvecklar ofta en ny affärsplan, tillsammans med den tilltänkta styrelsen och existerande ledningen, som ämnar till att fokusera på att portföljbolaget skall växa snabbare än det gör idag. Bolag D engagerar sig inte direkt med den dagliga operativa verksamheten i ett portföljbolag utan jobbar istället väldigt aktivt genom styrelsen. Oftast har ledningen ett relativt fritt ansvar gällande den löpande verksamheten men vid strategiska förvärv kan D fungera som finansiell och industriell rådgivare.

Nätverket, som består av ca 200 personer, används aktivt till rådgivning vid investeringar och värdeskapande. Vissa personer knutna till detta nätverk ligger under kontrakt medan andra fungerar mer som externa rådgivare som används vid behov.

För att motivera ledningen formar man tillsammans med dem och styrelsen gemensamma mål och ser till att ledningen investerar parallellt. Detta leder i slutändan till att ledningen får en stor del av värdet vid en exit. Dessa faktorer är viktiga för den värdeskapande processen.

Rapportering sker genom månatlig kontakt med VDn i det aktuella portföljbolaget och ofta är det ansvariga teamet från PE-bolag D i daglig kontakt med styrelse och ledning.

Exit strategierna beror snarare på marknadsläget än vilken typ av bolag det handlar om.

Vid en typisk investering arbetar man främst med att skapa ett mervärde genom försäljningstillväxt, marginalförbättring samt på andra sätt förbättra den strategiska positionen bolaget har. Medarbetarna på bolag D menar att man lägger väldigt lite fokus på rena finansiella åtgärder för att skapa värde.

## **5.5 Intervju PE-bolag E**

Intervju med en Investment Manager på PE-bolag E som varit anställd sedan 2006 och har en bakgrund inom Investment Banking.

PE-bolag Es buyout-fond investerar i mellanstora bolag med en omsättning på ca 50-250 miljoner euro. E har även två stycken Venture Capital fonder, en teknologi- och en sjukvårdsteknologiskt inriktad fond, samt en fastighetsfond endast verksam i Finland. Man investerar bara i bolag som är baserade i Norden och gärna med en nordisk expansionsstrategi som enligt X är deras "sweet spot case".

De motiv som ligger bakom ett utköp kan enligt X till exempel vara när en del av en större koncern skulle må bättre av att bli renodlad eller en entreprenör som drivit ett bolag från grunden känner att det inte finns någon efterföljare och vill trappa ner. Det kan även vara bolag där ägarna känner att de gjort sitt och vill gå vidare. Utköp från börsen sker sällan inom E men om det sker handlar det framförallt om mindre börsbolag. E har ett antal grundkriterier man använder sig av för att hitta intressanta investeringar. Bolaget ska vara vinstdrivande och ha ett positivt kassaflöde, i och med att man delvis finansierar utköpet med lån och använder det löpande kassaflödet för att täcka kostnaden för lånen. Detta är enligt X mer en hygienfaktor och en förutsättning för att en investering överhuvudtaget kan äga rum. Ytterligare kriterier är att bolaget ska verka i en marknad med tillväxt eller förändring där man ser möjligheter att kunna hjälpa bolaget att utvecklas. Det är även viktigt att ha en kompetent befintlig ledning på plats då utbytesprocessen är kostsam, tidskrävande och riskfylld.

I samband med en investering arbetar man fram en plan med åtgärder som ska genomföras direkt efter investeringen. Där ingår bl.a. Upprättandet av nya rapporteringsrutiner, etablering av bankkontakter och om det är två bolag inblandade sätter man även upp en plan för integrationen. Detta är enligt X så kallade "post closing issues", åtgärder som ska genomföras i samband med att investeringen görs. Vad som sedan är än viktigare är att utifrån den kommersiella due diligence som görs vid investeringen i kombination med Es egna tankar och i diskussionen med portföljbolagets management utveckla en "Full Potential Plan" (FPP). FPP är ett strukturerat ramverk som man går efter och studerar om man fått med allt. Utifrån denna bygger man sedan en ny affärsplan för portföljbolaget som senare under ägarperioden följs upp enligt FPPs ramverk. I arbetet med att utveckla affärsplanen är input från portföljbolagets befintliga ledning mycket viktigt i kombination med de resultat som kommit från den kommersiella due diligence som genomförs. Även om E vid investeringstillfället har tydliga egna idéer om portföljbolagets operationella utveckling är det avgörande att dessa förankras hos ledningen för att få en lyckad implementering av affärsplanen. Sedan finns alltid vissa frågor där E ofta på ett tydligt sätt kan bidra med specifik kompetens t.ex. i termer av finansiell kontroll med fokus på kassaflöde och arbetskaptal där många medelstora bolag idag är relativt outvecklade.

Även om man inte alltid gör om portföljbolagets affärsplan gör man alltid ett grundligt jobb och utvärderar affärsplanen. Enligt X är det sällan nya portföljbolag redan har en affärsplan som helt överensstämmer med den affärsplan som utvecklas inom FPP, vilket speglar den utvecklingspotential E sett i bolaget under investeringsfasen. I detta skede finns skillnader mellan PE-bolag som gör större förvärv och aktörer som fokuserar på små till medelstora bolag. Vid stora utköp som är av mer administrativ karaktär sker värdeskapandet i större utsträckning via en optimerad kapitalstruktur enligt X. E arbetar mer operativt och har alltid vid sina investeringar en tydlig tanke om hur man ska utveckla bolaget operationellt, vilket nästan uteslutande kräver en ny affärsplan.

Man utövar kontroll främst genom styrelsen där man följer upp den satta affärsplanen även om det är ledningens uppgift att uppnå målen med relativt fria händer. Det nätverk av industriella rådgivare man har hos E används när man tillsätter styrelsen då personer med lång erfarenhet inom målbolagets bransch ofta tillsätts som ordförande. Övriga i styrelsen brukar vara två representanter från E samt någon extern expert som har kompetens inom relevant bransch och som tillsätts vid behov. Om det finns några tidigare ägare kvar brukar dessa ha en plats beroende på hur stort ägande dessa har och i den mån de kan bidra till den nya styrelsen. Under ägande perioden är man aktiv genom att utvärdera bolagets resultat från toppnivå och se över vad som behövs göras. Detta kan i vissa fall, då affärsplanen inte efterlevs, innebära ett ledningsbyte men det kan också ske genom att konsulter hyrs in för att se var felet ligger.

Vid tilläggsförvärv bidrar E ofta mer aktivt med hjälp och understöd till den finansiella funktionen i portföljbolagen genom sin kunskap inom värdering och hantering av förvärvsprocesser. De större förvärven drivs från Es sida vilket är vanligt inom branschen enligt X på samma sätt som att man inom många portföljbolag har en tydlig förvärvsstrategi redan från början, inkorporerad i affärsplanen. Utifrån ursprungsplanen finns det ett visst antal uppföljningsverktyg där man tittar på alla initiativ som finns och dessa försöker man kvantifiera redan i affärsplansfasen. Här är det viktigt att hitta mått som man kan övervaka dessa med för att se hur det har gått jämfört med affärsplanen menar X.

I en investering har man alltid ett tydligt incitamentsprogram för ledningen genom att denna är med och investerar i portföljbolaget, vilket är en vital del i värdeskapandet. Som delägare känner då ledningen samma ansvar och engagemang som E i att utveckla bolaget. Har ledningen ej pengar till detta ser man från Es sida till att ordna finansiering. För att ytterligare öka incitamentet för ledningen delar man ofta upp det egna kapitalet dels i ett ”kapitallån”, som fungerar ungefär som en preferensaktie med en fastlagd kapitaliserad ränta och dels rent eget kapital. Ledningen ges då möjlighet att bara investera i eget kapital

medan E investerar även i lånedelen vilket ger ledningen möjlighet till en betydligt bättre avkastning gentemot E. I vissa fall kan även optioner användas för att öka ledningens incitament enligt X.

När man ska avyttra sina portföljbolag spelar marknadsläget stor roll för hur man ska gå tillväga. Även om en börsnotering är en avyttrings möjlighet sker det ganska sällan i Es investeringar då för små bolag ofta blir relativt ointressanta på börsen och får en illikvid handel vilket gör det svårt att få ut rätt pris vid en notering. Således är denna möjlighet bara en realitet för de större bolagen inom Es portfölj. Även komplexa bolag är svåra att notera då investerarna kan få svårt att förstå hur verksamheten fungerar och därmed ge bolaget en rättvis värdering. Ett exempel på en bransch som enligt X under de senaste åren har varit intressant att börsnotera är detaljhandel även om marknadsläget just nu för dessa bolag inte är fördelaktigt. Alternativet till börsnotering är en försäljning till industriella eller finansiella köpare. Oftast är en industriell försäljning det vanligaste exit alternativet enligt X men även finansiella försäljningar förekommer.

## **5.6 Uppsummering empiri**



Private Equity  
– Värdeskapande processer vid buyout-investeringar

Nedan ges en sammanställning av empirin för att underlätta vidare läsning. Vi har i sammanställningen gjort ett urval av det vi anser vara av vikt för analysen.

	A	B	C	D	E
<b>Värdeskapande genom corporate governance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ny styrelse, 1-2 från A. Oftast extern ordf. Ser helst att ledningen sitter kvar men om inte byts den snabbt.</li> <li>• Nätverk aktivt vid due diligence, styrelsesammansättning och som rådgivare.</li> <li>• Styrelsemöte 1 gång/månad. Nästan daglig kontakt med ledning. Tar fram nya rapporteringsrutiner och KPIs.</li> <li>• Omfattande incitamentprogram, ledning del i bolaget.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ny styrelse, 3 från B. Extern ordf. Aktiva i ledningssammansättning. Ofta ny COO och CFO.</li> <li>• Nätverk aktivt vid styrelsesammansättning, rådgivning och vid tilläggsförvärv.</li> <li>• Formell rapportering kvartalsvis via styrelsen och informell veckovis. Tar fram KPIs och kontrollerar finansiell data och covenantar.</li> <li>• Incitament genom optionsprogram, konvertibellån. Kräver att ledningen investerar i bolaget.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ny styrelse, 2 från C. Byter sällan ut ledningen.</li> <li>• Konsulterar branschkompetenta personer vid behov.</li> <li>• Kontroll och uppföljning främst via styrelsen.</li> <li>• Incitamentprogram där ledning oftast äger 5-10 % av bolaget. Löpande bonusar.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ny styrelse, 1-2 från D.</li> <li>• Nätverk initierar ofta affärer, tar plats i styrelser och ger råd.</li> <li>• Kontroll genom daglig kontakt med styrelse och ledning. Ledningen relativt fritt ansvar.</li> <li>• Incitament genom att ledningen investerar parallellt med D. Får stor del av värdeökningen vid exit.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ny styrelse, 2 från E. Aktiva med ledningssammansättning.</li> <li>• Nätverk aktivt vid styrelsesammansättning, ofta ordf. Aktiva med rådgivning.</li> <li>• Kontroll genom styrelsen. Nya rapporteringsrutiner och uppföljningsverktyg.</li> <li>• Incitament genom att ledningen är med och investerar.</li> </ul>
<b>Värdeskapande genom operationella och strategiska åtgärder</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• "100-dagars plan" med onedelbara åtgärder där man bl.a. ser över rörelsekapitalet och produktmixen.</li> <li>• Optimerar tillväxtstrukturen.</li> <li>• Främst kostnadsbesparingar men även intäktrelaterade åtgärder.</li> <li>• Starkt fokus på tilläggsförvärv och synergieffekter.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sedan tidigare planerad "100-dagars plan" med starkt fokus på potentiella tilläggsförvärv.</li> <li>• Tillsätter COO för att koordinera den operativa biten.</li> <li>• Aktiva med tilläggsförvärv under ägartiden.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• "Value creation plan" med inledande åtgärder för att optimera förutsättningen för värdeökning.</li> <li>• Arbetar inte aktivt med tilläggsförvärv som en del i värdeskapandet.</li> <li>• Lyfter fram faktorer som ökad försäljning, prisfrågor, produktutveckling, stimulans av marknaden och sänkta kostnader som en viktig del i värdeskapandet.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• "100-dagars plan" med mest strategirelaterade åtgärder.</li> <li>• Aktiva med finansiell och industriell rådgivning vid tilläggsförvärv.</li> <li>• Ledningen relativt fritt ansvar för den löpande verksamheten.</li> <li>• Försöker skapa värde genom försäljningstillväxt, marginalförbättring samt förbättra den strategiska positionen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tidigare förberedd plan med akuta åtgärder efter köp, t.ex. rapporteringsrutiner, etablering av bankkontakter. Är två bolag involverade ingår en plan för integrationen.</li> <li>• Har tydliga idéer om operationella förbättringar som förankras hos ledningen innan implementering.</li> <li>• Fokus på kassaflöde och arbetskaptal.</li> <li>• Bidrar med hjälp och understöd vid tilläggsförvärv. Större förvärv</li> </ul>

Private Equity  
– Värdeskapande processer vid buyout-investeringar

<b>Värdeskapande genom finansiella åtgärder</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mer skuld än EK</li> <li>• Optimerar kap. struktur vid förvärv, sen förvärvslina från bank</li> <li>• Aktiva med finansiering och rådgivning vid tilläggsförvärv.</li> <li>• Ofta dualtracks. IPO främst av tillväxtbolag. Poängterar risken att ligga kvar med en post i samband med IPO.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mer skuld än EK.</li> <li>• Aktiva med finansiering och rådgivning vid tilläggsförvärv.</li> <li>• Försöker ha en tydlig exitstrategi redan innan investeringen görs. Arbetar mest med industriell och finansiell försäljning. Viktigt med storlek och tillväxt vid IPO.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mer skuld än EK. Vill maximera den finansiella hävstången.</li> <li>• Ibland dualtrack, oftast ett spår. Understryker risken att ligga kvar med en post i samband med IPO. Betonar att det är högre transaktionseffektivitet vid industriell och finansiell försäljning.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mer skuld än EK.</li> <li>• Menar att man har lite fokus på finansiella åtgärder som en del i värdeskapandet.</li> <li>• Aktiva med finansiell rådgivning och kapital vid tilläggsförvärv.</li> <li>• Exitstrategierna beror mycket på marknadsläget.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mer skuld än EK. Understryker risken för finansiellt dilemma.</li> <li>• Aktiva med hjälp och understöd vid finansiella frågor.</li> <li>• Oftare industriell försäljning än finansiell.</li> <li>• Undviker IPO av små bolag och komplexa bolag.</li> <li>• Marknadsläget styr typ av exit.</li> </ul>
---	--	--	--	---	--

*Fig 7, egen konstruktion*

## 6. ANALYS

---

*I följande kapitel analyseras empirin kring värdeskapande processer i buyout-investeringar i syfte att klargöra eventuella likheter och olikheter. Dessa ligger sedan till grund för analysdiskussionen. Vidare försöker vi urskilja eventuella mönster i den värdeskapande processen*

---

### 6.1 Värdeskapande genom Corporate Governance

#### 6.1.1 Empirisk diskussion

Det finns ur ett corporate governance perspektiv ett antal intressanta likheter och skillnader som vi vill lyfta fram i detta stycke. Samtliga PE-bolag tillsätter efter genomfört förvärv en ny styrelse där en till tre representanter från PE-bolaget ingår. Alla PE-bolag använder sedan styrelsen som en plattform för kontrollutövande med mer frekventa möten och som en länk mellan ägare och ledning.

Det finns även stora likheter relaterat till PE-bolagens sätt att motivera ledningen i portföljbolaget. Samtliga PE-bolag använder sig av ett incitamentprogram där ledningen är med och investerar i det egna bolaget. Utöver denna form av incitament används även optionsprogram, konvertibellån och bonus som ett komplement till delägandet.

#### 6.1.2 Analysdiskussion

Samstämmigheten bland PE-bolagen gällande styrelsesammansättningen och den ökade mötesaktiviteten efter en genomförd buyout stödjer Singhs teori (1990) att PE-bolag fungerar som en koncentrerad och aktiv ägare med främst styrelsen som plattform för sina förändringar. Även kontakten mellan PE-bolaget och portföljbolagets ledning är frekvent vilket tyder på minskade avstånd mellan ägare och ledning.

Det faktum att alla PE-bolagen i vår undersökning arbetar väldigt aktivt med incitamentprogram och ser detta som en viktig del i den värdeskapande processen återspeglas i Renneboog, Simon och Wrights undersökning (2007) av 181 genomförda buyouts. En av slutsatserna i den undersökningen var att ett välbyggt incitamentprogram är en av de tre huvudsakliga anledningarna till värdeökning,

de andra är undervärdering vid förvärv och skatteskölden. Ytterligare en undersökning som är relevant i detta sammanhang är Nikoskelainen & Wrights (2007) där 321 genomförda buyouts undersöktes och som kom fram till att en delägande portföljbolagsledning var en av de viktigaste förutsättningarna för att skapa ett värde utöver de rent finansiella åtgärderna.

Båda dessa undersökningar pekar på vikten av ett genomtänkt incitamentprogram och framför allt incitamentprogram av den typen som samtliga PE-bolag i vår undersökning använder sig av, nämligen när ledningen genom PE-bolaget är med och investerar i det egna bolaget.

Vidare kan vi konstatera att förutsättningarna för att Jensens teori (1986) om fritt kassaflöde är uppfyllda då samtliga PE-bolag arbetar utifrån en kapitalstruktur med mer skuld än eget kapital. Jensen menar att detta fungerar som en effektivitets- och kontrollmekanism då räntekostnaderna skapar ett alternativ till dåligt genomtänkta investeringar och minskar dessa och andra agentkostnader. Det motiverar även ledningen till att leverera ett stadigt positivt kassaflöde då räntekostnader och amorteringar inte är frivilliga på samma sätt som utdelningar. Även om flera PE-bolag pekade på vikten av att ha ett stadigt positivt kassaflöde för att hantera räntekostnaderna anser vi oss inte ha tillräckligt tydliga empiriska resultat för att acceptera teorin i sin helhet. För att detta skulle vara möjligt hade samtal med portföljbolagets ledning behövts samt tydliga resultat som visar på ett samband mellan ökad skuldsättning och minskade agentkostnader.

Även Jensens "incentive-intensity" hypotes (1989) är intressant då hypotesens förutsättningar är uppfyllda i samtliga PE-bolag. Jensen menar att det är lättare att skapa välfungerande incitamentprogram i en buyout baserad corporate governance struktur än i t.ex. en publikt ägd organisationsstruktur. Han nämner tre delar som skall vara uppfyllda för att teorin skall kunna appliceras. Ledningen måste äga en del i det egna portföljbolaget, det måste finnas en koncentrerad ägarstruktur samt att förutsättningarna för Jensens teori om fritt kassaflöde vara uppfyllda. Alla PE-bolag i vår undersökning uppfyller dessa tre delar varför Jensens teori stämmer väl överens med våra fynd.

## 6.2 Värdeskapande genom operationella och strategiska åtgärder

### 6.2.1 Empirisk diskussion

Fyra av de studerade bolagen har redan i det inledande skedet av en investering någon typ av plan för initiala operativa åtgärder. I dessa bolag rör det sig om tydliga akuta åtgärder som skall genomföras direkt efter en investering. Det berör ofta förändringar inom rörelsekapitalet, produktmixen och tilläggsförvärv. I det resterande PE-bolaget använder man en "value creation plan". Där vill man optimera förutsättningarna för värdeökning och sätta upp nya rapporteringsrutiner. I det här fallet handlar det mer om en övergripande plan för långsiktigt värdeskapande.

Den operativa fokuseringen för värdeskapandet skiljer sig något hos de olika PE-bolagen. Dock är det enbart PE-bolag C som inte arbetar aktivt med tilläggsförvärv som en del av värdeskapandet. Vissa av bolagen fokuserar mer på kostnadsreduceringar medan andra lägger fokus på ökad försäljning och produktutveckling.

### 6.2.2 Analysdiskussion

Innan en investering äger rum använder sig samtliga av PE-bolagen av due diligence i olika former och omfattning. Detta görs i syfte att få en djupare förståelse för målbolaget. Denna klara likhet PE-bolagen emellan stöds av Doyles teori (1996) om att bolagen måste förstå sina portföljbolag på djupet för att kunna maximera värdeskapande genom kostnadsreduceringar. Utifrån empirin kan detta ytterligare bekräftas då många av PE-bolagen använder sig av sina tidigare erfarenheter, nätverk och/eller externa konsulter för att få förståelse för portföljbolagets verksamhet och bransch. Därefter ser de över kostnadsstrukturen och gör både initiala och långsiktiga förändringar. Tittar vi på Muscarellas & Vetsuypens undersökning (1990) där 72 portföljbolag som blivit börsintroducerade visar en högre vinst än konkurrenter till stor del p.g.a. kostnadsreduceringar förstår vi vikten av detta verktyg i den värdeskapande processen.

PE-bolag A påpekar vikten av att se över eventuella strategiska tilläggsförvärv redan innan investeringen äger rum. Detta är en form av due diligence men med fokus på tillväxt genom förvärv. Enligt Baker & Wrucks O.M. Scott Case (2002) ser vi hur PE-bolag arbetar aktivt med att se över dessa förvärvsmöjligheter och

signalera detta till målbolaget. Detta kan även underlätta att investeringen blir av förutsatt att tilläggsförvärven går i linje med målbolagets nuvarande eller tilltänkta strategi.

Tittar vi enbart på kapitalbindningen har majoriteten av våra undersökta PE-bolag fokus på att, i enlighet med Bakers & Wrucks undersökning (2002), minska andelen sysselsatt kapital genom effektivisering av kassaflödet, produktutveckling och arbetskraft.

När det gäller den generella effektiviseringen i portföljbolagen använder sig samtliga PE-bolag av initiala förändringar. De menar att många av de förvärvade portföljbolagen har ett behov av att snabbt omstruktureras för att exempelvis få en bättre tillväxtstruktur och rapporteringsrutiner. Samtliga PE-bolag ser även över den övergripande strategin för att eventuellt göra förändringar som kan innebära att portföljbolaget arbetar mer med sin kärnverksamhet. Andra förändringar kan vara att man ämnar växa organiskt eller genom förvärv. Utifrån Easterwoods undersökning (1989) där enbart hälften av de studerade bolagen gör större strategiska förändringar som kan innebära kärnverksamhetsfokus, organisk- eller förvärvstillväxt motsägs detta till viss del av empirin. Detta då samtliga av de studerade PE-bolagen ämnar göra någon av dessa strategiska förändringar initialt. Utgår vi istället från Singhs undersökning (1990) där private equity ägda bolag snabbt visar högre vinst än branschgenomsnittet kan vi tolka detta som att de initiala förändringarna ofta kan påverka portföljbolaget. Därav finns även en förståelse för varför samtliga av PE-bolagen i vår undersökning valt att göra initiala förändringar. Förutsättningen för dessa omstruktureringar och effektiviseringar är enligt PE-bolag E att det skall finnas möjligheter att implementera dessa. Detta möjliggör PE-bolagen genom att de minskar avstånden mellan styrelse och ledning och gör strukturen mindre byråkratisk. Detta beteende stöds ytterligare av Easterwoods undersökning (1989) där PE-bolagens inträde minskar byråkratin och gör portföljbolaget mer mottaglig för implementering av omstrukturerings- och effektiviseringsåtgärder.

## **6.3 Värdeskapande genom finansiella åtgärder**

### **6.3.1 Empirisk diskussion**

Alla tillfrågade PE-bolag har större vikt av skuld än eget kapital vid finansieringen av sina investeringar för att få en optimal kapitalstruktur och dessutom för att utnyttja den finansiella hävstången. Ett PE-bolag menar att man vill maximera den finansiella hävstången samtidigt som ett annat bolag

understryker risken för finansiella dilemman vid för hög skuldsättning. Andra PE-bolags agerande med eventuell hävstång beror på hur villkoren på lånemarknaden ser ut vid tillfället för en investering. Endast ett PE-bolag menar att finansiella åtgärder har liten del i värdeskapandet.

Fyra av PE-bolagen är aktiva med hjälp och rådgivning vid finansiella behov bl.a. vid tilläggsförvärv.

När det gäller exitstrategier undviker fyra av PE-bolagen att göra IPOs då de anser att detta kan vara riskfyllt, svårt att genomföra, tidskrävande samt att man måste ligga kvar som ägare i bolaget efteråt. En intressant skillnad när det gäller exitstrategier är att endast ett PE-bolag betonar vikten av att ha en uttalad exit strategi för portföljbolaget innan en investering görs. De andra PE-bolagen ser givetvis över exit alternativ vid en investering men har inte en uttalad strategi gällande exits. Två av PE-bolagen betonar att exitstrategin är beroende av hur marknadsläget är vid tidpunkt för exit.

Tre av PE-bolagen använder sig uttalat oftare av industriella och finansiella försäljningar vid exits än IPOs där ett av dessa PE-bolag menar att transaktionseffektiviteten är lägre vid IPOs.

### **6.3.2 Analysdiskussion**

Efter genomgång av de empiriska studierna har vikten av PE-bolagens arbete med de finansiella åtgärderna tydligt kunnat kartläggas. Trots den generella uppfattningen om att det är finansieringen med hävstången och skatteskolden som gör buyouts lönsamma är det till största delen det operationella arbetet som lyfts fram. Finansieringen anses istället vara förutsättning för att en investering överhuvudtaget ska kunna genomföras.

Vid finansieringen av investeringar använder sig samtliga av de tillfrågade PE-bolagen av en hög skuldsättning för att utnyttja den finansiella hävstångseffekten i försök att optimera kapitalstrukturen. Att samtliga PE-bolag försöker optimera kapitalstrukturen i sina portföljbolag stöder M&Ms modifierade modell (1963) om den optimala kapitalstrukturen där man tar skatter i beaktande. Modellen visar att värdet på portföljbolaget ökar för när skuldsättningen ökar. Dock leder den ökade skuldsättningen till en ökad risk för finansiella dilemman enligt M&M vilket enbart ett av PE-bolagen understryker. En intressant iakttagelse är att ett PE-bolag framhåller att de finansiella åtgärderna har liten del i det finansiella värdeskapandet även fast man använder sig av en större andel lån än eget kapital vid sina investeringar. Även om resterande PE-bolag inte direkt framhäver

finansiella åtgärder i värdeskapandet menar ett av PE-bolagen att de försöker maximera hävstångseffekten så gott det går.

I samband med en investering försöker PE-bolag B ha en tydlig exitstrategi för portföljbolaget i ett försök att förenkla en framtida exit. Att enbart ett av de fem tillfrågade PE-bolagen uttalat jobbar enligt denna modell gör att Cummings & Macintosh undersökning (2003), om att exit alternativ har stor inverkan på PE-bolagen när de tar beslut om investeringar, bör ifrågasättas i det här sammanhanget. Dock är det inte helt omöjligt att övriga PE-bolag ser över vilka exit alternativ som finns när en investering görs men detta är inte avgörande för investeringsbeslutet. Cumming & Macintosh (2003) menar även att finansiella aktörers motivation baseras på rena finansiella intressen. Då vi fått uppfattningen om att PE-bolagen mer inriktar sig på att operationella och strategiska åtgärder bör denna teori ifrågasättas.

Till skillnad från finansiella köpare, vars motivation ofta är av mer finansiell karaktär, menar Cumming & Macintosh (2003) i sina studier om exitstrategier, att industriella köpares motivation snarare baseras på strategiska element än rena finansiella intressen. Detta ger en klar bild av skillnaden mellan en industriell och finansiell försäljning.

Att börsintroducera portföljbolag vid exit har enligt Povaly (2007) varit den mest framgångsrika metoden för välpresterande bolag. Trots detta väljer fyra av PE-bolagen att undvika IPOs vid exit bl.a. på grund av risken samt att det är tidskrävande. Detta stärker Povalys teori (2007) om att IPOs inte lämpar sig för alla typer av bolag. Framförallt mindre bolag som inte är tillräckligt stora för att handlas på börsen och där marknads kändedom om bolaget inte är tillräcklig.



## 7. SLUTSATS

---

*Som en avslutning presenteras nedan våra slutsatser och förslag till vidare forskning. Slutsatserna knyter an till uppsatsens syfte och baseras på analyskapitlet. Förslagen till vidare forskning baseras på idéer och tankar vi författare resonerat kring under uppsatsens framtagande.*

---

### 7.1 Värdeskapande processer vid buyout-investeringar

Syftet med uppsatsen är att beskriva och analysera hur Private Equity bolagen arbetar för att skapa värde i sina portföljbolag.

Den första och mest generella slutsatsen vi kan dra är att PE-bolagen vi studerat arbetar förhållandevis lika för att skapa ett värde i sina investeringar. Här kan man tydligt urskilja tre områden som i de närmaste kan klassificeras som branschstandard:

- Implementerandet av en sedan tidigare planerad arbetsplan för att åtgärda akuta problem
- Omfattande incitamentprogram där ledningen äger en del i det egna portföljbolaget.
- Förändrad kapitalstruktur där skulderna överstiger eget kapital

Det ligger även nära till hands att dra slutsatsen att tillsättandet av en ny styrelse är branschstandard. Vi tror dock att en förändrad styrelsesammansättning inte styrs av PE-bolagen utan att detta mer är en naturlig effekt av att portföljbolaget får nya ägare och att det då inte finns någon anledning för den gamla styrelsen att sitta kvar. Däremot drar vi utifrån den nya styrelsens sammansättning, där samtliga PE-bolag hade en till tre personer representerade, slutsatsen att det är den viktigaste plattformen för att styra och implementera värdeskapande förändringar. Samtidigt tror vi även att en förutsättning för att effektivt kunna genomföra dessa förändringar är en djup förståelse av portföljbolagen och deras verksamhet, något som återspeglas i vår empiriska undersökning där samtliga PE-bolag använder sig av någon form av due diligence inför investeringen.

Utifrån den empiriska undersökningen framgick tydligt ledningens betydelse för värdeskapandet i portföljbolagen. Då PE-bolagens viktigaste verktyg för att motivera och påverka ledningen är genom ett välutformat incitamentprogram drar vi slutsatsen att detta är ett av de viktigaste elementen inom den värdeskapande

processen och även en förutsättning för att ledningen och PE-bolaget ska kunna arbeta mot samma mål. Denna slutsats stöds ytterligare av det faktum att samtliga PE-bolag i undersökningen arbetar utifrån ett incitamentprogram där ledningen är med och investerar i portföljbolaget.

Avslutningsvis har private equity marknaden förändrats de senaste åren med fler och fler aktörer. Vi tror att denna ökade konkurrens tillsammans med samhällets krav på långsiktigt ansvarstagande har bidragit till att de ursprungliga sätten för PE-bolagen att skapa ett värde åt sina investerare, då mycket byggde på rent finansiella åtgärder, inte längre räcker. Den finansiella hävstången som komparativ fördel har minskat och vi tror att den långsiktiga trenden går mer mot att skapa operationella och strategiska fördelar, något som i större utsträckning gynnar portföljbolagen. Denna trend återspeglas i vår undersökning då majoriteten av PE-bolagen lyfter fram ledningens arbete samt de strategiska och operationella åtgärderna som de viktigaste faktorerna för att skapa värde.

Slutligen vill vi även poängtera att det inte alltid är specifika åtgärder som leder till en värdeökning. Vi anser att en viktig del av värdeutvecklingen bottnar i den entreprenörsanda och drivkraft som återfinns hos ett nyligen uppköpt portföljbolag. En sådan värdeskapande process är inte en direkt åtgärd från PE-bolagets sida utan mer ett resultat av att ledningen i portföljbolaget med hjälp av PE-bolaget ges en möjlighet att på egen hand växa i en optimal miljö och med optimala resurser inom räckhåll.

## 7.2 Förslag till vidare forskning

Det har under uppsatsskrivandet uppkommit ett flertal intressanta områden som vi anser vara relevanta att forska vidare kring. Ett exempel är ”buy-and-build” där vi gärna skulle vilja undersöka huruvida PE-bolag är bättre på att skapa synergirelaterade värden mellan två bolag jämfört med en affär utan PE-bolagets inblandning.

Vidare kan även djupare undersökningar göras på det operationella och strategiska arbetet där exempelvis portföljbolagen kan ingå i studien för att få en annan vinkel på PE-bolagens roll i värdeskapandet.

## Källförteckning

### Publicerade källor

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

Anthony, Robert N. & Govindarajan, Vijay, (2003), *Management Control Systems*, Eleventh edition, McGraw-Hill/Irwin, USA

Arnold, Glen, (2005), *Corporate Financial Management*, Third edition, Pearson Education Limited: Edinburgh Gate, Harlow, U.K

Baker, G.P & Wruck. K.H, (2002), *Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buy-outs: the case of O.M scott*, Harvard University, Boston, Vol. 25, No. 2, pp. 163-190

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

Bodie, Zvi & Merton, Robert C, (2000), *Finance*, Prentice Hall, New Jersey

Bryman, Alan & Bell, Emma, (2005), *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber Ekonomi

Burns, Martin, (2003), *Europeans Find Mid-Market Buyers: Private equity firms seeking exits avoid IPO market; look for corporates*, The Investment Dealers Digest: IDD, New York, pp. 13-14

Carlsson, Rolf H., (2007), *Swedish Corporate Governance and Value Creation – Owner still in drivers seat*, Corporate Governance: An International Review, Vol. 15, No. 6, pp. 1038-1055

Cumming, Douglas, J; Siegel, D.S; Wright, M, (2007), *Private equity, leveraged buy-out and governance*, Journal of Corporate Finance, Vol. 13, No. 4, pp. 439-460

Cumming, Douglas, J & Macintosh, Jeffrey, G, (2003), *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, Journal of Banking & Finance, Vol. 27, No. 3, pp. 511-548

Cuny, C.J & Talmor, E, (2007), *A theory of private equity turnarounds*, Journal of Corporate Finance, Vol. 13, No. 4, pp. 629-646

Easterwood, John C; Seth, Anju; Singer, Ronald, F, (1989), *The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction*, California Management Review, Vol. 32, No. 1, pp. 30-44

- Eckermann, Matthias, (2006), *Venture Capitalists Exit Strategies under Information Asymmetry*, DUV
- Gagliano, Salvatore & Olsen, John, (2003), *Note on Leveraged Buyouts*, Trustees of Dartmouth College
- Gompers, Paul, A; Lerner, Josh; Margaret, Blair, M; Hellmann, Thomas, (1998), *What drives Venture capital fundraising?* Brookings papers on Economic Activity, pp. 149-204
- Grant, Robert M, (2008), *Contemporary Strategy Analysis*, 6:e upplagan, Blackwell publishing, Oxford, UK.
- Guba, E.G. & Lincoln, Y.S, (1994), *Competing paradigms in qualitative research - Handbook of Qualitative Research*, Sage, Thousand Oaks, pp. 105-117
- Hoffmann, (2008), *German Buyouts Adopting a Buy and Build Strategy*, 22:a upplagan, Gabler, Hamburg
- Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn, (1996), *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, 2:a upplagan, Studentlitteratur, Lund
- Jacobsen, Dag Ingvar, (2002), *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund
- Jensen, Michael, C & Meckling, William, H, (1986), *Theory of the Firm : Managerial Behaviour, agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360
- Jensen, Michael C, (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
- Jensen, Michael C, (1989), *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, Vol. 67, No. 5, pp. 61-74
- Kim, A. Kenneth & Nofsinger, R. Nofsinger, (2007), *Corporate Governance*, Second Edition, Pearson Education Limited: Upper Saddle River, New Jersey
- Liebeskind, Julia & Wiersema, Margarethe, (1992), *LBOs, Corporate Restructuring, and the Incentive-Intensity Hypothesis*, Financial Management, Vol. 21, No. 1, pp. 73-89
- Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo, (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, 3:e upplaga, Studentlitteratur, Lund
- Modigliani, Franco & Miller, Merton, H, (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297

Muscarella, C. J & Vetsuypens, M, R, (1990), *Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs*, The Journal of Finance, Vol. 45, No. 5, pp. 1389-1413

Nikoskelainen, E & Wright, M, (2007), *The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts*, Journal of Corporate Finance, Vol. 13, No. 4, pp. 511-537

Nygaard, Claus, (2002), *Strategizing – en kontextuell organisationsteori, 2:a upplagan*, Studentlitteratur, Lund

Povaly, Stefan, (2007), *Private Equity Exits - Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Springer Berlin Heidelberg

Singh, Harbir, (1990). *Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering*, Strategic Management Journal, Vol. 11, pp. 111-129

Sosik, John J & Dionne, Shelley D, (1997), *Journal of Business and Psychology – Leadership styles and Deming's behavior factors*, Springer Netherlands, Vol. 11, No. 4, pp. 447-462

Renneboog, L; Simons, T; Wright, M, (2007), *Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation*, Journal of corporate finance, Vol. 13, No. 4, 591-628

Wright, Mike; Hoskisson, Robert, E; Busenitz, Lowell, W, (2001), *Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth an Entrepreneurship*, Academy of Management Executive, Vol. 15, No. 1, pp. 111-125

## **Elektroniska källor**

[www.thomsonreuters.com](http://www.thomsonreuters.com)

[www.evca.com](http://www.evca.com)

[www.svca.se](http://www.svca.se)

[www.answers.com](http://www.answers.com)

[www.dunwalke.com](http://www.dunwalke.com)

[www.12manage.com](http://www.12manage.com)

## **Bilaga 1**

### **Intervju mall**

**Nedan följer de frågor vi ämnat ställa. Observera att ytterligare frågor kan ha tillkommit i form av följdfrågor under själva intervjun.**

#### **Inledande frågor**

1. Vilka initierar normalt ett uppköp och vad kan det finnas för motiv och faktorer?
2. Vad ser ni som de viktigaste egenskaperna hos ett potentiellt portföljbolag och hur ser investeringskriterierna ut?
3. Vad har ni för avkastningskrav på era buyout-fonder och hur ser investeringshorisonten ut?

#### **Operationella och strategiska åtgärder**

4. Vilka åtgärder gör ni i det inledande skedet av en ny investering?
5. Ändrar eller modifierar ni ett förvärvat bolags affärsplan?
6. I vilken utsträckning engagerar ni er i den operativa verksamheten hos era portföljbolag, inklusive åtgärder initierade av styrelsen? Vilka områden koncentrerar ni er mest på att förbättra rent operativt?
7. Har ni assisterat eller påverkat rekryteringen av ny personal på ledande befattningsnivåer?
8. Vad har ni för syn på tilläggsförvärv och på vilket sätt bidrar ni? Ser ni över möjligheterna för tilläggsförvärv innan en investering?

#### **Finansiella åtgärder**

9. Hur är er syn på att skapa värde genom en optimal kapitalstruktur och andra finansiella metoder?
10. Hur ser er strategi ut när det gäller exits? Jobbar ni utifrån någon särskild strategi?

## **Corporate governance**

11. Hur motiverar ni ledningen i ett portföljbolag?

12. Vad är din uppfattning gällande belåningsgraden inom portföljbolaget och huruvida denna inverkar på ledningens arbetssätt?

13. Hur använder ni er av den industriella kunskap och erfarenhet ni inom ert PE-bolag och ert nätverk besitter för att öka värdet hos portföljbolaget?

14. Vad har ni för system för att följa upp portföljbolagets utveckling och för att säkerställa en tillfredställande nivå av transparens och kontroll av portföljbolagets lednings verksamhet?

## **Avslutande frågor**

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

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