



**LUND UNIVERSITY**  
School of Economics and Management

Företagsekonomiska institutionen

Kandidatuppsats

HT2009

# **Hur ett svenskt Private Equity-bolag arbetar med bolagsstyrning**

**En studie av Priveq och Sydtotal**

Handledare:

Matts Kärreman

Författare:

Mårten Alerstam

Marcus Rodin

Johan Svahnberg

## **Sammanfattning**

**Examensarbetets titel:** Hur ett svenskt Private Equity-bolag arbetar med bolagsstyrning - en studie av Priveq och Sydtotal

**Seminariedatum:** 15 januari 2010

**Ämne/kurs:** FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng

**Författare:** Mårten Alerstam, Marcus Rohdin, Johan Svahnberg

**Handledare:** Matts Kärreman

**Fem nyckelord:** Private Equity, Priveq, Sydtotal, Corporate Governance, Bolagsstyrning

**Syfte:** Att undersöka vilka processer och resurser ett svenskt Private Equity-bolag arbetar med för att utöva styrning och utveckla de bolag de investerar i.

**Metod:** En kvalitativ fallstudie med intervjuer som huvudsaklig datainsamlingsmetod.

**Teoretiska perspektiv:** I uppsatsen beskrivs begreppet corporate governance och det redogörs för relevanta teorier om agentproblem samt styrning av företagsledning och styrelse. Inom Private Equity har vi utgått från de teorier som identifierat hur Private Equity-bolag uppträder och modellerna de arbetar efter vid förvärv.

**Empiri:** Uppsatsens empiriska material består av en sammanfattning av fyra utförda intervjuer och insamling av öppen data från de båda företagen.

**Resultat:** Priveq visar i förhållande till teorin ett avvikande mönster när det gäller sina investeringar i form av att fokusera på kulturen i de företagen de investerar i. Detta skiljer sig markant från den anglosaxiska skolan och omkullkastar de teorier som borde vara relevanta för att analysera ett svenskt Private Equity-bolag.

## **Abstract**

**Title:** Hur ett svenskt Private Equity-bolag arbetar med bolagsstyrning - en studie av Priveq och Sydtotal

**Seminar date:** 15 januari 2010

**Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS-cr)

**Authors:** Mårten Alerstam, Marcus Rohdin, Johan Svahnberg

**Advisor:** Matts Kärreman

**Key words:** Private Equity, Priveq, Sydtotal, Corporate Governance, Bolagsstyrning

**Purpose:** To examine which processes and resources a Swedish Private Equity-company works with to practise governance and develop the companies in which they invest.

**Methodology:** A qualitative case study with interviews as its main method of collecting data.

**Theoretical perspectives:** The thesis describes the term corporate governance and accounts for relevant theories about the agency problem and the governance of the executive management and board. Within Private Equity we have worked with the theories that identify how a Private Equity-company works and the models they use for new acquisitions.

**Empirical foundation:** The thesis's empirical foundation consists of a summary of four conducted interviews and collected data from open sources from the two companies.

**Conclusions:** Priveqs relationship to its investments is not the same as the theory predicts, as they focus on the culture in the companies. This is far from what Private Equity companies do within the Anglo-Saxon countries, and therefore the studies on Private Equity-companies in these countries can not be applied on the study of a Swedish Private Equity-company.

## Innehållsförteckning

<i>Kapitel</i>	<i>Sida</i>
Sammanfattning .....	1
Abstract .....	2
Innehållsförteckning.....	3
Lista över modeller.....	5
Lista över förkortningar .....	5
1. Inledning.....	6
1.1 Problemdiskussion.....	6
1.2 Presentation av fall .....	7
1.3 Syfte och problemformulering .....	8
1.3.1 Frågeställningar.....	9
1.3.2 Avgränsningar.....	9
1.4 Tidigare forskning .....	9
1.5 Disposition.....	10
2. Metod .....	12
2.1 Forskningsdesign.....	12
2.2 Metoder.....	15
2.2.1 Intervjuer.....	15
2.2.2 Dokument.....	16
2.2.3 Dataanalys.....	18
3. Teoretisk referensram.....	19
3.1 Corporate Governance.....	19
3.1.1 Agentteorin .....	19
3.1.2 De olika systemen för bolagsstyrning.....	20
3.1.3 Styrning av företagsledning .....	20
3.1.4 Styrning av företaget.....	21
3.2 Private Equity som riskkapital.....	22
3.2.1 Buyouts .....	23
3.2.2 Affärsänglar .....	24
3.2.3 Venture Capital .....	25

3.2.4 Private Equity .....	25
3.2.5 Värdeskapande genom aktiva ägare .....	26
3.3 Resource Dependency Theory.....	27
4. Empiri.....	29
4.1 Historik kring grundandet av Sydtotal .....	29
4.2 Sökandet efter investerare .....	30
4.3 Priveqs inträde .....	30
4.4 En gemensam ägaragenda .....	31
4.5 Effekter i Sydtotal.....	32
4.6 Det passiva ägandets innebörd .....	33
4.7 Investeringshorisont och Priveqs framtida exit.....	34
5. Analys.....	35
5.1 Priveqs arbetsprocess.....	35
5.2 Symmetrier i organisationskultur och värderingar .....	36
5.3 Personkemi – en avgörande variabel.....	37
5.4 Vikten av att bevara det lilla företaget i det stora.....	38
5.5 Byråkrati vs. Entreprenörskap .....	39
5.6 Att sitta i samma båt.....	40
5.7 Styrning av ledningen och nya arbetssätt i Sydtotal.....	42
6. Slutsatser .....	45
6.1 Huvudsakliga slutsatser i fallet Priveq/Sydtotal.....	45
6.2 Teorin som försvann.....	46
6.3 Metodologiska slutsatser .....	47
6.4 Förslag till vidare forskning .....	48
7. Källförteckning.....	49
8. Bilagor.....	52
Bilaga 1- Ägarfördelning i Sydtotal .....	52
Bilaga 2 - Intervjuguide.....	53

## **Lista över modeller**

<i>Modell</i>	<i>Sida</i>
1. Definition av riskkapital.....	23
2. Ägarfördelning i Sydtotal.....	52

## **Lista över förkortningar**

IFRS: International Financial Reporting Standards

LBO: Leveraged buyout

MBO: Management buyout

PE: Private Equity

RDT: Resource Dependency Theory

SVCA: Svenska riskkapitalföreningen

## **Kontaktuppgifter**

Mårten Alerstam – [m.alerstam@gmail.com](mailto:m.alerstam@gmail.com)

Marcus Rohdin – [marcus.rohdin@bredband.net](mailto:marcus.rohdin@bredband.net)

Johan Svahnberg – [made\\_svahnen@hotmail.com](mailto:made_svahnen@hotmail.com)

## **1. Inledning**

Private Equity-bolag (vidare benämnt PE-bolag), det vill säga riskkapitalbolag som investerar i onoterade bolag, uppkom i 80-talets USA och spred sig sedan över världen (Wright et al., 2009). Under de 30 år som har förflutit sedan dess har PE-bolagens betydelse för ekonomin ökat signifikant. Svenska riskkapitalföreningen (vidare benämnt SVCA) beräknade 2004 att hela 7 % av alla privatanställda i Sverige var sysselsatta i bolag som finansierats med riskkapital (SVCA 2009). Åren därefter (2005-2007) ökade PE-bolagens investeringar i Sverige mycket kraftigt, för att sedan falla tillbaka något i lågkonjunktorens tecken under 2008 (SVCA 2009).

PE-bolagens ökade betydelse har lett till ett allt större intresse från både media och forskarvärlden. Redan 1989 publicerade Jensen en inflytelserik artikel som hävdade att PE-bolag utgjorde en ny organisationsform som en gång för alla kunde lösa ”central weakness of the public corporation which is the struggle between owners and managers” (1989:abstract). Sedan dess har mycket forskning ägnats åt vad som brukar kallas PE-bolagens värdeskapande process. PE-bolagens yttersta mål är att öka värdet på sina portföljinvesteringar för att på så sätt skapa en god avkastning till sina investerare. I den värdeskapande processen antas PE-bolagen tillföra både finansiellt och operationellt kunnande i sina portföljbolag i syfte att öka deras värde tills de att de avyttras i en exit.

Den forskning som finns har dock en tydlig slagsida. Resultaten kommer så gott som uteslutande från USA och England, två länder där konflikter mellan ägare och företagsledning är betydligt vanligare än i Sverige (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvesson & Sveningsson 2007). Det är emellertid mycket intressant att notera att siffror från Dagens Industri visar att Svenska PE-bolag är dubbelt så lönsamma som sina amerikanska motsvarigheter ([www.isa.se](http://www.isa.se)). Två rimliga förklaringar är att förhållandena är olika, eller att svenska PE-bolag arbetar med den värdeskapande processen på ett annat sätt. Att förhållandena är olika vet vi, men om hur svenska PE-bolag arbetar med den värdeskapande processen vet vi idag mycket lite.

### **1.1 Problemdiskussion**

Att svenska PE-bolag skulle arbeta annorlunda än sina engelska och amerikanska motsvarigheter är varken orimligt eller otroligt anser vi. Det marknadsorienterade

systemet ställer till exempel helt andra krav på övervakning och styrning hos anglosaxiska PE-bolag än vårt svenska, mer bankorienterade system, som enligt världsbanken utgör ett av världens bästa corporate governance-klimat (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvesson & Sveningsson 2007). Samtidigt är det inte otänkbart att detta öppnar nya problem som de amerikanska och engelska PE-bolagen inte ställs inför, och som därmed kan tänkas saknas i litteraturen. Kan agentproblem tänkas uppstå där de tidigare saknats? Kan den entreprenöriella drivkraften bevaras? Det här är relevanta frågor under svenska förhållanden, men raka motsatsen till vad de amerikanska och engelska forskningsresultaten pekar på.

För att undersöka det här har vi valt att göra en fallstudie (se 2.1). Vårt fall är det svenska PE-bolaget Priveqs investering i det privatägda företaget Sydtotal. Innan vi går in på studiens syfte och frågeställningar tycker vi att det är relevant med en kortare presentation av dessa företag.

## **1.2 Presentation av fall**

Sydtotal grundades hösten 1999 av Erling Pålsson och fem av hans kollegor från ett annat företag. Sydtotal erbjuder ”ett helhetskoncept inom ventilation och komfortkyla”, men även totalentreprenader med värme, el, kyla, sanitet, styr och övervakning ([www.sydtotal.se](http://www.sydtotal.se)). Kunderna är företag inom bygg-, fastighets- och industribranschen, men även kommun och stat. Under Sydtotals tio verksamhetsår har man upplevt en stark tillväxt och idag är man ”Sveriges ledande ventilationsföretag” ([www.sydtotal.se](http://www.sydtotal.se)).

Under företagets första hela verksamhetsår (2000) omsatte Sydtotal dryga 82 miljoner och redovisade ett rörelseresultat på cirka 3,6 miljoner (Sydtotal årsredovisning 2000). 2004 inleddes en tillväxtplan och ett första dotterbolag startades upp i Helsingborg. Under de två följande åren öppnades flera dotterbolag i landet, och ännu fler följde därefter. Idag finns Sydtotal i Malmö (huvudkontor), Ystad, Helsingborg, Växjö, Ronneby, Stockholm, Uppsala, Västerås, Borlänge och Torsby.

2007 gick Priveq Investment in som ny huvudägare med 60% i Sydtotal. ”Ägarförändringen är ett led i att stärka Sydtotal i dess tillväxtstrategi med målet att dubbla omsättningen till 2011” ([www.sydtotal.se](http://www.sydtotal.se)).



Priveq Investment är ett Private Equity-bolag som investerar i onoterade företag inom alla branscher. Företaget har sin grund i Skandia Investment som startades 1983, och man investerar för närvarande i fonden Priveq Investment III, som inrättades 2005. Bland investerarna återfinns bland annat Fjärde AP-fonden, Handelsbanken Liv, KF Invest, Orkla, Skandia Liv, Telia Pensionsstiftelse och Tredje AP-fonden. För att Priveq ska överväga att investera i ett företag krävs att det uppfyller ett antal kriterier ([www.priveq.se](http://www.priveq.se)):

- God tillväxt
- Starkt och målmedveten företagsledning
- Omsättning normalt överstigande 100 Mkr
- Lönsamhet
- Stark marknadsposition
- Målsättning om en industriell försäljning eller börsnotering inom fyra till sju år

Priveq bidrar med ”det kapital och den kunskap som företagen behöver för en stabil expansion” ([www.priveq.se](http://www.priveq.se)). Företaget strävar efter ett aktivt ägande som beskrivs som långvarigt även om ett avyttrande, en ”exit”, ingår i PE-bolagens arbetssätt.

Under Priveqs första år som huvudägare i Sydtotal ökade omsättningen med 23% till 543 Mkr och rörelseresultatet med 23% till 48,3 Mkr (Sydtotal årsredovisning 2008).

### **1.3 Syfte och problemformulering**

Med tanke på hur lite vi faktiskt vet om hur svenska PE-bolag arbetar med bolagsstyrning och den värdeskapande processen har vi valt att formulera en bred forskningsfråga för att inte missa något. Syftet med denna uppsats är att skapa förståelse och insikt för de förändringar som sker i ett privatägt bolag efter att det har blivit uppköpt av ett PE-bolag, för att kunna dra slutsatser kring detta utifrån rådande teori inom området (se 1.4). Detta kommer vi att göra genom att granska fallet Priveq-Sydtotal. Utifrån dessa resonemang har vi skapat följande problemformulering:

*Att undersöka vilka processer och resurser ett svenskt PE-bolag arbetar med för att utöva styrning och utveckla de bolag de investerar i.*

### **1.3.1. Frågeställningar**

Hur arbetar ett svenskt PE-bolag med bolagsstyrning? Vad bidrar man med?

Är Priveqs arbete med bolagsstyrningen typiskt för PE-bolag?

Hur förändras arbetssättet och förhållandet mellan styrelse, ägare och företagsledning?

### **1.3.2 Avgränsningar**

Vår studie avser inte att behandla svenska PE-bolag generellt, utan fokuserar på fallet Priveq och Sydtotal. Mer om detta i metodavsnittet.

## **1.4 Tidigare forskning**

Jensen argumenterar i sin pionjärartikel från 1989 att privat ägande i form av PE-bolag utgör en överlägsen organisationsform som karaktäriseras av aktivt ägande och rejält incitament för ledningen. Sedan dess har förhållandet mellan PE-bolag och värdeskapande växt till ett forskningsområde i sig, och corporate governance är en del i detta. Det finns ett relativt stort antal studier, och här följer ett utdrag med de kanske mest betydelsefulla resultaten. Agentteorin är inom området den mest flitigt använda corporate governance-teorin (Berg och Gottschalg 2005). Det råder i det närmaste konsensus kring att de förändringar PE-bolag kan införa genom till exempel incitament, ökad kontroll eller förändringar i ledning/styrelse kan minska agentproblem (Kaplan 1989; Wright et al., 2001). Huruvida det föreligger sådana problem i en organisation beror på förhållandet mellan företagsledning och ägare. Forskning har dock visat att företag som var privata, eller familjeägda, före uppköpet lider betydligt mindre av agentproblem och att det därmed finns mindre utrymme för PE-bolag att göra förbättringar i dessa fall (Howorth, Westhead and Wright 2004; Chrisman, Chua and Litz 2004). I de fall där agentproblem föreligger har forskning visat att PE-bolag är bra på ”incentive alignment”, det vill säga på att skapa incitament för ledningen att agera i ägarnas intresse (Cotter & Peck 2001). Ofta uppmuntras ledning och nyckelpersoner att bli delägare, vilket ökar de personliga kostnaderna vid dåligt resultat (Baker & Montgomery 1994). Att belöningsystem för personalen upprättas är också förekommande (Jensen 1989). Det har också visat sig att den räntekostnad som uppstår när ett PE-bolag belånar ett inköp genom att sätta

investeringen som säkerhet, kan reducera agentproblem och öka effektiviteten i företag som före investeringen hade tillgång till ett stort kassaflöde (Jensen 1989). PE-bolag är också skickliga på att övervaka och kontrollera sina investeringar genom olika mekanismer (Singh 1990), inte minst genom att vara ”aktiva” i styrelsearbetet (Jensen 1989).

Det står klart *att* PE-bolag är heterogena i sitt arbetssätt. ”In many regions of the world a variety of types of PE firm are to be found with different investment time horizons and different objectives” (Wright et al., 2009:357). Men *hur* de skiljer sig, inte minst globalt, är outforskad terräng. Så gott som all forskning, inklusive resultaten ovan, kommer som sagt från undersökningar gjorda i USA eller England (Wright et al., 2009:357), två länder som tillhör det anglosaxiska marknadssystemet där agentproblemet mellan ägare och ledning ligger i fokus (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvensson & Sveningsson 2007). Kunskapen kring hur PE-bolag arbetar i andra länder är låg, och från Sverige har vi inte hittat någon alls utöver ett par uppsatser. Går det att anta att det inte är någon skillnad? Nej. Genom att göra en fallstudie i Sverige breddar vi kunskapen något, samtidigt som vi prövar i vilken mån teoribyggnaden går att applicera på svenska förhållanden. Ett annat gott skäl att genomföra en fallstudie är att många studier som rör PE-bolag har en kvantitativ utgångspunkt (Cotter & Peck 2001; Chrisman, Chua and Litz 2004; med flera). Den täta beskrivning som en kvalitativ fallstudie ger tycker vi är ett perspektiv som saknas.

## **1.5 Disposition**

Efter det inledande kapitlet där vi bland annat givit en bakgrund till vårt fall samt presenterat studiens syfte och frågeställningar följer ett metodkapitel. I detta kapitel redogör vi för studiens forskningsstrategi och metoder. Därefter presenterar vi studiens teoretiska referensram. På teorin följer empirin. Den empiriska delen är upplagd som en kronologisk redogörelse som tar sin början i Sydtotals grundande och avslutas med några ord om Priveqs framtida exit. Vi har valt att presentera empirin på detta sätt eftersom vi upplever att det är överskådligast för läsaren. Följande kapitel är en analys där vi med grund i vår teoretiska referensram och insamlade empiri resonerar kring vårt fall och samtidigt presenterar viss ny teori som ligger utanför det som kunde tänkas vara aktuellt. Detta för att det ska vara möjligt att tolka den

insamlade empirin. Studien avslutas med våra slutsatser, samt lämnar förslag på vidare forskning.

## **2. Metod**

En vetenskaplig undersökning ställs alltid inför en rad beslut. De val som görs får konsekvenser och måste därför explicit redogöras för. I detta kapitel kommer vi att diskutera våra val och dess konsekvenser. Det kanske mest grundläggande valet är det mellan kvalitativ och kvantitativ forskning, som enligt Bryman och Bell (2005) utgör två distinkta forskningsstrategier. Kvalitativ respektive kvantitativ forskning bygger på olika ontologiska och epistemologiska grundantaganden, och resultaten man kan förväntas nå och metoderna man kan använda sig av skiljer sig följaktligen åt med de olika strategierna. Vi har valt att göra en kvalitativ studie. Enligt Bryman och Bell (2005) har en sådan studie följande karaktäristika: fokus på ord istället för siffror, ett induktivt tillvägagångssätt, samt uppfattningen av verkligheten som subjektiv och föränderlig vilket kräver att den tolkas – inte mätes. Vi kommer framöver i detta kapitel ställa vår studie i relation till detta.

### **2.1 Forskningsdesign**

Vi har valt fallstudien som vår övergripande forskningsdesign eftersom detta angreppssätt lämpar sig väl med tanke på vad vi vill ha ut av vår undersökning. Eftersom det verkar råda vissa oklarheter i litteraturen finns det redan från början en poäng i att definiera vad som är en design och vad som är en metod. En metod definierar vi i enlighet med Halvorsen (1992) och Bryman och Bell (2005) som ett sätt att samla in data. En design ”utgör ... en ram för generering av empiriska data som passar ... för de frågeställningar forskaren är intresserad av” (Bryman och Bell 2005:46).

En fallstudie karaktäriseras av studiet av en enskild undersökningsenhet – eller fall – ”i syfte att erhålla en djupgående redogörelse för händelser, relationer, erfarenheter eller processer som uppträder i denna speciella undersökningsenhet” (Denscombe 2000:43). Vårt fall är Priveqs investering i Sydtotal. Vi är intresserade i mötet mellan dessa företag, i den process de är mitt uppe i. Samtidigt som det är Priveqs arbetssätt vi huvudsakligen vill fokusera på så anser vi att Sydtotals ”inifrån”-perspektiv, deras upplevelse av detta arbetssätt, är värdefullt. Därför har vi ett fall – som innehåller två företag.

Anledningen till att vi valt just detta fall bland hundratals potentiella andra fall är

flera. Redan när vi valde uppsatsämne började gruppmedlemmarna se sig om efter potentiella fallföretag och det visade sig att vi hade en ingång till Sydtotal. Vi kände alla att vi borde utnyttja denna ingång eftersom vi gärna ville pröva på att samla in egen data från ett företag, men samtidigt visste att det kan vara mycket tidsödande att få ett medgivande och få tillstånd intervjuer. När vi började samla information om Sydtotal för att hitta en bra infallsvinkel visade det sig att Priveq investerat i företaget. Vi kom på så vis att intressera oss för hur PE-bolag arbetar, och vad de tillför i corporate governance-termer. Sedan vi bekantat oss något med teorin kring PE-bolag insåg vi att det i stort saknades forskning kring hur svenska PE-bolag arbetar. Fallstudien låter oss gå på djupet och ge en tät beskrivning av detta arbetssätt, vilket vi anser är ett lämpligt tillvägagångssätt för en uppsats av utforskande karaktär. Ytterligare ett skäl till att välja fallstudien är att den lämpar sig väl då fenomenen ska undersökas i dess ”naturliga miljö” (Denscombe 2000:43), typ Sydtotal som faktiskt existerar och agerar i verkligheten oavsett om vi studerar dem eller inte.

Likt kvalitativ forskning är fallstudier ofta induktiva (Merriam 1994). Induktion innebär att forskaren utifrån insamlad empiri försöker nå generaliserbara resultat och teorier, medan deduktion går ut på det motsatta; dvs. först formuleras teorier och hypoteser som sedan prövas med empirin (Bryman och Bell 2005). Den här studien samlar empiri för att nå resultat, samtidigt som vi lutar oss tillbaka på redan existerande teori som i viss mån prövas. Vi skulle alltså vilja säga att vi har inslag av båda ansatserna, vilket inte är ovanligt i kvalitativ forskning (Lantz 1993).

Varje forskningsdesign för med sig för- och nackdelar (Merriam 1994). Vi har redogjort för fallstudiens fördelar och anledningarna till att vi valt att göra en fallstudie, men vi kan inte blunda för dess nackdelar. Det är emellertid viktigt att fördelarna med en design överväger nackdelarna (Merriam 1994), och det anser vi att de gör. Fallstudiens stora akilleshäla är den externa validiteten som berör frågan om det går att generalisera utifrån en fallstudie (Merriam 1994; Denscombe 2000). Tillsammans med inre validitet samt reliabilitet hör den externa validiteten till de kriterier som vetenskapliga undersökningar bedöms med (Merriam 1994). Inre validitet rör frågan om att man verkligen mäter det man avser att mäta, medan reliabiliteten tar upp frågan om studiens resultat skulle bli de samma om studien upprepades (Bryman och Bell 2005). Det finns emellertid dem som hävdar att dessa kriterier är anpassade för kvantitativa studier och lämpar sig dåligt för bedömningen

av kvalitativ forskning (Bryman och Bell 2005). Vi har dock valt att rätta oss efter dem och inte efter de alternativa bedömningskriterier Lincoln och Guba tagit fram (Bryman och Bell 2005) då vi upplever att de blivit norm – trots allt. Tack vare närheten till undersökningsobjekten, de täta beskrivningarna och ambitionen att skildra verkligheten så som människor upplever den (inte som den rent ”objektivt” är, vilket är en positivistisk syn) ger kvalitativa fallstudier ofta en hög inre reliabilitet (Merriam 1994). Då är det, som sagt, mer problematiskt med den externa validiteten. Enligt Merriam (1994) finns det två sätt att tackla det här problemet: antingen försöker man stärka den externa validiteten, eller så ifrågasätter man generaliserbarhetskriteriet. Vi har övervägt att stärka externa validiteten, men har av flera skäl valt att inte ta in fler fallföretag. Ett skäl är tidsbrist. Trots vår ingång i Sydtotal tog det tid att få tillträde, och med fler fallföretag skulle vi med all sannolikhet inte klara uppsatsens deadline. Ett annat, tyngre skäl, är att när vi väl genomfört intervjuerna med Priveq och Sydtotal så kände vi att det som framkommit var så pass intressant i sig själv att vi ville fördjupa oss i det och inte offra studiens djup för ytterligare bredd. Breda PE-studier finns det gott om och vi har valt fallstudien dels för att få det djupare perspektiv som möjliggörs genom att studera ett enda fall. Istället ställer vi oss frågande till generaliserbarheten – och det är vi inte ensamma om. Det råder en debatt utan konsensus kring generaliserbarheten i kvalitativa studier. I linje med Merriam (1994) vill vi hävda att syftet med en fallstudie *inte* är att söka generaliserbara slutsatser som antas gälla för alla.

Det [är] ... ingen mening med att generalisera från ett enda fall som valts ut utifrån ändamålsenlighet i stället för efter slumpmässighet. Man väljer fallstudiemetoden för att man vill gå på djupen med en bestämd situation, person eller händelse, inte för att man vill ta reda på något som gäller generellt för många eller alla undersökningsenheter (Merriam 1994:184).

Därmed är det inte sagt att vårt fall inte kan ha likheter med andra fall, och att våra resultat möjligen kan appliceras där, men syftet med den här undersökningen är inte att nå resultat som antas gälla för alla.

Då återstår frågan om reliabiliteten. I kvalitativ forskning, där verkligheten erkänns som subjektiv och som något vi tolkar, finns det inga garantier för att någon annan skulle tolka den insamlade empirin på samma sätt (Merriam 1994). Enligt Denscombe

(2000) bör man så tydligt som möjligt redogöra för studiens syfte och teorier, hur den genomfördes, samt resonemangen bakom de val som gjorts, för endast då är det möjligt att bilda sig en uppfattning huruvida resultaten av en annan studie skulle ha blivit desamma. Det är vår ambition att vara tydliga på dessa punkter.

## **2.2 Metoder**

En av fallstudiens fördelar är att den låter forskaren använda flera olika metoder – sätt att samla in data – som väljs utifrån ändamålsenlighet (Denscombe 2000). Det är brukligt att skilja på primärdata – nya data som samlats in för ändamålet – och sekundärdata – data som redan finns tillgängliga (Halvorsen 1992). Den här studien bygger på data från intervjuer (primära data) och dokument (sekundära data). Dessa metoder har vi ansett vara relevanta för den här undersökningen. Vi kommer nu att gå igenom dem.

### **2.2.1 Intervjuer**

För att kunna besvara studiens syfte har vi bedömt att vi måste samla in data som inte redan finns att tillgå. Därför valde vi att göra intervjuer – en metod som ger den typ av ”djupgående och detaljerade data” vi söker (Denscombe 2000:161). Vi kommer nu kort att gå igenom hur intervjuerna genomfördes. Vi började med att resonera oss fram till vilka vi skulle vara intresserade av att träffa, vilket i stort var styrelse och ledning. Vi vidarebefordrade dessa önskemål till vår kontaktperson på Sydtotal som bokade intervjuer med Erling Pålsson (VD) Jonas Tufvesson (administrativ chef) samt Henrik Westfeldt, investeringsansvarig på Priveq med ansvar för bland annat Sydtotal. De tre intervjupersonerna motsvarade våra behov att tala med personer, dels från Priveq, dels från Sydtotal med erfarenhet av lednings och styrelsearbete både före och efter Priveq. På plats kunde vi även boka in en intervju med Lena Svensson (ekonomichef). Eftersom Priveq är Stockholmsbaserat skedde intervjun med Henrik Westfeldt över högtalartelefon. Det finns nackdelar med att göra en telefonintervju, till exempel är det omöjligt att läsa av reaktioner och kroppsspråk, men alternativet, att inte göra någon intervju alls, är sämre. Inför intervjuerna konstruerades en intervjuguide delvis byggd på en artikel av Viral V. Acharya, Moritz Hahn och Conor Kehoe (2008). Guiden kompletterades med frågor efterhand som vi fick mer information i intervjuprocessen. Intervjuerna skedde på Sydtotal och utfördes som



semistrukturerade intervjuer. Semistrukturerade intervjuer karaktäriseras av att intervjuaren utgår från en intervjuguide, men är flexibel och följer upp trådar under intervjuens gång samt låter den intervjuade utveckla sina idéer (Denscombe 2000:161). Vid intervjutillfällena var samtliga tre gruppmedlemmar med. En utsågs till att föra ordet, en till att assistera och komma med kompletterande frågor, och en tredje till att anteckna ifall bandupptagningen skulle fallera.

Intervjuerna spelades in med diktafon och mobiltelefon, något som samtliga intervjudeltagare gav sitt samtycke till, och transkriberades sedan. Vid den sista intervjun misslyckades inspelningen. Detta var emellertid ingen katastrof eftersom vi förde löpande anteckningar under intervjun. Dessutom var intervjun mest i kompletterande syfte och relativt lite som vi inte redan visste framkom. Transkriberingsprocessen i övriga fall gick överlag bra då våra inspelningar var av relativt hög kvalitet. Eftersom människor inte talar i fullständiga meningar, ibland tvekar eller stakar sig, har vi, som brukligt vid transkriberingar (Denscombe 2000), redigerat texten så att den blir förståelig i skriven form. Vi har dock varit ytterst försiktiga och inte gjort några ingrepp som förändrar innebörden av vad som sagts.

När man gör intervjuer är det viktigt att förhålla sig till den så kallade intervjuareffekten. Intervjuareffekten är ett väldokumenterat fenomen som avser det faktum att de svar intervjuaren får i en intervjusituation beror på faktorer som kön, ålder, och etnicitet, kort sagt på intervjuarens identitet och på faktorer som inte alltid går att kontrollera, inte minst gäller detta känsliga frågor (Denscombe 2000). Det är naturligtvis oerhört svårt att uttala sig om hur intervjuareffekten påverkat de svar vi fått. Frågor om motsättningar, samarbete och arbetssätt kan vara känsliga, och även om vi upplevde att intervjuerna gick bra finns det inga garantier. Sedan är det tyvärr inte uteslutet att vissa av intervjupersonerna iakttar viss försiktighet i och med att denna uppsats blir offentlig.

### **2.2.2 Dokument**

Ett dokument kan i dess bredaste form innebära i stort sett alla former av skriftlig kommunikation (Merriam 1994). Sekundära data kan enligt Halvorsen (1992) delas upp i kategorierna processdata, bokföringsdata och forskningsdata. Vi har använt oss av processdata – data som genereras dagligen av massmedia – i form av artiklar och notiser samt forskningsdata – data som samlats in i forskningsmanus – i form

av artiklar från vetenskapliga tidskrifter och tryckt litteratur. Vi har även använt dokument som skapats i informativa syften: till exempel pressmeddelanden, årsredovisningar och rapporter från olika föreningar och organisationer.

Att använda dokument som datakälla är en tids- och kostnadseffektiv metod (Merriam 1994) som i vårt fall bidragit med – framförallt – nödvändig bakgrundsinformation. När man använder sig av dokument är det dock viktigt att ha ett källkritiskt förhållningssätt. Det finns flera olika kriterier för utvärderingen av skriftliga dokument, men de vi använt oss av i den här studien är framtagna av Platt och Scott (i Denscombe 2000). *Autenticitet* berör dokumentets äkthet medan *trovärdigheten* avser dess innehåll: vem, när och i vilket syfte skrevs det?

Med undantag för den tryckta litteraturen är våra dokument hämtade på Internet. För att säkra autenticiteten har vi hämtat dokumenten på de webbplatser där de ursprungligen publicerades istället för på sidor där de lagts upp i andra hand. Till exempel har vetenskapliga artiklar hämtas direkt via artikeldatabasen ELIN, och artiklar från exempelvis Affärsvärlden har hämtats via deras egen hemsida. Vad gäller trovärdigheten så gäller olika förutsättningar för olika dokument. Vetenskapliga artiklar genomgår en rigorös granskning innan de publiceras, och när de väl publicerats kan man genom att studera referenser till artikeln bilda sig en uppfattning av hur den mottagits. Artiklar i media kan naturligtvis vara snedvridna och här har vi försökt att vara uppmärksamma, samtidigt som vi är medvetna om att ansedda tidningar inte önskar att deras rykte och trovärdighet skadas genom artiklar med starkt bias. I vårt material har vi egentligen bara en form av dokument där vi upplever att frågetecken kan sättas vid dess trovärdighet, och det är information från föreningar och organisationer, typ Svenska riskkapitalföreningen<sup>1</sup>, som har ett intresse i att framställa ”sitt verksamhetsområde” i en positiv dager.

Vi har även beaktat *representativitet*- och *innehörds*- kriteriet (Platt och Scott i

---

<sup>1</sup> Svenska riskkapitalföreningen är en obunden ideell intresseförening vars uppgift är att främja en väl fungerande riskkapitalmarknad. Deras objektivitet kan därför ifrågasättas, men detta bör dock inte påverka vår undersökning då datan som hämtas från SVCA mestadels är reella tal såsom sysselsättningsgrad inom PE-bolagen.

Denscombe 2000), även om vi inte explicit diskuterar dem här.

### 2.2.3 Dataanalys

I kvalitativ forskning är varken insamlad data eller tolkningen av den objektiv i positivistisk mening. ”Data ligger inte ”där ute” och väntar på att bli upptäckta, vilket fallet är vid ett positivistiskt tillvägagångssätt, utan *produceras* medan de tolkas och används av forskaren” (Denscombe 2000:244, kursivering i original). Forskarens ”jag” (vår identitet – våra värderingar och åsikter) påverkar i högsta grad produktionen och tolkningen av dessa data (Denscombe 2000). Det finns två sätt att förhålla sig till detta: antingen försöker man distansera ”jagets inblandning” eller så erkänner man det som en del i processen (Denscombe 2000:244). Vi tror inte att det är möjligt att helt distansera sig från sitt ”jag”, och vi är medvetna om det faktum att det påverkat forskningsprocessen.

Kvalitativa data kan analyseras på en mängd olika sätt och det verkar av litteraturen att döma inte råda konsensus gällande det bästa tillvägagångssättet (Merriam 1994; Denscombe 2000.) Halvorsen (1992) skiljer mellan två former av dataanalys: delanalys och helhetsanalys. Delanalys innebär att det insamlade materialet först bryts ner och kategoriseras (eller kodas), och därefter räknas det hur ofta olika påståenden/beteenden/etc. förekommer. Helhetsanalys går ut på att skapa sig en uppfattning genom att ta del av hela materialet (Halvorsen 1992). När allt det empiriska materialet samlats in och transkriberats analyserades det, först individuellt när det lästes igenom, sedan i grupp då det diskuterades. Att analysera ett material är emellertid en process och i praktiken påbörjades vår analys redan i diskussionerna på väg hem från den första dagens intervjuer. I analysen av vårt material har vi sökt efter mönster, teman och samband (Denscombe 2000). När dessa mönster låg klara för oss valde vi ut lämpliga citat och resonemang för att illustrera det vi funnit intressant. Vi är, som sagt, medvetna om att våra egna ”jag” påverkat analysprocessen och följaktligen vilka delar ur det empiriska materialet vi funnit intressanta och som valts ut i den här studien.

### **3. Teoretisk referensram**

En teori är ”en förenklad bild av verkligheten” som ofta består av särskilda begrepp och modeller (Halvorsen 1992:44). I undersökningar av det här slaget används teorin som stöd, både i utformningen av undersökningens inriktning och i dataanalysen (Halvorsen 1992). Rent praktiskt tillhandahåller teorin alltså ”en ram för vad som ska observeras och vilken information som ska samlas in” (Merriam 1994:71). Teorier används också för att de empiriskt ska kunna prövas eller kanske till och med utvecklas i undersökningen (Merriam 1994).

Här följer en redogörelse över de teorier vi använt oss av i denna undersökning som underlag för att tolka det empiriska materialet.

#### **3.1 Corporate Governance**

Grunden i Corporate Governance, eller bolagsstyrning som det heter på svenska, är att den ”reglerar hur rättigheter och skyldigheter fördelas mellan olika aktörer” (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvesson & Sveningsson 2007). Behovet av att göra detta är en följd av den utveckling som har skett under 1900-talet i företagsvärlden. Tidigare när företag hade samma ägare som företagsledare har man nu gått till att ha ett spritt ägande i många företag där stora intressekonflikter kan uppstå mellan de olika aktörerna. Den vanligaste teorin som beskriver denna intressekonflikt är agentteorin.

##### **3.1.1 Agentteorin**

I agentteorin försöker man reda ut de olika intressekonflikterna för att kunna skapa en effektiv styrning av bolagen. På ena sidan har man aktieägarna, principalerna och på andra sidan har man företagsledningen, agenterna, varav namnet på teorin. Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvesson och Sveningsson (2007) pekar på de grundläggande antagandena inom agentteorin är dels att ägare och ledning inte är densamma, samt att aktieägarna vill ha maximal avkastning på sitt kapital och det är inte nödvändigtvis vad företagsledningen vill, därav konflikten.

Utöver intressekonflikten mellan ägare och företagsledning tar Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvesson och Sveningsson (2007) även upp konflikten mellan majoritetsägare och minoritetsägare. Risken är uppenbar att minoritetsägarnas intresse inte tillgodoses om de avviker från majoritetens uppfattning.

Medan principalerna drivs av avkastningen kan agenterna drivas av många olika saker, som till exempel karriärmöjligheter, pengar och självförverkligande. De kostnader som uppstår med att få företagsledningen att agera i ägarnas intresse kallas för agentkostnader och inkluderar bland annat de incitamentsprogram företaget har (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvensson & Sveningsson 2007).

### **3.1.2 De olika systemen för bolagsstyrning**

När det talas om corporate governance så tar Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvensson och Sveningsson (2007) upp två olika system för tillämpning av teorierna. Det ena är det anglosaxiska marknadsorienterade systemet och det andra är det europeiska bankorienterade systemet. Skillnaderna är påtagliga. Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvensson och Sveningsson (2007) menar att det marknadsorienterade karaktäriseras av ett diversifierat ägande, fungerande kapitalmarknader, ett starkt minoritetsskydd, en stark potentiell autonom styrelse och företagsledning samt starka incitamentsprogram medan det bankorienterade är nästintill raka motsatsen med kontrollerande ägare, ett svagt minoritetsskydd, en styrelse och företagsledning som är nära ägaren och svaga incitamentsprogram. Tillämpningen av agentteorin på dessa system riktar främst in sig på konflikten mellan ägare och företagsledning i det marknadsorienterade samt konflikten med olika ägarintressen i det bankorienterade. Sverige har traditionellt ingått i den bankorienterade modellen men har på sistone börjat röra sig allt mer mot den marknadsorienterade, precis som övriga Europa.

### **3.1.3 Styrning av företagsledning**

När ägarna ska förmå företagsledningen att arbeta som de vill, finns det tre grundläggande mekanismer man kan arbeta efter enligt Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvensson och Sveningsson (2007), den formella kontrollen, olika incitamentsprogram eller genom socialisering och rekrytering.

Den formella kontrollen utövas genom övervakning av företagsledningen, mycket reglerat i lag, till exempel revision. Men det finns även bolagskoder som måste följas av bolag som är noterade eller ägs av större aktörer. Baksidan med detta är att det också blir allt svårare att utöva denna form av kontroll i en företagsvärld där ägandet är splittrat, vilket ökar kraven på informationsspridning från företagsledningens sida (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvensson & Sveningsson 2007).

Incitamentsprogram innebär i korthet att ägaren delar med sig av vinsten för att få företagsledningen att agera efter samma mål. Ett exempel är optionsprogram, där ledningen ges möjlighet att köpa aktier till förbestämt pris längre fram i tiden. Det strävar mot att få företagsledningen att arbeta mot att höja aktiekursen. Ett annat exempel är pilotskolan, där ledningen får köpa på sig stora aktieposter i företaget, vilket gör att skillnaden mellan ledning och ägare suddas ut och deras mål smälter samman (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvesson & Sveningsson 2007).

Socialisering och rekrytering går ut på att man försöker bemöta den informationsbrist man har vid nyrekrytering av personer till företagsledningen. Mycket av rekryteringen här sker internt då det är lättare att förutse vad man får, främst för att de redan har genomgått den socialiseringsprocess som annars hade varit nödvändig. Andra sätt är att rekrytera personer som delar befintliga värderingar, för att på så vis uppnå samma resultat som vid internrekrytering (Blom, Stafsudd och Kärreman i Alvesson & Sveningsson 2007).

### **3.1.4 Styrning av företaget**

Kärreman och Rennstam i Alvesson och Sveningsson (2007) tar upp förhållandet hur ledningen styr den övriga personalen. Här arbetar man också med tre olika huvudspår, beteende-, resultat- samt normativstyrning.

Beteendestyrningen går ut på att få människor att arbeta på ett visst sätt genom övervakning, rutiner och förenklingar. Kärreman och Rennstam i Alvesson och Sveningsson (2007) tar upp några exempel på beteendestyrningen:

- Direkt övervakning - som namnet antyder övervakas hela arbetet och det ses till att det sköts på rätt sätt.
- Teknologisk styrning - här strömlinjeformas arbetet för att minska utrymmet för misstag.
- Byråkratisk styrning - regler och rutiner skapas som klart anger vad som får göras och vad som förväntas skall bli gjort.

Det andra spåret, resultatstyrning, handlar om klara ekonomiska mål som sätter fokus på de målen. Här lämnar man spelrummet mer öppet för egna arbetssätt, som kan variera i olika delar av organisationen, så länge man uppnår de resultat som förväntas

i form av olika nyckeltal. Exempel på hur man styr är upprättandet av en budget eller att man tar fram det balanserade styrkortet, som i sig kan omfatta mer än rena ekonomiska mål såsom kvalitativa målsättningar (Kärreman och Rennstam i Alvesson & Sveningsson 2007).

Det sista spåret är den normativa styrningen, mycket likt socialiseringsdelen inom ledningsstyrningen. Det går ut på att få människorna att tänka och känna på ett visst sätt, att påverka dem så de identifierar sig med företaget och agerar i ett, med företagets mål och visioner. Metoderna är liksom ovan främst socialisering och rekrytering (Kärreman och Rennstam i Alvesson & Sveningsson 2007).

Kärreman och Rennstam i Alvesson och Sveningsson (2007) tar också upp problemet med att de olika sorternas styrning kan verka kontraproduktivt. Om mer än en typ av styrning försöks tillämpas så finns det tre olika resultat. Det första är att styrningen kan förstärkas genom en kombination av olika styrsätt. Det andra är att den senare styrtypen ersätter den första, på gott och ont. Den tredje är att den senare styrtypen helt neutraliserar en annan tänkt styrmetod, vilket är det man vill undvika.

### **3.2 Private Equity som riskkapital**

Riskkapital är ett samlingsnamn på diverse former av investeringar i noterade samt onoterade bolag. Den gren inom riskkapital som utgör investeringar i onoterade bolag kallas Private Equity och den gren som fokuserar på noterade bolag benämns Public Equity (SVCA 2009).

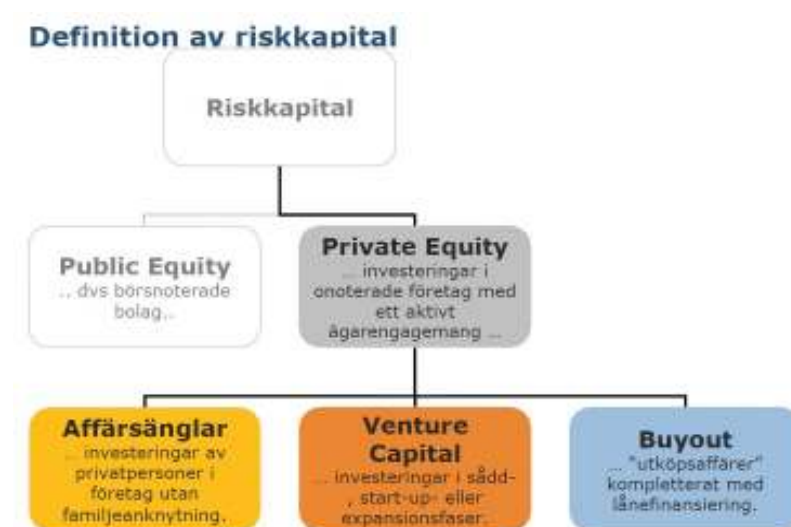
Den mest väsentliga skillnaden mellan publikt och privat ägande är tillgång på kapital, där publika företag vanligtvis har lättare att finna finansiering. Det finns dock fördelar även med onoterade bolag, exempelvis minskar rapporteringsskyldigheten till myndigheter vilket underlättar lednings- och administrationsarbetet. Ledningen slipper även ansvaret att rapportera förväntningar för framtiden vilket gör att fokus kan läggas på långsiktig planering i större grad (Bierman 2003).

Den svenska PE-branschen startade för ca 30 år sedan men det var inte för ens i mitten på nittioalet den kom att spela en stor finansiell roll på marknaden. Från 1996 fram till 2004 ökade riskkapitalbolagens förvaltning från 16 miljarder SEK till 230 miljarder SEK och detta utgjorde vid tidpunkten kring 10% av hela

stockholmsbörsens värde. Historiskt har det visat sig mycket lönsamt att investera i PE, mer lönsamt än exempelvis investeringar på börsen. En annan aspekt på PE-bolagens inverkan är den enorma sysselsättning som skapats i och kring branschen, idag sysselsätts drygt 150 000 människor av PE-ägda bolag och lägger man därtill alla runt omkring såsom jurister, investmentbankers, konsulter med flera så ökar siffran återigen. Tillväxten i omsättning i de PE-finansierade bolagen har i snitt årligen varit 19% och i antalet anställda 9% (SVCA 2009)

Majoriteten av PE-bolagen är strukturerade i fonder där de större investerarna är institutionella såsom pensionsbolag, banker och försäkringsbolag. En PE-fond har en typisk livslängd kring 10 år, där de 3-5 första åren utgör fondens investeringsperiod (SVCA 2009).

PE-bolag delas upp i tre kategorier beroende på hur investeringen ser ut samt i vilken fas målet för investeringen befinner sig i.



Modell 1. Definition av riskkapital. (SVCA 2009)

### 3.2.1 Buyouts

Buyout capital innebär investeringar i mogna bolag vilka generellt också har starkt kassaflöde. En annan typisk karaktäristika för buyout-bolagens investeringsmål är att dessa har en väl positionerad plats inom sitt verksamhetsområde. Begreppet buyout har sitt ursprung i att denna typ av verksamhet tidigare var starkt förknippad med återköp av bolag från börsen, detta är dock inte giltigt längre då investeringar görs i lika hög grad i onoterade bolag. Buyout-bolagens roll kan beskrivas som katalysatorer



för investeringsmålen eftersom det handlar om att föra målföretaget till nästa fas i utvecklingsledet. Detta görs genom ett operativt fokus som syftar till att skapa effektivitet, soliditet och livskraftighet. Kännetecknande för buyout-investeringar är att de investerande bolagen nästan alltid kräver en kontrollpost, dvs. mer än 50% ägande. Buyout-bolag är den del av PE som attraherar mest pengar vilket ter sig ganska självklart då det handlar om investeringar i företag som kommit längre i mognadsstadiet och således även är större (SVCA 2009).

Inom buyout capital finns det ett antal olika förfaringssätt. Leveraged buyout (LBO) innebär kort ett större utköp och det investerande företaget tar kontroll över investeringsmålet, det är vanligt att den sittande ledningen erhåller en del av ägandet för att undergräva potentiella agentproblem. När denna form av utköp tillämpas finns det två förfaringssätt för verksamheten, hands-on och hands-off. Hands-on innebär ett mycket aktivt ägande, antingen genom styrning eller genom tillsättning av egna specialister vars syfte är att driva företaget på den väg PE-bolaget önskar. Det andra angreppssättet, hands-off, innebär enkelt att ledningen har större frihet och PE-bolaget intar en mer passiv ställning.

Management buyouts (MBO) initieras generellt av ledningen vilket även namnet antyder. Ledningen presenterar en plan för en extern investerare och efter utköpet erhåller ledningen i utbyte för sitt initiativ samt sitt arbete kontroll över företaget medan investeraren i regel är passiv (SVCA 2009).

Management buyin är ett annat förfaringssätt och innebär att det investerande företaget ersätter hela ledningen med en ny. Detta förfaringssätt är sammankopplat med hög risk då investeraren gör sig av med historisk expertis och kunskap, här blir således företagsbesiktningen (due diligence) mycket essentiell för transaktionen (Krieger & Anthony 1994).

### **3.2.2 Affärsänglar**

Med begreppet affärsänglar avses privatpersoner vilka investerar i bolag utan att ha någon familjeanknytning till dessa. Det är dock inte ovanligt att dessa affärsänglar har någon form av anknytning till investeringsmålen, exempelvis i form av affärsässig kunskap om branschen. (SVCA 2009).

### **3.2.3 Venture Capital**

Detta område inom PE har små- och medelstora företag som befinner sig i uppstarts-, sådd- eller expansionsfasen som investeringsmål (SVCA 2009). Det är den mest riskfyllda grenen inom PE och som följd har många av de större aktörerna inom Venture Capital dragit sig ur (Financial Times 2008-03-24).

### **3.2.4 Private Equity**

PE-bolag anses vara heterogena både i karaktär och i sina aktiviteter, forskning visar dock att corporate governance-strukturer med PE-aktörer inblandade skapar incitament till att reducera agentproblem samt problem kopplade till det fria kassaflödet, det har även pekats på att hela marknaden för bolagsstyrning effektiviserats sedan PE-aktörernas inträde. I privatägda företag är separationen mellan ägarskap och kontroll liten vilket gör spektrumet för effektivisering mindre, därför har PE-bolag här mindre möjlighet att lösa agentproblem. Det är dock inte ovanligt att PE-bolag investerar i privatägda företag där ägaren behöver finansiell flexibilitet för att investera i möjligheter som identifierats (Wright et al., 2009).

Utköp kan delas upp i tre faser:

1. Förvärvsfasen initieras med förhandlingar och bolagsbesiktning. Det är under detta steg som investerarna gör sig bekanta med företaget och inte sällan utarbetas en affärsplan för utköpet. Viktiga delar i detta steg är förstås priset som säljare och förvärvare slutligen kommer överens om, detta pris fungerar som en breakeven-punkt för investerarna när det gäller framtida värdering inför exit. I slutet av förvärvsfasen tar investeraren ett antal viktiga beslut rörande utköpets struktur, vilka incitamentsprogram som skall införas, grad av finansiellt inflytande samt distribution av ledningens ägarandelar.
2. I den efterföljande holdingperioden så implementeras de operationella och organisatoriska förändringar som fastslogs i affärsplanen i den föregående fasen. Detta är inte en linjär process eftersom affärsplanen betraktas som ett levande dokument och uppdateras hela tiden.
3. Den sista fasen benämns avyttringsfasen och innebär slutet på investeringen. Här bestäms vilken typ av exit som ligger närmst till hands, exempelvis

börsintroduktion eller avyttring till annan finansiell ägare. Denna fas är givetvis oerhört viktig för investeraren då det är här det potentiellt skapade värdet realiserar (Berg & Gottschalg 2005).

### **3.2.5 Värdeskapande genom aktiva ägare**

PE-bolags tidshorisonter fluktuerar men medellängden för en investering är mellan fem och sex år. Ett antal olika faktorer påverkar längden av investeringen såsom vilka alternativ till exit som finns tillgängliga. PE-bolag med en mer finansiell inriktning har generellt en kortare investeringstid än bolag med operativ inriktning (Berg & Gottschalg 2005).

Den totala värdegenereringen i utköp av PE-slag skapas av ett antal olika krafter som arbetar tillsammans i en komplex process. De olika krafterna sätts i effekt i olika stadier i utköpet och skiljer sig i sättet de skapar värde på. De kan bottna i både portföljbolaget och i interaktionen mellan portföljbolaget och investeraren (Berg & Gottschalg 2005).

Forskning från de två senaste decennierna har identifierat ett antal av de värdeskapande krafterna som numera i princip är allmänt accepterade. En av dessa kan benämnas som finansiellt arbitrage d.v.s. möjligheten att generera avkastning från skillnaden mellan ett värderingstillfälle (förvärv) till ett annat (exit) oberoende av underliggande finansiella förändringar i portföljbolaget. Denna företagsvärdering korrelerar med ett antal variabler vilka är:

- Hur mycket information som finns hos olika parter samt asymmetrier rörande denna information.
- Förväntningar på företagets framtida prestationsförmåga, både på företaget specifikt men även på branschnivå.
- Förhandlingsprocessen – det vill säga finna passande investeringsmål och begränsa konkurrensen från andra aktörer (Berg & Gottschalg 2005).

Det finansiella arbitraget har som synes lite med operationella förändringar i portföljföretaget att göra, här är det istället den såkallade finansiella ingenjörskonsten forskningen talar om. Det är en av de mer befästa krafterna för värdegenerering inom PE-bolag och baseras på optimering av kapitalstrukturen d.v.s. att en optimal balans

mellan eget kapital och skulder försöker uppnås. PE-bolag nyttjar även ofta sina nätverk, exempelvis i form av långtgående relationer med institutionella utlånare vilket för portföljbolaget kan leda till fördelaktiga avtal som annars inte varit möjliga.

En annan självklar del i den värdeskapande processen är de strikt operationella förändringarna som syftar till att förbättra produktiviteten och den generella effektiviteten, till exempel förbättring av marginaler och reduktion av kostnader. En följd av denna jakt på effektivitet har gjort att organisationsstrukturerna generellt är mindre byråkratiska under PE-ägande (Berg & Gottschalg 2005).

Värdegenereringen sker även bortom den operationella delen i form av att PE-bolag ofta omdefinierar strategiska variabler såsom vilken marknad som är aktuell, vilka produkter som skall konkurreras med och vilka distributionskanaler som skall användas. Ett förbättrat strategiskt fokus har visat sig ha en stor inverkan på portföljbolags finansiella prestation och räknas av den anledningen som värdeskapande. (Berg & Gottschalg 2005).

Utköp har visat sig förändra ”governance”-strukturen i stor utsträckning och resultatet (reduktion av agentproblem) skapas genom ökad övervakning och kontroll av ledningen. En annan positiv effekt av PE-investeringar är den konstruktiva interaktion som sker mellan portföljbolagets ledning och den samma i PE-bolaget. Denna interaktion sker ofta genom direkta och obyråkratiska kanaler (Berg & Gottschalg 2005).

### **3.3 Resource Dependency Theory**

I detta teoretiska perspektiv betraktas organisationer vara beroende av sin omgivning för att överleva, för att göra detta minskas den egna organisationens beroende av andra samt ökar de andra organisationernas beroende av sitt, d.v.s. modifikation av maktrelationer (Pfeffer & Salancik 1978). I RDT nämns det att företaget bör kommunicera och tillskansa sig resurser från omvärlden för att klara av potentiell konkurrens, dessa resurser kan exempelvis vara individuella erfarenheter hos anställda, teknologi, varumärkte samt kapital (Pfeffer & Salancik 1978). Även styrelsen kan enligt denna teori ses som en resurs då den fungerar stödjande för företagsledning med saker såsom expertis och nätverk (Pfeffer & Salancik 1978). Pfeffer & Salancik menar vidare att resurser såsom styrelsen underlättar oberoende

gentemot andra organisationer. Det sker genom något som kallas ”interlocking directorship” vilket innebär att en styrelseledamot sitter i mer än en styrelse och således utgör en länk mellan de båda företagen. Länken gör att företaget får mer information om varandra och således omvärlden vilket enligt RDT är essentiellt för företagets överlevnad (Pfeffer & Salancik 1978).

RDT baseras på ett antal antaganden som förklarar hur organisationer arbetar för att tillskansa sig makt eller oberoende:

1. Organisationer antas bestå av interna och externa koalitioner, dessa koalitioner uppstår genom socialt utbyte som är format för att påverka och kontrollera beteende
2. Omvärlden antas innehålla knappa och värdefulla resurser som är viktiga för organisationens överlevnad. Således utgör omvärlden problemet angående organisationers osäkerhet kring resursförvärv.
3. Organisationer antas arbeta mot två likartade mål: förvärv av kontroll över resurser som minimerar deras beroende av andra organisationer samt förvärv av kontroll som maximerar andra organisationers beroende av oss. Att uppnå någon av dessa antas påverka utbytet mellan organisationer och således även en organisations makt (Pfeffer & Salancik 1978).

## **4. Empiri**

*För att förmedla en korrekt bild av Sydtotal presenteras kortfattat företagets historik, och vi berör även Erling Pålssons entreprenöriella tankesätt. Att redogöra för detta är viktigt för att förstå varför det blev just Sydtotal som Priveq investerade i. Härifrån går empirin i kronologisk ordning vidare till Priveqs inträde i Sydtotal och deras fortsatta arbete ihop.*

### **4.1 Historik kring grundandet av Sydtotal**

Erling Pålsson är koncernchef och VD på Sydtotal. Han är även bolagets grundare, och har en gedigen bakgrund i branschen. Pålsson beskriver sig själv som urtypen av en entreprenör, och redan som sextonåring startade han diskotek. Efter examen vid tekniskt gymnasium fick han anställning som försäljare på Kryotherm – ett företag som idag beskriver sig som ”Nordens mest erfarna leverantör av aggregat för luftburen kyla/värme inom kontor, butiker, samlingslokaler etc.” (<http://www.kryotherm.se/>). 1979 hoppade Pålsson och en kollega av Kryotherm och startade Totalinstallatören. Företaget växte och 1982 köpte Pålsson ut sin partner och drev företaget vidare som ensam ägare fram tills 1996 då han sålde företaget. Han jobbade kvar på Totalinstallatören i ytterligare några år under den nya ägaren, men 1999 hoppade han och fem andra av efter missnöje med hur företaget sköttes och bildade Sydtotal (Tufvesson 2009-12-08). Jonas Tufvesson, som handplockats av Pålsson till ekonomichef i Totalinstallatören året innan, var en av dem som följde med Sydtotal bildades. De båda lärde känna varandra när Tufvesson jobbade som ekonomiansvarig på Malmö Redhawks och numera är Tufvesson administrativ chef på Sydtotal AB. Tufvesson och de andra fyra var minoritetsägare medan Pålsson ägde majoriteten i det nystartade Sydtotal. Varje filial som startades upp ägdes sedan till 51% av Sydtotal medan de resterande 49% ägdes av respektive filial, det kunde vara en till flera personer som delade på det. Ett incitamentsprogram har existerat sedan bolaget bildades och är baserat på att 10% av vinsten skall gå tillbaks till de anställda, det gäller anställda på alla nivåer i företaget och fördelas beroende på hur mycket man jobbat under det gångna året.

Sedan starten har Sydtotal visat positivt resultat varje år och nådde 2006 en nettoomsättning på 373 miljoner kronor samt en vinst på 17 miljoner kronor (Sydtotal

årsredovisning 2006).

## 4.2 Sökandet efter investerare

2003 började företag visa intresse av att köpa upp Sydtotal och processen gick så långt att kontrakten för ett uppköp låg färdiga för att skrivas under (Tufvesson 2009-12-08). Men under tiden hade Sydtotal fått ett anbud angående ett projekt i Kazakstan som Pålsson fann mycket intressant. ”Då sa uppköparen att det måste ni tacka nej till, men då sa jag att då är det bättre att vi tackar nej till er” (Pålsson 2009-12-09). Denna process tillsammans med Pålssons erfarenheter av uppköpet av Totalinstallatören bidrog till att Sydtotal visste vad de sökte när processen med att finna en investerare tog vid kring 2004-2005. Den största anledningen till att denna process inleddes var att man på Sydtotal kände att företaget hade vuxit kraftigt och att man behövde säkra successionen i företaget då flera nyckelpersoner började närma sig 60-årsåldern. ”Vi började tänka lite längre, vad ska vi göra när dem inte längre vill hålla på i denna takt längre?” (Tufvesson 2009-12-08). Sydtotal anlidade företaget Arctos Mergers and Aquisitions för att hitta potentiella köpare och det var under denna resa de fick upp ögonen för PE-lösningar. Som Tufvesson själv beskrev det:

”När vi fick nys om det, att vi kan själva vara kvar som ägare, och inte släppa greppet utan få driva det egentligen precis som vi har gjort med deras stöd, och samtidigt få vara med om en resa till, så kändes det helt rätt.”

Arctos scannade av marknaden och hittade 4-5 potentiella PE-bolag samt någon industriell köpare som Sydtotal fick möjlighet att träffa och det var i detta skede Sydtotal fastnade för Priveq. Enligt både Pålsson och Tufvesson så var personkemin den avgörande faktorn för att valet föll på Priveq.

”Om man jämför då, om vi bara ska titta privatekonomiskt, så hade vi bud som var bättre, men då hade vi fått sälja hela företaget, och det ville vi inte. Och bland de här Private Equity [bolagen] så var det personkemi som fällde avgörandet. Det kändes rätt helt enkelt. Det var lite magkänsla.” (Tufvesson 2009-12-08)

Att den här uppfattningen var ömsesidig framgår även när Henrik Westfeldt, den ansvariga från Priveqs sida, beskriver processen (Westfeldt 2009-12-08).

## 4.3 Priveqs inträde

Priveq är ett PE-bolag som grundades 1998 efter att fyra personer från Skandia fick

möjligheten att kliva av och ta in pengar även från externa investerare, Henrik Westfeldt var en av dessa. Westfeldt är civilekonom i grunden och har en bakgrund inom bank och som kapitalförvaltare inom Skandia. (Westfeldt 2009-12-08). Han beskriver Priveqs investeringsinriktning som bred men riktar sig ofta mot bolag som har en lite annorlunda affärsmodell, tjänst eller kultur som gör att de är mer flexibla på marknaden. Mycket är beroende av människorna bakom företagen och deras kultur, vilja och ambitionsmål (Westfeldt 2009-12-08).

Priveq tittar på mellan 100-200 företag om året ur ett investeringsperspektiv men gör bara tre till fem investeringar. Finansiering av Priveqs investeringar ser olika ut beroende på situation. Vid minoritetsförvärv av klassiskt expansionskapitalsslag så använder Priveq ofta pengar från sina investeringsfonder, men Sydtotal utgör ett undantag eftersom det är en majoritetsinvestering. 2007 bildade Priveq tillsammans med de gamla ägarna ett toppbolag till Sydtotal som fungerar likt ett moderbolag och sedan belånade man det gamla Sydtotal för investeringen. Efter Priveqs inträde förändrades ägarförhållandena till följande (se även bilaga 1): Priveq äger 60% i toppbolaget, Sydtotal AB, Pålssons andel uppgår till 17,5%, de fem andra grundarna har 12,5% tillsammans och de tidigare filialägarna bytte sina aktier i dotterbolagen till 10% av aktierna i det nya toppbolaget. Avsikten med denna fördelning av ägandeskap var att ta tillvara på den goda incitamentsstruktur som delägarskap innebär (Tufvesson 2009-12-08).

”Ja incitamentsprogram är ju en viktig del när vi går in, vi vill att det ska finnas likhet, vi ska sitta i samma båt om man säger så, vi som ägare och de som jobbar nära oss. Så detta har vi skapat då vi gick in, delvis i form av att vi fick in de här dotterbolagsägarna som ägare i toppbolaget och nu är det många av de som har väldigt starka incitament som ägare” (Westfeldt 2009-12-08).

#### **4.4 En gemensam ägaragenda**

Vid en investering så tar Priveq alltid fram en ägaragenda tillsammans med de övriga ägarna där man preciserar åt vilket håll man vill föra företaget framåt. Ägaragendan är ett ständigt levande dokument men fungerar som en bas för samarbetet mellan ägarna. För Priveq är det viktigt att man når en samsyn gällande ägaragendan, även om det finns några mål som Priveq inte gör avkall på (Westfeldt 2009-12-08).

I Sydtotals fall kom man fram till ett antal gemensamma målsättningar, mest utifrån



Priveqs förväntningar på Sydtotal, som Tufvesson beskrev det: ”När vi gick in i processen så hade vi inga direkta mål, det var bara tuta och köra.” Bland målsättningarna finns bland annat målet att Sydtotal ska nå en miljard kronor i omsättning 2012 – året då Priveq planerar att göra exit. Ett annat resultat av ägaragendan var att man på Priveqs initiativ inrättade en börsfärdighetskommitté. Denna består av ett antal styrelseledamöter samt Lena Svensson och Jonas Tufvesson från Sydtotals ledning. Kommittén har två syften, dels det uppenbara att Sydtotal ska kunna börslanseras men även att det höjer värdet på företaget som en följd av att administrationen och rapporteringen lever upp till ett börsnoterat företags nivå. Detta inbegriper saker som behandlingen av informationspolicy, finanspolicy, pressmeddelandes utformning och frekvens, budgetrutiner, rutiner kring kvartalsrapportering samt övergången till IFRS (ett internationellt regelverk för redovisning). Kommittén tar även fram en ekonomihandbok i vilken man dokumenterar företagets ekonomirutiner (Svensson 2009-12-15). Ett annat uttalat mål var att arbeta med att göra Sydtotal till ett rikstäckande företag då de upplevdes som mycket starka i södra Sverige (Westfeldt 2009-12-08).

#### **4.5 Effekter i Sydtotal**

När Priveq inledde arbetet med styrelsen var avsikten att professionalisera den och dess arbete. Detta gällde även ledningen då det tidigare inte hade funnits någon klar gräns mellan ledningsarbete och styrelsearbete. Styrelsemötena föregås numera av ett extensivt arbete av ledningsgruppen där man förbereder alla beslut. Inte som tidigare, när till exempel Pålsson (som inte var VD vid tidpunkten) kunde ta ett beslut utan att informera den övriga styrelsen. Detta arbetar Priveq med för att skapa en säkerhet i Sydtotal gällande rollfördelning när eventuellt nya medarbetare kommer in och tar vid (Westfeldt 2009-12-08). ”Information måste spridas på rätt sätt för att alla ska bli nöjda” (Tufvesson 2009-12-08). Den gamla ledningsgruppen bestod mest av ägarna, medan den nya har professionaliserats med bland annat ekonomichef Lena Svensson. (Svensson, 2009-12-15). I den nya styrelsen för Sydtotal AB (toppbolaget) fick Priveq tre platser medan de gamla ägarna fick behålla två platser. För Priveqs räkning fick Westfeldt en plats och en annan partner i Priveq, Karl-Johan Willén, blev suppleant. För att nå målet med professionalism och att inkorporera folk med branschvana i styrelsen så plockade Priveq in två externa ledamöter, dels den nya ordföranden Claes

Kjellander samt Håkan Modén (Sydtotal Årsredovisning 2006 och 2008). Syftet att ta in dessa båda herrar var även att bredda Sydtotal's nätverk, denna effekt har dock inte fått något större gemomslag enligt de intervjuade på Sydtotal.

I ledningen blev den tidigare styrelseledamoten och VD:n Göran Engdahl VD för Sydtotal i Malmö AB medan Pålsson tillträdde som koncernchef och VD för Sydtotal AB. Motivet bakom denna förändring var att Pålsson var en så stor del av Sydtotal att han redan uppfattades av alla som VD, eller som Westfeldt beskrev förändringen:

”Vi kände väl efter ett tag att det är mest relevant att han är också VD. Det är ju så att den personen som flest upplever som VD, det är bättre att han också är VD. Och jag tror även att det passar bättre för Göran att vara som han är nu, ansvarig för Malmö bolaget och vara mer direkt i den operativa verksamheten.”

Ännu en ny komponent rörande styrelsearbetet är att Priveq infört arvode för styrelseledamöterna, detta fanns ej tidigare då separationen mellan ledning och styrelse som tidigare nämnt var otydlig och ett explicit styrelsearbete var svårt att identifiera (Tufvesson 2009-12-08). Ett led i detta var att utöka antalet styrelsemöten till cirka sex om året, tidigare hade de ägt rum i samband med kvartalsrapporterna (Svensson 2009-12-15).

I processen med att strukturera upp Sydtotal arbetade Priveq mycket med de områden de hade identifierat som svaga i företaget. Men det fanns även områden som sågs som mycket starka för branschen, till exempel Sydtotal's egenutvecklade projektledarsystem, CAMvent – ett datorprogram där hela kedjan, från rörlängder, till logistik och lönehantering finns med – samt den starka entreprenörsandan med snabba beslut. För Priveq var det viktigt att detta inte gick förlorat när man införde en högre grad av struktur (Westfeldt 2009-12-08).

Ett av Priveqs stora bidrag till verksamheten var att komma med finansiell expertis rörande förvärv, exempelvis rörande avtal och företagsvärderingar. Allt detta arbete går för Priveqs del ut på att portföljföretaget ska lära sig att stå på egna ben. (Westfeldt 2009-12-08).

#### **4.6 Det passiva ägandets innebörd**

Priveqs inställning är att de inte ska lägga sig i det operativa så länge det inte behövs, och med så goda resultat Sydtotal uppvisat sedan Priveq kom in har man inte gjort

några sådana ansatser överhuvudtaget. För att skapa sig överblick av det aktuella läget så skickar Sydtotal varje månad in en rapport till Priveq innehållandes bland annat kassa, orderingång, fakturering, offertstock, förändringar på personalsidan samt en utförligare beskrivning av varje enhets affärsläge. Även koncernledning bidrar med information om aktuella förvärv och dylikt i denna rapport, dock så ger Priveq ingen direkt feedback på dessa rapporter (Tufvesson 2009-12-08). Rapporten går dessutom ut till samtliga minoritetsägare, vilket har ökat informationsspridningen bland ägarna väsentligt (Svensson 2009-12-15).

Trots Priveqs förändringsarbete så har den familjära stämningen som tidigare fanns i Sydtotal inte gått förlorad utan har snarare blivit en del av samarbetet med Priveq. Den starka personkemin alla parter upplevde vid förvärvet har skapat förutsättningarna till hög grad av informell kommunikation ägarna och ledningen emellan. Denna höga grad av informell kommunikation är även utpräglad mellan ledningen och de anställda (Pålsson 2009-12-09). Svensson lyfter fram Pålssons entreprenörsanda som en viktig del i att det har varit så, och även kunnat fortsätta efter Priveqs inträde (Svensson 2009-12-15).

#### **4.7 Investeringshorisont och Priveqs framtida exit**

Priveqs intentioner har varit att äga Sydtotal i mellan 3-7 år innan man gör sin exit. Under denna tid ska man ha lyckats med det som beskrivits ovan. (Westfeldt 2009-12-08). Det finns dock ingen klar exitstrategi i dagsläget, men enligt Tufvesson finns det ett antal möjliga scenarion: ”Ett, en stor industriell köpare tar och köper alltihopa, två, ett annat riskkapitalbolag går in istället för Priveq och tre in på börsen.” Samtliga parter anser att börsintroduktion är det minst troliga alternativet och en försäljning till en industriell aktör är det mest troliga. Från Priveqs sida anser man att aktiviteten på börsen inte är optimal för ett företag av Sydtotals storlek medan Sydtotal menar att de inte är redo för en börsintroduktion.

## **5. Analys**

*I analysen bygger vi vidare på vårt empiriska material. Vi har valt att i empirin göra en mer översiktlig presentation för att här i analysen gå in lite mer på detaljnivå, bland annat med nya citat. Huvudskälet bakom detta är att göra det lite roligare för läsaren, då vi upplever att en strikt konventionell uppdelning mellan empirin och analys ofta bidrar till att det blir mycket återkopplingar eller upprepningar i analysen. Vi har varit noga med att analysera på ett sätt så att det inte går att ta miste på vad som är analys och vad som är ren empiri. Vidare så kommer även inslag av ny teori att presenteras då resultatet av våra empiriska studier kräver ett bredare teoretiskt underlag än det som studien från början kunde tänkas omfatta.*

### **5.1 Priveqs arbetsprocess**

Priveqs approach till sitt ägandeskap är i många avseenden präglad av en speciell filosofi, denna filosofi baseras på tilltro till människor och deras idéer vilket tillsammans skapar Priveqs speciella investeringsinriktning (riktat främst mot entreprenörer och familjeföretag i expansionsfas). Denna tilltro till människan och hennes möjligheter att åstadkomma storheter tas till vara på i Priveqs ägandeskap genom den höga graden av samverkan de har i sina portföljbolag. En indikator på att Priveq lyckats med åtminstone delar av sin filosofi i Sydtotal är att samtliga intervjuobjekt från Sydtotal är rörande överens om att det är just samarbetet som fungerat exceptionellt väl genom goda kommunikationsmöjligheter på individuell nivå med Priveq. Tufvesson (2009-12-08) säger exempelvis

”Vi måste hitta ett samspel. Tror inte vi på det allihopa, då kommer det inte gå att genomföra, och då sänker det ju värdet på företaget.”

Denna syn sammanfaller mycket väl med Priveqs tankegångar kring samarbete och är grunden till det utbyte mellan de båda företagen som idag går att identifiera.

Priveq vill fungera som en katalysator åt portföljbolagen. För att detta skall vara möjligt så krävs en viss matchning av värderingar vilket gör själva bolagsbesiktningsprocessen till en essentiell del av Priveqs arbete eftersom en katalysatorfunktion är svår att gå in i om man först måste rekonstruera stora delar av portföljbolaget. Man försöker finna bolag som delar befintliga tankar om hur ett

företags skall drivas och Westfeldt (2009-12-08) klargör att närheten mellan företagen i det initiala skedet är något som behandlats inför förvärvet.

”Vi är rätt nära varandra i ursprungsläget. Sen får man föra en dialog kring det, även om man kanske inte alltid kommer fram till något” (Westfeldt 2009-12-08).

Priveq arbetar med ett klart ”hands-off”-perspektiv då ledningen har mycket stor frihet och det har inte från Priveqs sida gjorts några revolutionerande förändringar i ledningsgruppen eller den operationella verksamheten. Detta förfaringssätt sammanfaller väl med Priveqs uttalade intentioner med sitt ägarskap: ”Vi tror på styrkan i att kombinera vår ägarkompetens med entreprenörernas erfarenhet och ledningens operativa förmåga” ([www.priveq.se](http://www.priveq.se)). Möjligen är det orättvist att benämna Priveq som passiva ägare då engagemanget är mycket stort, passiviteten kommer till synes ur att man varit skickliga på att hitta investeringsmål som passar in i Priveqs tankar om hur företag skall arbeta och vilken företagskultur som existerar.

## **5.2 Symmetrier i organisationskultur och värderingar**

Företag vill notera sin särart mot andra företag och en unik företagskultur anses vara en stor del av detta. Givetvis kan särarten noteras genom kvalificerad personal, avancerad teknologi m.m. men gemensamma föreställningar och värderingar ger det hela en mycket djupare innebörd (Alvesson i Alvesson och Svenningsson 2007).

Alvesson i Alvesson och Svenningsson (2007) menar också att organisation handlar om samordning av kollektivt handlande som bygger på att individer i organisationen har en gemensam syn på arbete, kunder och affärer. I fallet Sydtotal/Priveq sammanfaller de båda bolagens syn på dessa ting mycket väl. Priveqs ägaragenda som togs fram tillsammans med Sydtotal exemplifierar Priveqs önskan om samverkan, det normala förfaringssättet för PE-bolag är annars att dessa har en klar ägaragenda när investeringen görs som portföljbolaget ej fått möjlighet att påverka (Berg & Gottschalg 2005). Priveqs beskrivning av ägaragendan klargör intentionerna mer.

”Det är ett dokument, ett slags målstyrningsdokument där ägarna är överens om att det är det här hållet vi vill gå och det är de här målen vi har med bolaget inom vissa områden, finansiella mål och verksamhetsmål i övrigt och när i tiden ska vi sälja och så, så det är rätt kortsiktigt men det är i alla fall en överenskommelse i ägarkretsen, hur vill vi att vi ska utvecklas framåt här” (Westfeldt 2009-12-08).

Berg & Gottschalg (2005) menar att en omdefiniering av det strategiska fokuset har en mycket stor värdeskapande effekt på portföljbolagets finansiella prestation vilket starkt motiverar en aktion från Priveqs sida av detta slag.

Organisationskultur beror även mycket på olika uttrycksformer där man bland annat via språk och handlingar kommunicerar kulturen (Alvesson i Alvesson och Svenningsson 2007). Språket är i Sydtotal en stor parameter för företagskulturen då en viktig form av språkbruket är historier/anekdoter som avser att förmedla värderingar och idéer av olika slag vilket Pålsson med sin rigorösa entreprenöriella bakgrund nyttjat sedan bolagets start. Citatet nedan tydliggör själva kärnan på de punkter där Sydtotal och Priveq sammanfaller väl. Priveq trycker hela tiden på just dessa punkter, samverkan mot ett likartat mål.

”Ja, som jag säger så kom detta in med maggropskänsla för rätt människor, du kan aldrig bilda ett lag av människor som inte är beredda på det allihop. Och det är kanske en av bakgrunderna till att du ser att det är en massa tröjor på den stolen [Malmö FF-matchtröjor]. Den idrotten brinner jag mycket för, mycket av tänket har jag med mig från idrotten. Jag brukar säga: vad är det för skillnad rent mentalt att sparka en fotboll och hänga en ventilationskanal. Man ska ju nå ett mål, man vill ju vinna och desto bättre du gör det, desto bättre är det och fler är det som jobbar och brinner för samma sak desto bättre resultat” (Pålsson 2009-12-09).

Det är påtagligt inom Sydtotal att Pålsson lyckats förmedla denna syn på människor och affärer då samtliga intervjuobjekt talar i ungefär samma termer rörande hur de ser på situationen.

### **5.3 Personkemi – en avgörande variabel**

Både Priveq och Sydtotal hävdar att det från början var personkemin som agerat fundament till ett samarbete över huvud taget vilket inte minst går att härleda från intervjuerna:

”Och ganska snart upplevde vi att det var mest personkemi och jag skulle säga min magkänsla för att Priveq var ett jäkla fint företag och med människor. Ofta lägger jag mer vikt vid människorna än vad det står på skylten.” (Pålsson 2009-12-09).

”Vi gillade deras historik med tillväxt under lönsamhet och vi gillade ju även människorna som var, det är en speciell kultur, jag vet inte om ni känt det men det är en

speciell kultur i bolaget som gör att man har kanske lite andra förutsättningar att växa.”  
(Westfeldt 2009-12-08).

”Att det blev Priveq var personkemi helt och hållet. Det var vårt förstaval egentligen direkt när vi träffades och det visade sig vara ömsesidigt.” (Tufvesson 2009-12-08).

Detta tydliggör att personkemin i denna investering har haft en betydande roll och att symmetrier i uttryck och värderingar är något som utnyttjats av båda parter fullt ut.

Investeringen i Sydtotal innehåller nämligen samtliga variabler som Priveq anser sig vilja och kunna bidra med, från att finnas till ledningens förfogande vid spörsmål av olika slag som ett bollplank till tillsättning av kompetens i styrelse. Detta har skett utan några komplikationer på vägen vilket vittnar om att befintliga värderingar och kultur sammanfaller väldigt väl företagen emellan. Westfeldt (2009-12-08) beskriver:

”Vi har haft frågeställningar som vi haft olika syn på och fört en dialog kring, sen får man försöka hitta samförstånd och där tror jag att vi är bättre än många andra i branschen. Försöka föra en intelligent dialog och lägga fram argument som kan göra att man tillsammans tar ett beslut som är det riktiga.”

Vi menar att tillsammans med Priveq har värderingarna inom Sydtotal (som till mycket stor del baseras på Erling Pålssons synsätt) omformulerats till mer konkreta målsättningar vilket möjliggjort den goda prestation som Sydtotal hittills uppvisat rörande till exempel omsättningsmålet på en miljard år 2012.

#### **5.4 Vikten av att bevara det lilla företaget i det stora**

Pålsson beskriver gärna sig själv som entreprenör, och hans entreprenöriella anda har präglat hela Sydtotal. Westfeldt beskriver det som ett ”entreprenörsdrivet bolag.” Lumpkin & Dess (1996) hävdar att ett entreprenöriellt bolag utgörs av en kombination av fem faktorer: ”innovation” – förmågan att ta fram nya produkter/tjänster, ”proactiveness” – att vara handlingskraftig, ligga steget före och söka nya möjligheter, ”competitive aggressivness” – förmågan att vara bättre än sina konkurrenter, ”risk taking” – villigheten att ta risker, samt ”autonomy” – vikten av att de som tar fram produkter/tjänster får arbeta självständigt, utan restriktioner som sätter begränsningar. Dessa fem faktorer passar bra in på Sydtotal, och under vår intervju med Pålsson understryker han vid olika tillfällen vikten av dem allesammans med anekdoter och exempel. Ett konkret exempel på Sydtotals entreprenörskap är det

egenutvecklade projektledningsprogrammet CAMvent som är ett nytänkande i en bransch Pålsson beskriver som mycket konservativ (Pålsson 2009-12-09).

Det finns en del forskning om förhållandet mellan PE-bolag och just entreprenöriella bolag (Bruining & Wright 2002; Weir 1996). Resultaten kommer från MBO:s och visar att sådana uppköp kan främja den entreprenöriella andan i ett företag (Bruining & Wright 2002; Weir 1996). ”The firms in our study act more entrepreneurially than pre-MBO” (Bruining & Wright 2002.) Det finns till och med ett begrepp för denna företeelse: ”LBO fever” (Berg & Gottschalg 2005:24). Enligt Bruining & Wright (2002) beror den förhöjda entreprenöriella andan post-uppköp bland annat på att självständigheten, villigheten att ta risker, samt företagets ”competitive aggressivness” ökar. Det här är intressanta resultat, inte minst i ljuset av vår undersökning där ett PE-bolag köpt upp ett bolag som är ”entreprenörsdrivet.” Här verkar det finnas farhågor att resultatet ska bli precis det motsatta, det vill säga att entreprenörsandan hämmas av de förändringar som införs.

## **5.5 Byråkrati vs. entreprenörskap**

Det är tydligt att Sydtotal är företag där byråkrati och en tung administrativ apparat inte står högt i kurs. I deras informationsmaterial (okänt årtal) kan man bland annat läsa: ”Rutin är nog bra, men det får aldrig bli en bromskloss för nytänkande”, samt ”onödig byråkrati är ingenting för oss.” Dessa värderingar kommer också till uttryck under våra intervjuer där både Tufvesson och Pålsson ger uttryck för sin fruktan att bli ett nytt Bravida ”som har en jättelik administrativ apparat” (Tufvesson 2009-12-08). Utmaningen sedan Priveqs inträde har varit ”att bibehålla det lilla, och dra nytta av sin storlek” (Tufvesson 2009-12-08), vilket innebar att behålla själen, de snabba besluten, och företagskulturen när funktioner blev koncerngemensamma. Från Priveqs håll så finns det en medvetenhet om att den struktur man inför, som faktiskt är en form av byråkratisk styrning (se 5.7) ”kan uppfattas negativt” (Westfeldt 2009-12-08). Westfeldt menar att entreprenörer vill kunna ta snabba beslut utan att krångla med det formella, och innan Priveq kom in i bilden gick det undan. Ibland gick det så snabbt att Pålsson inte alltid hann informera styrelsen innan ett beslut togs. ”Det skulle inte ske idag” försäkras Tufvesson (2009-12-08). Enligt Westfeldt (2009-12-08) ”så kan det upplevas från bolaget att det ibland blir lite för mycket [struktur]”, samtidigt som han tror att det finns en förståelse för att struktur är nödvändigt i ett



företag av Sydtotals storlek. Priveq verkar dock ta problematiken på stort allvar.

”[V]i jobbar rätt mycket med ... att behålla entreprenörsandan och entreprenörskapet, men samtidigt skapa bättre struktur. Det är en avvägning där” (Westfeldt 2009-12-08).

Pålsson verkar emellertid ta dessa farhågor med ro. Han tror inte att Priveq kommer att hämma entreprenörsandan i företaget, men poängen kvarstår. I den lilla forskning som finns att tillgå skapar PE-bolag entreprenörsanda, men i vår undersökning pekar diskussionerna på det motsatta. En viktig skillnad mellan vår undersökning och Bruining & Wright (2002) är dock att vårt fall är en LBO av ett privatägt företag, medan deras två undersökta fall var MBO:s där ledningen tillsammans med ett PE-bolag köpte ut en del av en större företagsdivision. Tidigare var dessa företag en del av något större, och fick följaktligen rätta sig efter en styrelse som inte bara såg till deras behov, men efter MBO:n fick företagen i Bruining & Wrights (2002) undersökning större självständighet och möjligheter att vara innovativa och ta snabba beslut, vilket inte är så märkligt. Förutsättningarna är alltså helt andra än de är för Sydtotal. Vårt fall tyder på att de resultat som för närvarande finns angående förhållandet mellan PE-bolag och entreprenöriella företag inte går att applicera på alla fall, och att ytterligare forskning följaktligen behövs inom området.

## **5.6 Att sitta i samma båt**

Våra intervjuer har inte visat något som tyder på att Sydtotals ägare skulle ha någon form av agentproblem innan Priveqs investering, och kanske är det inte så märkligt. Sydtotals ägare utgjorde i praktiken både styrelse och ledning och de två funktionerna tenderade att flyta samman (Tufvesson 2009-12-08). Detta resultat stämmer väl överrens med den forskning som hävdar att det i privatägda företag finns mindre agentproblem (Howorth, Westhead and Wright 2004; Chrisman, Chua and Litz 2004). Möjligen skulle man kunna hävda att var ett problem att Pålsson ibland tog beslut utan att konsultera varken VD eller styrelse, men då får man bortse från det faktum att Pålsson för det första var majoritetsägare, och för det andra att det inte verkar ha upplevts som ett problem (Tufvesson 2009-12-08).

En intressant fråga, som vi anser fått för lite uppmärksamhet i litteraturen, är om ett PE-bolag genom sin investering i ett privatägt företag kan skapa agentproblem som inte tidigare fanns. Rimligen borde det vara så, men i vårt fall hittar vi ingenting som

tyder på det, något som kan härledas till Priveqs arbetssätt där samverkan förefaller vara att nyckelord. På en fråga vad som skiljer Priveq från andra PE-bolag svarar Westfeldt:

”Skillnaden är att vi jobbar mycket mer i samverkan. I den typen av bolag vi investerar i så tror vi att det är viktigt att man har en samverkan. Du måste ofta ha med de gamla ägarna, du måste ha en närhet till dem, och föra en dialog, en diskussion, för att komma åt rätt håll” (Westfeldt 2009-12-08).

Det är tydligt att Priveq vill jobba *tillsammans* med sina portföljbolag, i det här fallet Sydtotal, och den här processen inleds redan innan alla papper är underskrivna. ”[D]et är viktigt att man är överens innan man investerar”, menar Westfeldt (2009-12-08). Genom incitamentsprogram skapar Priveq sedan starka incitament hos tidigare ägare och nyckelpersoner, något som fungerar förebyggande mot agentproblem. ”Vi ska sitta i samma båt”, säger Westfeldt (2009-12-08). En följd av dessa incitamentsprogram är dock att antalet delägare ökar. Det innebär, enligt Westfeldt (2009-12-08) ”fler viljor, och det är klart att alla inte tycker exakt lika. Det blir fler synpunkter, så det blir jobbigare på det sättet.” Westfeldt upplever dock att ”vi har hanterat det bra så här långt”, vilket både Tufvesson, och Pålsson verkar instämma i då de inte kan erinra sig om en enda konflikt som uppstått mellan Sydtotal och dess huvudägare. I styrelsearbetet vittnar Tufvesson (2009-12-08) om att Priveq, trots sin majoritet, inte drivit igenom beslut mot Sydtotals vilja.

Vår undersökning pekar alltså på att Priveq skickligt *lyckats undvika att skapa* – inte reducera – agentproblem genom sitt fokus på samverkan och dialog. Agentkostnaderna består av de styrmedel, som bland annat syftar till övervakning och kontroll, som implementerats sedan Priveq tog över (mer om detta i 5.7). Dessa förefaller dock att upplevs som positiva förändringar på Sydtotal (Tufvesson 2009-12-08; Svensson 2009-12-15).

Vi tvivlar inte på att samverkan och dialog är en essentiell del av Priveqs förvärvsfilosofi, men vi tycker oss också se en faktor som kanske gör att man trycker extra hårt på det i det här fallet, och det är Sydtotals stora beroende av Pålsson. Både Westfeldt och Tufvesson (2009-12-08) är överens om att Sydtotal är i hög grad beroende av Pålsson eftersom ”det var han som grundade det gamla företaget ... han som har de flesta kontakterna, och som säljer de flesta jobben.” Han är en risktagare

och verkar ha ett orubbligt förtroende hos sina anställda. Vid en konflikt är det högst sannolikt att Pålsson skulle få större delen av Sydtotal på sin sida, och en sådan händelseutveckling skulle följaktligen kunna medföra betydande agentproblem för Priveq. Westfeldt (2009-12-08) är medveten om att ”beroendeförhållande” potentiellt utgör en ”risk”, men tycker att man hanterar det bra. Vår poäng är inte att lyfta fram ett problem som vi inte har tillräckligt med underlag för att visa på, utan att uppmärksamma en agentproblematik som kan finnas i PE-bolag som investerat i företag som är oerhört beroende av en, eller flera, individer. Denna problematik är intressant, inte minst eftersom den inte uppmärksammats i den litteratur vi har tillgång till.

### **5.7 Styrning av ledningen och nya arbetssätt i Sydtotal**

De förändringar Priveq genomfört i Sydtotal har skett i flera steg. Det första steget var främst en förändring av styrelsen och ägarstrukturen. Priveq tog in två externa styrelseledamöter med styrelseerfarenhet och branschvana till styrelsen vilket ligger i linje med ”interlocking directorship”, det mesta tyder dock på att de potentiella nätverk som tillkom ännu inte har utnyttjats alternativt behövs. Kanske beror detta på olika uppfattningar om hur detta nätverk kan användas. Sydtotal verkar ha förväntat sig fler jobb medan Priveq verkar se nätverket som ett sätt att förmedla erfarenhet. Då styrelsen tidigare bestod av ägarna så var förekomsten av incitament till den mindre värdefullt, men då styrelseuppbyggnaden skiftade form genom att flera styrelsemedlemmar nu inte tillhörde ägarna så infördes arvode. Detta var ett tydligt incitament för att styrelsearbetet ska tas på allvar och minska agentproblemen. Ett annat incitament som kan likställas med pilotskolan är den ägarstruktur man införde efter uppköpet. Bildandet av ett nytt toppbolag och uppköpet av samtliga dotterbolag (Sydtotal-IT undantaget) gav alla de tidigare ägarna en del i den totala vinsten. Minoritetsägarna, cheferna i respektive dotterbolag, fick nu en del i hela Sydtotal och deras fokus flyttas således utanför deras egen verksamhet vilket ytterligare minskar risken för potentiella agentproblemen.

Något som dock går stick i stäv med teorin om incitament är att Priveq och Sydtotal inte har infört några incitamentsprogram till ledningen, dock så ingår stora delar av ledning i ägargruppen vilket kan göra sådana program specifikt till ledningen överflödiga. Man bör dock beakta att Lena Svensson som ekonomichef inte tillhör

ägarna men efter Priveqs inträde tillhör ledningsgruppen. Här kan man vända sig till en annan teori som kan vara ett tillräckligt starkt incitament, nämligen socialisering. Svensson var en gammal bekant till Pålsson när hon rekryterades till Sydtotal. Därmed är hon bunden till företaget på ett annat plan än rent ekonomiskt. Detta gäller förstås för flera av de andra i ledningen och inte minst de fem partners som Pålsson grundade företaget tillsammans med.

Det andra steget av förändringsprocessen var att genomföra de uppsatta målen i ägaragendan, samt professionalisera arbetet. Detta gjordes genom den börsfärdighetskommitté som skapades. Här tog Priveq tag i den formella kontrollen. Genom att skapa mer transparenta processer kring redovisningen och rutinerna ökar professionalismen och det underlättar väsentligt kontrollen av företagsledningen. Vidare så följer förändringarna teorin som Berg & Gottschalg (2005) lyfter fram om minskningen av agentkostnader, och det professionella till trots, så sker kommunikationen mellan Priveq och Sydtotal i enlighet med densamma, i direkta och obyråkratiska kanaler.

De konkreta förändringarna är främst koncentrerade till beteendestyrningen där man efter Priveqs inträde arbetar med den byråkratiska styrningen. Detta ligger inom ramen för börsfärdighetskommitténs arbete med att förändra rutinerna inom Sydtotal som Svensson beskriver. Det dokumenteras vad som görs och skapar de rutiner som behövs för att människor i olika roller ska kunna vara utbytbara samtidigt som man tydligare går från den informella uppdelningen av arbetsuppgifter som enligt Pålsson råder på Sydtotal till just den byråkratiska uppdelningen. Samtidigt ser vi inte att någon i ledande ställning skulle avsluta sin anställning innan Priveqs exit varför detta inte är ett problem inom den närmsta tiden. Vidare har man även genomfört förändringar inom teorin för resultatstyrning. Ett av de mål som Priveq satte upp var att Sydtotal skulle fördubbla omsättningen på 5 år, vilket är ett exempel på en typ av ekonomiska mål som Tuvevesson beskriver som obefintliga innan Priveqs inträde. Utöver rena resultatmål så har inte Priveqs inträde haft någon större effekt på resultatstyrningen, då en av anledningarna till att Priveq gick in i Sydtotal är CAMvent. Pålsson beskriver det som överlägset alla konkurrenters och Westfeldt nämner det, samt den speciella kulturen på Sydtotal som viktiga faktorer. Kulturen är en del av den normativa styrning som redan fanns på Sydtotal i form av att Pålssons personlighet och hans tankar om personkemi präglar hela företaget samt hans

rekryteringar till ledande positioner. Sammantaget bör man konstatera att dessa små förändringar är ytterst genomtänkta. Westfeldt lyfter fram att man inte vill förstöra den goda entreprenörsandan som finns inom Sydtotal och inte genomföra förändringar som kan påverka den normativa styrningen negativt. Allt tyder på att Priveq har lyckats med att få förändringen inom beteendestyrningen att nå målet med att förstärka den befintliga styrningen och samtidigt undvika att den nya styrningen neutraliserar den gamla vilket kan vara en risk.

## **6. Slutsatser**

*Här presenteras våra slutsatser, både från vår studie om Priveq och Sydtotal och själva uppsatsen i sig.*

### **6.1 Huvudsakliga slutsatser**

Vår analys pekar, som vi inledningsvis spekulerade i, på att Priveqs arbetssätt skiljer sig från arbetssättet hos sina anglosaxiska kollegor. En stor del av den rådande teoribildningen inom fältet har fokuserat på att reducera agentproblem. För att ett PE-bolag ska ha möjlighet att reducera agentproblem måste det dock existera sådana. Forskning har dock visat att familje- och privatägda företag lider mindre av agentproblem till följd av mindre klara gränser mellan ägare och ledning. Detta har vår undersökning kunnat bekräfta. Vår undersökning pekar dock på att PE-bolag potentiellt kan skapa agentproblem där de inte förekommit tidigare. Detta är en naturlig konsekvens av att ägarstrukturen förändras, men i teorin vi har tillgång till har detta problem inte diskuterats.

Vår undersökning visar att det i ett företag med ett högt beroende av en eller flera individer kan skapas maktassymmetrier. Trots majoritetsägande kan en maktkamp uppstå, vilket riskerar hela investeringen, om man inte lyckas förhålla sig till företagets nyckelpersoner på ett bra sätt. Frågan är om detta hämmar PE-bolagens agerande, och tvingar dem till att gå mer varsamt fram än vad de kanske skulle ha gjort om förutsättningarna var annorlunda? I vårt fall finns det emellertid få, om inga, tendenser till dylika problem, något vi direkt härleder till Priveqs arbetssätt.

I förhållande till PE-bolagens arbetssätt så som det ofta framstår i teorin arbetar Priveq mer med ”de mjuka frågorna.” Man trycker på vikten av samverkan, en vinnande företagskultur, och man investerar, med deras egna ord, ”i människors tro” – inte strikt finansiellt i företaget. Med detta tankesätt blir det essentiellt att värdegrunderna är likartade, vilket vi upplever att de är i detta fall. Betydelsen av detta skall förmodligen inte underskattas eftersom en gemensam värdegrund underlättar möjligheterna att samverka. Fördelarna med denna metod är, som sagt, att man lyckas undvika att skapa agentproblem som annars skulle kunna uppkomma. Genom konstant dialog, både formell och informell, reduceras behovet av kontroll och styrningsmekanismer. Agentkostnader förknippas ofta med upprättandet av dessa

mekanismer. I vårt fall ser vi en annan form av agentkostnader som uppstår då mycket tid går åt till att resonera sig fram till gemensamma beslut. Även om det är de ”mjuka frågorna” som framhävs så har Priveq även ökat graden av byråkrati bland annat genom striktare rapporteringsrutiner som har en viss form av kontrollfunktion.

Priveqs arbetssätt ställer frågor kring vad som egentligen utgör ett ”aktivt ägande”. Vår slutsats är att man kan vara aktiv genom att vara passiv. Aktivt ägande behöver inte innebära en ”hands on”-approach på alla områden utan kan ligga i att identifiera de områden där man faktiskt kan bidra. Priveq är exempelvis mycket aktiva i styrelsearbetet och i att skapa en tydlig rollfördelning inom företaget, medan man i princip inte har rört den operationella delen. Agerandet förefaller att vila på en insikt att man inte ska förändra för förändringens skull, eller för att det förväntas av ett PE-bolag. Samtidigt är det antagligen lättare att vara passiv när portföljföretaget uppvisar goda resultat. Vi kan bara spekulera i hur Priveq hade agerat om Sydtotals resultat försämrats avsevärt. Hade man varit mer ”hands on” även operationellt?

I förhållande till den teoribildning den här studien utgått ifrån har det visat sig att Priveq arbetar på ett annat sätt. Frågan är hur det kommer sig, och om Priveqs otypiskhet sammanfaller med övriga svenska PE-bolag. På den svenska PE-marknaden är Priveq en relativt liten aktör. Det kan vara så att Priveq är otypiska även på den svenska marknaden, men våra resultat kan också peka på att svenska PE-bolag arbetar på ett annat sätt, vilket skulle kunna vara en förklaring bakom svenska PE-bolags höga avkastning i relation till sina amerikanska kollegor. Om detta kan vi inte sja eftersom det är omöjligt att generalisera utifrån vårt fall. För att få större klarhet i dessa frågor behöver ytterligare forskning utföras på området.

## **6.2 Teorin som ”försvann”**

Resource Dependency-teorin trodde vi i det initiala skedet skulle vara värdefull då vi lutade oss mot tidigare forskning angående PE-bolag och deras aktiviteter. Delen ”interlocking directorship” i RDT är applicerbar i stora delar av forskningen gjord på den anglosaxiska marknaden men i vårt fall finns det inget som tyder på att detta utnyttjats. Skälen till detta är dels att tillsatta styrelsemedlemmar enligt intervjuobjekt från Sydtotals sida inte har tillfört något i termer av företagsöverskridande kontakter eller expertis och dels att företag i Sydtotals bransch arbetar på högst olika sätt där

Sydtotals system CAMvent enligt egen utsago är vitt skiljt samt överlägset konkurrenternas dylika system, varför informationsinhämtning från branschen kan ses som överflödig. Intentionerna från Priveqs sida var helt säkert att den tillsatta expertisen med nätverk skulle utnyttjas men utfallet blev något annat.

Det som möjligen kan ses som en resurs är den professionalisering som kommit sedan styrelsen förändrats, dock är det snarare så att det var ett initiativ från Priveq som investerare, än individuella styrelsemedlemmars. Sydtotals nätverk stavas Erling Pålsson och den resursen är inget som kommit i samband med Priveqs förändringar därför förkastar vi åtminstone delen ”interlocking directorship” helt i RDT.

Andra resurser som inte har förändrats är i princip allt inom det operationella såsom anställdas expertis och teknologi inom företaget. Att dessa är resurser som faller in i RDT råder det ingen tvekan om men att kommentera dessa ytterliga ger inget av värde till denna studie då det är mötet mellan Sydotal och Priveq som är intressant för oss och därmed blir detta status quo vidare obehandlat.

Att RDT inte kunde bidra mer än vad som var fallet var inget vi på förhand kunde tänka oss då vi utgick från att lite mer rigorösa förändringar, i stil med tidigare forskning, skulle ta plats i mötet mellan Priveq och Sydtotal och således möjliggöra en vidare analys utifrån RDT. Att kultursymmetri skulle inneha en så stor roll som den faktiskt har, gör det svårt att applicera RDT då kultur inte är något som behandlas särskilt extensivt inom denna. Även om kultur skulle ses som en resurs så har inga förändringar gjorts i denna, snarare tvärtom så var det ju denna som tilltalade Priveq när de sökte investeringsobjekt. Det är också fenomenet med kultur som lyfter denna uppsats då det till stor del saknas teori om PE-bolag och kultur. PE-bolag beskrivs i teorin, arbeta med mer konkreta aspekter i bolagen och inte med något så abstrakt som kultur. Detta gör Priveq i princip unikt som studieobjekt och en möjlig källa till ny teori om PE-bolag.

### **6.3 Metodologiska slutsatser**

Det går också att dra en del metodologiska slutsatser. Vi har i den här studien fått anledning att fundera på vad en fallstudie är, och på hur man egentligen definierar ett fall. Ett fall kan ibland te sig som flera olika, beroende på vilket perspektiv man har, och kanske blir det här extra tydligt när man studerar en icke avslutad process med



flera olika aktörer. Det går också att dra vissa slutsatser kring studiens upplägg, för det går inte att sticka under stol med att våra empiriska resultat inte riktigt visade vad vi förväntat oss, och att detta påverkade studiens inriktning något. Genom att avvika från våra förväntningar blev vårt fall plötsligt *intressant i sig självt* och studien fick därmed en tydlig inriktning, något vi tidigare saknat. Samtidigt blev det en nyttig övning i att kunna tänka om och se nya möjligheter när saker inte blir som man förväntar sig. Så här mot slutet är det möjligt att resonera kring hur vi hade lagt upp studien om vi inledningsvis visste vad vi vet nu. Under dessa omständigheter hade en jämförande studie, antingen mellan två mindre PE-bolag, eller mellan ett lite mindre och en av de dominerande PE-aktörerna på den svenska marknaden, varit intressant för oss.

#### **6.4 Förslag till vidare forskning**

Framtida kvalitativa studier bör fokusera på att genomföra fler fallstudier av svenska PE-bolag. Det är av intresse att jämföra både de svenska aktörerna med varandra, men även med sina anglosaxiska kollegor. Det är sannolikt att även de svenska bolagen uppvisar en heterogenitet, men kanske kan vissa gemensamma drag urskiljas på sikt som kan förklara de svenska PE-bolagens övergenomsnittliga resultat. Det är möjligt att ett kvantitativt tillvägagångssätt skulle kunna ge klarhet i dessa frågor på kortare tid. Ett tänkbart angreppssätt är att sammanställa ett frågeformulär som delas ut till portföljbolag och/eller PE-bolag. Nackdelen är att frågor rörande exempelvis företagskultur kan vara svåra att fånga i ett sådant formulär. På detta vis hade man kunnat utröna om Priveq är ett typiskt svenskt PE-bolag.

Det är också av intresse att undersöka hur det svenska corporate governance-systemet, som antas befinna sig mellan det bank- och det marknadsorienterade, påverkar förhållandena för svenska PE-bolag.

Fallstudien har gett upphov till en del ny empirisk data rörande symmetri i värderingar och företagskultur, forskning på detta område är närmast obefintlig varför vi föreslår att detta undersöks vidare.

## **7. Källförteckning**

- Alvesson, Mats och Sveningsson, Stefan. 2007. *Organisationer, ledning och processer*. Studentlitteratur: Lund.
- Baker, GP och CA Montgomery (1994). *Conglomerates and LBO associations: a comparison of organizational forms*. Harvard Business School Working Paper (November 4): pp. 1–34. Harvard, MA.
- Berg, A. och Gottschalg, O. (2005). *Understanding Buyout Value Generation*. Journal of Restructuring Finance, Vol. 2, No. 1, pp 1-29.
- Bierman H. 2003. *Private Equity – Transforming Public Stock to Create Value*. John Wiley & Sons Inc, Hoboken: New Jersey.
- Bruining, H och M Wright (2002). *Entrepreneurial orientation in management buyouts and the contribution of venture capital*. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 4(2), 147–168.
- Child, John. 2005. *Organization – Contemporary Principles and Practice*. Blackwell Publishing: Oxford.
- Chrisman, J., Chua, J. och Litz, R. (2004). *Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence*. Entrepreneurship: Theory and Practice, 28(4):335–54.
- Cotter, J. F. och Peck, S. W. (2001). *The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist*. Journal of Financial Economics, 59: 101–47.
- Denscombe, Martyn. 2000. *Forskningshandboken – för småskaliga projekt inom samhällsvetenskapen*. Studentlitteratur: Lund.
- Financial Times 2008-03-24
- Halvorsen, Knut. 1992. *Samhällsvetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur. Lantz, Annika. 1993. *Intervjumetodik*. Studentlitteratur: Lund.
- Howorth, C., Westhead, P. och Wright, M. (2004). *Buyouts, information asymmetry, and the family management dyad*. Journal of Business Venturing, 19(4): 509–34.

Informationsmaterial från Sydtotal. Okänt årtal.

Jeffrey Pfeffer and Gerald R. Salancik. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.

Jensen, M. C. (1989) *Eclipse of the public corporation*. Harvard Business Review, 67(5): 61–37.

Kaplan, SN (1989). *The effects of management buy-outs on operating performance and value*. Journal of Financial Economics, 24(2), 217–254.

Lumpkin, G.T. och Dess, G.G. (1996). *Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance*, Academy of Management Review. 21, 1, 135-172.

Merriam, Sharan B. 1994. *Fallstudien som forskningsmetod*. Studentlitteratur: Lund.

Bryman, Alan & Bell, Emma. 2005. *Företagsekonomiska metoder*. Liber: Malmö.

Singh, H. (1990) *Management buyouts and shareholder value*. Strategic Management Journal, 11: 111–29.

SVCA. 2009. *Den svenska private equity-marknaden*. Laddas ner via:  
[http://www.svca.se/common/load\\_ext\\_file.asp?Source=ext\\_pagesx&ContainerID=4252&id=83](http://www.svca.se/common/load_ext_file.asp?Source=ext_pagesx&ContainerID=4252&id=83) (2010-01-07)

Viral V. Acharya, Moritz Hahn och Conor Kehoe (2008). *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*. Available at SSRN:  
<http://ssrn.com/abstract=1324016> (2010-01-07)

Weir, C (1996). *Management buyouts and entrepreneurial opportunities*.  
Management Decisions, 34(3), 23–28.

Wright, M, Amess, K, Charlie W, och Girma, S. (2009). *Private equity and corporate governance: retrospect and prospect*. Corporate Governance: An International Review, 2009, 17(3): 353–375.

Wright, M, RE Hoskisson och LW Busenitz (2001). *Firm rebirth: buyouts as facilitators of strategic growth and entrepreneurship*. Academy of Management Executive, 15(1), 111–125.

#### **Internet**

<http://www.sydtotal.se/foretaget> (2010-01-07)

[http://www.priveq.se/web/Priveq\\_investerar\\_i\\_Sydtotal.aspx](http://www.priveq.se/web/Priveq_investerar_i_Sydtotal.aspx) (2010-01-07)

<http://www.priveq.se/web/Investeringskriterier.aspx> (2010-01-07)

[http://www.priveq.se/web/Om\\_Priveq.aspx](http://www.priveq.se/web/Om_Priveq.aspx) (2010-01-07)

[http://www2.isa.se/templates/News\\_\\_\\_\\_\\_62751.aspx](http://www2.isa.se/templates/News_____62751.aspx) (2010-01-07)

[www.svca.se](http://www.svca.se) (2010-01-07)

<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageId=26708> (2010-01-07)

<http://www.kryotherm.se> (2010-01-07)

#### Årsredovisningar

<http://www.sydtotal.se/files/upload/arsredovisning2000.pdf> (2010-01-07)

<http://www.sydtotal.se/files/upload/rsredovisning%202008.pdf> (2010-01-07)

<http://www.sydtotal.se/files/upload/arsredovisning2006.pdf> (2010-01-07)

#### **Intervjuer**

Intervju med Jonas Tufvesson, administrativchef i Sydtotal, 2009-12-08

Intervju med Henrik Westfeldt, partner i Priveq och styrelseledamot i Sydtotal 2009-12-08

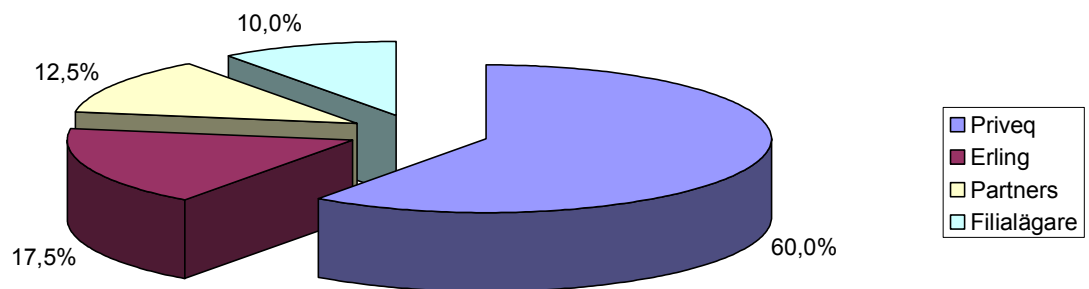
Intervju med Erling Pålsson, VD och koncernchef i Sydtotal 2009-12-09

Intervju med Lena Svensson, ekonomichef i Sydtotal 2009-12-15

## 8. Bilagor

### Bilaga 1. Ägarfördelning i Sydtotal

Ägarfördelning i Sydtotal Intressenter AB



## **Bilaga 2. Intervjuguide**

### **Intervjufrågor till Priveq**

Vem är du?

- Beskrivning av dig själv?
- Vad är ditt förhållande till Priveq?
- Sitter du i fler styrelser? Vilka styrelser har du erfarenhet ifrån?

### Om Priveq

Berätta för oss om Priveqs verksamhet?

Är Priveq, i din mening, ett typiskt PE-bolag?

- Varför/varför inte?

Har Priveq en generell strategi för hur ni går tillväga när ni förvärvar portföljbolag?

- Hur ser den ut?

Hur finansierar Priveq sina förvärv?

När vi läser hemsidan får vi uppfattningen att Priveq har en väldigt tydlig filosofi för hur företag ska styras.

- Hur lyder denna filosofi?
- Går denna att applicera på alla företag eller måste ni ”företags-anpassa” den?

### Om Priveq-Sydtotal

Varför blev det just du som fick uppdraget Sydtotal?

Vilken uppbackning har du från Priveq i ditt arbete med Sydtotal?

Uppsökandet:

1. Vad gjorde att ni fick intresse av att investera i Sydtotal?
2. Hur går ni normalt till väga för att hitta företag att investera i?

Due Diligence:

3. Vilka faktorer var avgörande under bolagsbesiktningen för beslutet att investera i Sydtotal?
  - a. För- och nackdelar?
  - b. Vilka problem och möjligheter till förändring såg ni inom styrelsearbetet?

Övertagandet:

4. Hur förberedde ni er på övertagandet?

- a. Uppkom det några problem inför övertagandet, exempelvis reaktioner från enskilda i ledningsposition?
- b. Hade ni en utarbetad plan med förändringar till övertagandet?

5. 100-första dagarna (förändringar):

Vilka förändringar genomförde ni efter övertagandet?

- När ni förvärvat Sydtotal, hur valde ni vem som skulle tillsättas i styrelsen?
- Vad tillför styrelseledamöterna ni tillsatte? (kompetenser, erfarenhet ect?)
- Vilka rapporteringsrutiner har ni infört? Mellan ledning – styrelse. Mellan Priveq – Sydtotal. osv.
- Vad är syftet med dessa rutiner? (svar vi ”söker”: att ”övervaka”)
- Har ni förändrat/infört andra rutiner i syfte att öka er kontroll?
- På tal om rutiner och kommunikation: förekommer det mycket informell kommunikation mellan Erling-Henrik-Priveq utöver det formella?
- Fanns det motsättningar bland ägarna till dessa förändringar?
- Om ja: Hur tog dom sig uttryck och hur löste ni dom?

6. Införandet av incitamentsprogram:

Många PE-bolag har incitamentsprogram där ledning och styrelse går in som delägare.

- Har Priveq ett sådant incitamentsprogram? Hur är det utformat?
- Vilka för/nackdelar har det för er? Vilka för/nackdelar har det för de som är med i styrelse/ledning?
- Hur skiljer det sig från bonusprogrammen som börsbolag har?
- Har ni infört någon form av incitamentsprogram även för de anställda? Typ belöning om vissa mål uppnås?

Kort/långsikt:

1. Vilka målsättningar har ni med ert engagemang i Sydtotal?

Exit:

2. Hur ser er exitstrategi ut?

- a. Har ni några planer på att börsintroducera Sydtotal?
- b. Om ja: Hur undviker ni ett nytt Hemtex?

Generaliseringsfrågor:

Har styrelseledamöternas andra uppdrag någon informativ effekt eller dylikt? (Se interlocking directorship i teoridel)

Vad i Private Equity-management anser Ni fördelaktigt inom ramen för bolagsstyrning? (deras tolkning av vad som är generellt för PE)

PE-bolag antas ibland leda till att ett företags ”entreprenöriella anda” återinförs? Tror du att ni bidrar till detta i Sydtotal? I så fall hur?

Ni pratar mycket om aktivt ägande – var är aktivt ägande för er? (agentteori)

Brett nätverk” är ett uttryck ni använder – hur utnyttjas det? (Resource dependency)

- Generellt sett och specifikt för Sydtotal

Sätta en ”gemensam agenda med övriga ägare” är uttalat från er sida – svårigheter generellt med det och specifikt i detta fall?

– På vems villkor? (Priveq majoritetsägare)

Känner du någonsin att du hamnar i kläm i ditt uppdrag?

FD ägare, Erling, tillsattes som VD – varför bytte ni och vad gjorde Erling lämplig?

### **Intervjufrågor till Sydtotal**

1. Vem är du - beskrivning av dig själv?
  - a. Vad är ditt förhållande till Sydtotal?

Uppsökandet:

2. Gjorde ni något för väcka Priveqs, eller något annat PE-bolags, intresse?
  - a. Om ja: Varför sökte ni en investerare?
  - b. Om nej: Vad gjorde att ni släppte in en investerare? Bolagsstyrning eller finansiella?

Due Diligence:

3. Vilka faktorer tror ni var avgörande för Priveqs beslut att investera i Sydtotal?
  - a. För- och nackdelar?

Övertagandet:

4. Hur förberedde ni er för övertagandet?



5. Gjordes det några förändringar innan övertagandet för att tillmötesgå Priveq?

- a. Organisatoriskt, styrningsmässigt, kontrollfunktioner

100-första dagarna:

6. Vilka förändringar genomförde Priveq i företaget?

- a. Var dessa i samförstånd eller fanns det olika åsikter?
- b. Organisatoriskt, styrningsmässigt, kontrollfunktioner

Kort/långsikt:

7. Hur har Priveqs inträde förändrat era målsättningar?

Exit:

8. Hur ser ni på Sydtotals framtid efter Priveqs exit?

- a. Har ni diskuterat en eventuell börsintroduktion och hur ställer ni er till den?

9. Hur har Priveq förändrat styrelsen?

- a. Hur har Priveq förändrat styrelsearbetet?
- b. Har alla förändringar varit till godo eller finns där negativa aspekter också?

10. Vilken kompetens har Priveq tillfört? Har den kompetens Priveq tillfört levt upp till era förväntningar?

11. Har Priveq tagit en aktivare roll i styrningen av företaget än föregående ägare?

- a. JA/NEJ /hur/varför/varför inte?

12. Har ni haft någon nytta av Priveqs nätverk/kontakter? (resource dependency)

13. Har förhållandet mellan styrelse och ledning förändrats? (agentteori)

- a. Hur/varför/varför inte?

14. Av vilka skäl tillsattes Erling som VD? (CG)

- a. Har det påverkat förhållandet mellan styrelse och ledning? (agentteorin)

15. Hur fungerar bolagsstyrningen sedan Erling tillträdde som VD?

- a. Potentiella motsättningar? (dubbla agentproblemet)

16. Vilka för och nackdelar ser ni med att vara ägt av ett PE-bolag som

Priveq?