



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

BOLAGSSTYRNING I PRIVATE EQUITY ÄGDA FÖRETAG
- En studie av fyra svenska företag

Företagsekonomiska Institutionen • FEKK01 - Examensarbete kandidatnivå • HT - 2010

FÖRFATTARE

Markus Lindell

Jacob Malmborg

Carolina Niveman

Johan Pilman

HANDLEDARE

Claes Svensson

SAMMANFATTNING

TITEL: Bolagsstyrning i private equity ägda företag – en studie av fyra svenska företag

SEMINARIEDATUM: 22 december 2010

ÄMNE/KURS: FEKK01, företagsekonomi, examensarbete kandidatnivå, 15 poäng

FÖRFATTARE: Markus Lindell, Jacob Malmborg, Carolina Niveman och Johan Pilman

HANDLEDARE: Claes Svensson

NYCKELORD: Private equity, styrelsearbete, bolagsstyrning, aktivt ägande, värdeskapande process

SYFTE: Uppsatsens teoretiska syfte är att konstruera en teoretisk referensram som behandlar hur bolagsstyrningen förändras i företag som har fått tillskott av kapital från ett private equity bolag. Uppsatsens empiriska syfte är att utreda specifika förändringar i bolagsstyrningen i företag efter ett inträde av ett private equity företag, förändringar som vi sedan ställer mot vår teoretiska referensram.

ANSATS/METOD: Med en abduktiv ansats har en kvalitativ fallstudie genomförts. Datainsamlingen av primärdata bygger på semi-strukturerade intervjuer, vilket bidrar till mer specifik och djupgående datainsamling. Insamlad sekundärdata är främst hämtad från litteratur om corporate governance och vetenskapliga artiklar som behandlar bolagsstyrningen i private equity ägda företag.

TEORETISK REFERENS RAM: Det teoretiska kapitlet beskriver grundläggande teorier, tidigare forskning och begrepp inom corporate governance och private equity. Avsnittet avslutas med att en teoretisk referensram, samt tillhörande figur, som baseras på forskningen om bolagsstyrningen inom private equity ägda företag.

EMPIRI: Det empiriska materialet bygger främst på sju utförda intervjuer med representanter från fallföretagen. Det empiriska resultatet visar vilka förändringar som skett i bolagsstyrningen efter inträdet av ett private equity bolag.

SLUTSATSER: Uppsatsens slutsats är att den ursprungliga teoretiska referensramen stämmer förhållandevis bra överens med våra empiriska resultat. Efter vissa justeringar är den teoretiska referensramen applicerbar på andra företag.

ABSTRACT

TITLE: Bolagsstyrning i private equity ägda företag – en studie av fyra svenska företag

SEMINAR DATE: 22nd of December 2010

COURSE: FEKK01, Business Administration, Degree Project, Undergraduate level, 15 ECTS

AUTHORS: Markus Lindell, Jacob Malmborg, Carolina Niveman, and Johan Pilman

ADVISOR: Claes Svensson

KEY WORDS: private equity, the work of the board of directors, corporate governance, active ownership, the process of value creation

PURPOSE: The essays theoretical aim is to construct a theoretical framework that addresses how corporate governance changes in firms that have received capital from a private equity firm. The empirical purpose aims to investigate specific changes in corporate governance that occurs in firms after the entry of the private equity firm, changes that we then compares against our theoretical framework.

METHODOLOGY: With an abductive approach, a qualitative case study has been conducted. Data collection of primary data is based on semi-structured interviews, which contributes to more specific and detailed data collection. Gathered secondary data are mainly taken from the literature on corporate governance and scientific papers dealing with corporate governance in private equity owned companies.

THEORETICAL PERSPECTIVES: The theoretical chapter describes basic theories, existing research and concepts in corporate governance and private equity. The section ends with a theoretical framework consisting of a model based on the research on corporate governance in private equity owned companies.

EMPIRICAL FOUNDATION: The empirical material is mainly based on the seven conducted interviews with representatives from our case companies. The empirical results show the changes in corporate governance after the entry of the private equity firm.

CONCLUSION: The essay concludes that the original theoretical framework relatively well match our empirical results. After some adjustments, the theoretical framework is applicable on other companies.

INNEHÅLLSFÖRETECKNING

KAPITEL		SIDA
1	INLEDNING	7
1.1	BAKGRUND.....	7
1.2	PROBLEMDISKUSSION.....	8
1.3	FRÅGESTÄLLNING.....	9
1.4	SYFTE.....	9
1.5	AVGRÄNSNINGAR.....	10
1.6	DISPOSITION OCH MÅLGRUPP.....	10
2	METOD.....	13
2.1	VAL AV ÄMNE.....	13
2.2	VAL AV ANSATS.....	13
2.3	DATAINSAMLING.....	14
2.3.1	FALLSTUDIER.....	15
2.3.2	VAL AV FALLSTUDIER.....	16
2.3.3	PRIMÄR OCH SEKUNDÄRDATA.....	17
2.3.4	DOKUMENT.....	18
2.3.5	INTERVJUER.....	19
2.3.6	VAL AV RESPONDENTER.....	20
2.4	KONSTRUKTION AV TEORETISK REFERENSRAM.....	22
2.5	KRITIK.....	23
2.5.1	RELIABILITET OCH VALIDITET.....	23
2.5.2	GENERALISERBARHET.....	24
3	TEORI	25
3.1	CORPORATE GOVERNANCE.....	25
3.2	AGENTTEORIN.....	26
3.3	STEWARDSHIPTEORIN.....	27
3.4	STYRELSEN.....	27

3.5	STYRELSENS OLIKA ROLLER	28
3.6	STYRELSENS STYRNING AV FÖRETAGSLEDNINGEN	30
3.7	ÄGARENS ROLL.....	31
3.8	BAKGRUND OM PRIVATE EQUITY BRANSCHEN	32
3.9	PRIVATE EQUITY FÖRETAGENS KRITERIER OCH KRAV VID BUYOUTS.....	35
3.10	HUR STYR PRIVATE EQUITY SINA FÖRETAG?	36
3.11	TEORETISK REFERENSRAM.....	41
3.11.1	VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING	42
3.11.2	BOLAGSSTYRNING	43
3.11.3	STYRELSESAMMANSÄTTNING	45
4	EMPIRI.....	49
4.1	PRESENTATION AV FALL	49
4.2	EMPIRISKA RESULTAT.....	53
4.2.1	CREM INTERNATIONAL AB	53
4.2.1.1	VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING	53
4.2.1.2	BOLAGSSTYRNING	53
4.2.1.3	STYRELSESAMMANSÄTTNING	54
4.2.2	GUNNEBO INDUSTRIES AB.....	55
4.2.2.1	VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING.....	55
4.2.2.2	BOLAGSSTYRNING	56
4.2.2.3	STYRELSESAMMANSÄTTNING	56
4.2.3	JETPAK AB	57
4.2.3.1	VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING	57
4.2.3.2	BOLAGSSTYRNING	58
4.2.3.3	STYRELSESAMMANSÄTTNING	60
4.2.4	THULE AB	60
4.2.4.1	VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING	60
4.2.4.2	BOLAGSSTYRNING	61
4.2.4.3	STYRELSESAMMANSÄTTNING	62
4.3	SAMMANSTÄLLNING AV EMPIRIN	63
5	ANALYS.....	65
5.1	VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING	65

5.2	BOLAGSSTYRNING	68
5.3	STYRELSESAMMANSÄTTNING	72
6	SLUTSATS	74
6.1	TEORETISK REFERENSRAM MOT EMPIRISKA RESULTAT	74
6.2	GENERALISERBARHET	79
6.3	FÖRSLAG PÅ FRAMTIDA FORSKNING	79
7	KÄLLFÖRTECKNING	81
7.1	TRYCKTA KÄLLOR	81
7.1.1	LITTERATUR	81
7.1.2	VETENSKAPLIGA ARTIKLAR	82
7.1.3	RAPPORTER	83
7.2	ELEKTRONISKA KÄLLOR	83
7.3	MUNTLIGA KÄLLOR	85
8	BILAGA	86
8.1	INTERVJUFRÅGOR	86

1 INLEDNING

Följande avsnitt är en inledning till studien. Här presenteras en kortfattad bakgrund till private equity branschen, studiens problemdiskussion, studiens frågeställning samt studiens syfte. Studiens avgränsningar samt dess disposition presenteras.

1.1 BAKGRUND

Riskkapital är ett samlat begrepp som avser investeringar i företags egna kapital. Private equity innefattar de riskkapitalinvesteringar som sker i onoterade företag och delas upp i tre kategorier: affärsänglar, venture capital och buyout capital. Affärsänglar innebär att privatpersoner investerar och tillför affärsnärlig kunskap till onoterade företag med tillväxtpotential. Venture capital avser de investeringar som sker i mindre till medelstora företag som befinner sig i tillväxtstadiet. Buyout capital handlar om investeringar i större företag med starka kassaflöden och en större mognad.¹

Private equity marknaden började utvecklas för trettio år sedan i USA. Idag är den svenska private equity marknaden välutvecklad och utgör en grundläggande byggsten för den ekonomiska tillväxten. År 2007 gjordes en undersökning som visade att private equity investeringar i Sverige, procentuellt av landets BNP, är en av det högsta i världen där endast USA och Storbritannien ligger högre.²

Utöver finansieringen av eget kapital hjälper private equity bolagen även till med att skapa mervärde till företagen. Private equity bolag bidrar i många fall med ett mer aktivt ägande genom ett styrelsearbete som bidrar med kompetens, nätverk och tätare samarbete med företagsledningen vid strategiska frågor.³

Nackdelarna med private equity bolag är att de kan ställa krav på snabb tillväxt, vilket innebär en högre risknivå. Ofta innebär inträde av ett private equity bolag att

¹ www.svca.se (2010-12-05)

² www.svca.se (2010-11-23)

³ www.svca.se (2010-10-05)

delar av ledning och styrelse byts ut eftersom företaget står för en ny fas i utvecklingen.⁴

När riskkapitalbolaget går in ett företag är planen att göra en avyttring av innehavet, vanligtvis inom 4-7 år. Detta kallas en exit och kan ske på olika sätt. I första hand strävar private equity bolagen efter att göra börsintroduktioner eller industriella försäljningar. I vissa fall leder dock exiten till mindre önskade utgångar som till exempel återköp av portföljbolagens ursprungliga ägare eller konkurs.⁵

1.2 PROBLEMDISKUSSION

Ett icke-börsnoterat svenskt företag har begränsade möjligheter att få in det kapital som är nödvändigt för att kunna fortsätta utvecklas. Detta gäller nystartade bolag, bolag inom branscher som kräver långa perioder av forskning och utveckling, såsom biomedicin och genteknik, samt bolag som inriktar sig mot avancerad teknologi. Dessa bolag är ofta grundade av personerna som kom på idén, grundare som ofta har begränsade ekonomiska resurser. Dock kan även större och äldre bolag, som ej är börsnoterade, ha svårigheter att inbringa tillräckligt med kapital. Kapital som är vitalt för att kunna fortsätta utveckla innovativa idéer och för att lyckas nå ut till marknaden med dessa. Något som vanligen kännetecknar ovanstående företag, oavsett storlek och mognadsprocess, är långsiktigheten som finns gällande hur företaget ska drivas, byggas samt utvecklas.

Genom ett inträde av ett private equity företag kan ett icke-börsnoterat företag få tillgång till kapital. Inträdet av ett private equity bolag kan ske genom ett totalt förvärv av det aktuella bolaget, alternativt att private equity företaget köper upp en del av företaget. Denna förändring i ägarstrukturen innebär förändringar för företaget, då private equity företag vanligtvis har mer kortsiktiga mål än vad företag normalt sett strävar efter i sin strategi. Det är dessa skillnader, mellan de långsiktiga mål som företag strävar efter och kortsiktiga mål som private equity företagen står för, som kan innebära svårigheter och utmaningar för styrelsen och företagsledningen. Som motsats till detta är det värt att notera att private equity företagen endast är

⁴ www.svca.se (2010-10-05)

⁵ www.svca.se (2010-11-23)

framgångsrika om företagen de har investerat i är framgångsrika.⁶ Detta kan medföra att farhågorna för att ett private equity företag endast vill nå kortsiktig avkastning kanske inte är så befogad som allmänheten ibland tycks tro.

Denna studie avser att undersöka om det sker en förändring av bolagsstyrningen och vilka faktorer som påverkas inom styrningen när ett private equity företag blir ägare i ett bolag. Resultatet av denna undersökning ställs sedan i relation till en konstruerad teoretisk referensram som bygger på tidigare forskning om förändringar i bolagsstyrningen vid inträdet av ett private equity bolag.

1.3 FRÅGESTÄLLNING

Hur förändras styrelse- och ledningsarbetet i ett företag som fått tillskott av kapital av, eller köpts upp av private equity bolag? Hur arbetar och hur förändrar ett private equity företag bolagsstyrningen i sina förvärvade företag för att nå bäst resultat? Vidare kommer det undersökas om styrelsens krav, kriterier, mål samt sammansättning förändras. En utredning görs om hur förhållandet mellan styrelse, ägare och företagsledning förändras i samband med tillskottet av private equity kapital eller vid ett uppköp av ett private equity bolag.

Det kommer sannolikt finnas slitningar och problem i samband med att förvärvaren och det förvärvade företaget ska lägga upp en ny och gemensam strategi. Det kommer troligtvis finnas utmaningar för företagets styrelse när nya ägare tar över. Det kommer även sannolikt att tillföras nya och andra typer av styrelseledamöter samt en förändrad ekonomisk kontroll som kan komma att innebära förändringar gällande styrelsens mål.

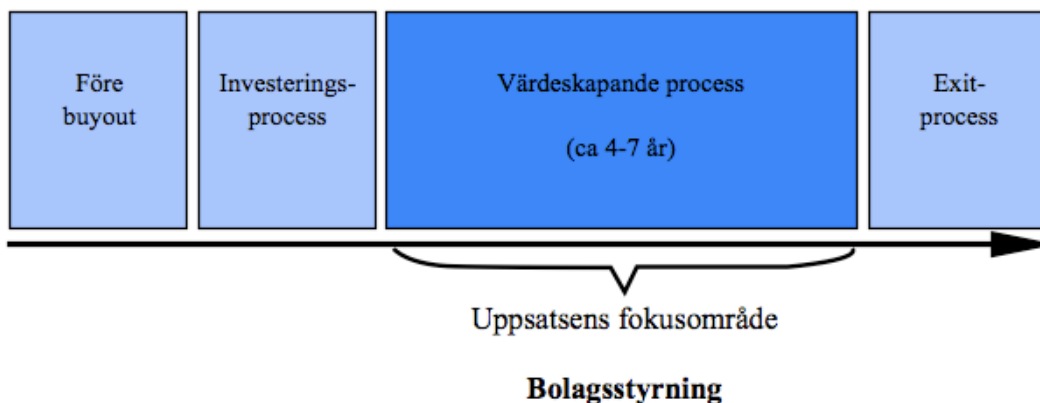
1.4 SYFTE

Det teoretiska syftet är att konstruera en teoretisk referensram om hur bolagsstyrningen förändras i företag som har fått tillskott av kapital från ett private equity bolag. Det empiriska syftet är att utreda specifika förändringar i bolagsstyrningen hos svenska företag som fått tillskott av kapital genom en buyout av ett private equity bolag.

⁶ www.svca.se (2010-11-23)

1.5 AVGRÄNSNINGAR

Inom corporate governance kan bolagsstyrningen studeras från olika perspektiv. Denna studie fokuserar på hur private equity företag hanterar sin bolagsstyrning i sina förvärvade bolag. Studien fokuserar på den värdeskapande processen, alltså tidsperioden efter investeringsprocessen fram tills dess att private equity bolaget gör sin exit (se figur 1.1). Denna period är intressant att studera då det sker omfattande och intressanta förändringar i bolagsstyrningen efter inträdet jämfört med arbetet innan inträdet. Perioden mellan investeringsprocess och exitprocess är även lätt definierad vilket gör att det inte råder några tvivelaktigheter om periodens början och slut. Uppsatsen är därmed avgränsad till att undersöka bolag som erhållit private equity kapital genom en buyout och hur detta påverkar dess bolagsstyrning. Studien avser att utreda de specifika förändringar som sker inom relationen ägare, styrelse och ledning. Detta undersöks genom att studera fyra fallföretag. Företag som under de senaste två till tre åren har genomgått en buyout av ett private equity bolag. Anledningen till valet av denna tidsperiod är för att säkerställa att private equity bolaget haft tid att utöva sitt ägarskap, förändringar fått sitt genomslag i organisationen och att det fortfarande finns anställda inom organisationen som har ägarskiftet i minnet. Det finns ett flertal teorier som studerar corporate governance vid olika ägarförhållande. Vi har valt att begränsa oss till ett urval av dessa. Dessa teorier återges närmare i kommande kapitel.



Figur 1.1: Uppsatsens fokusområde

1.6 DISPOSITION OCH MÅLGRUPP

Avsedda läsare av denna uppsats är i första hand forskare och studerande på universitetsnivå, gärna med förkunskaper motsvarande C-nivå inom företagsekonomi.

Förhoppningen är att även andra personer kan finna uppsatsens innehåll intressant. Till exempel investerare inom private equity branschen, entreprenörer inom småföretag som ser private equity som en potentiell källa för nytt kapital, samt styrelse och ledning för större bolag som ägs av private equity bolag.



Figur 1.2: Översikt av disposition

KAP 1 – INLEDNING

I uppsatsens inledande kapitel presenteras en kort bakgrund till ämnet och problemdiskussion för att presentera bakgrunden till frågeställningen. Vidare presenteras uppsatsens frågeställning och syfte. I kapitlet presenteras även vilka avgränsningar vi har gjort.

KAP 2 – METOD

I metodavsnittet redogörs för vilka tillvägagångssätt som använts samt vilka avvägningar som gjorts för att besvara uppsatsens syfte. Uppsatsen beskriver vilka vetenskapliga metoder som använts för insamling och analys av empiriskt material samt vilka beslut som ligger till grund för vald ansats och vald teoretisk referensram. Avsnittet avslutas med en kritisk reflektion om hur valda metoder och källor påverkar uppsatsens kvalitet. Detta avsnitt ämnar ge läsaren en överblick på vilka tillvägagångssätt som använts och genom korrekta vetenskapliga undersökningar öka tillförlitligheten och trovärdigheten i uppsatsen.

KAP 3 – TEORETISK REFERENSRAM

I teoriavsnittet presenteras de teorier som valts. Dessa ligger som grund till analysen i uppsatsen. För att ge studien och läsaren ett fundament till corporate governance inleds kapitlet med grundläggande teorier såsom agentteorin, stewardshipteorin, ägarnas samt styrelsens olika roller och styrning av ledningen. Dessa följs av teorier, tidigare forskning och bakgrunden till private equity branschen, vilket avser att bidra till en specifik och djupgående teoretisk referensram. Kapitlet avslutas med en summering av ovanstående som utgör uppsatsens teoretiska referensram.

KAP 4 – EMPIRI

I detta kapitel presenteras utförligt uppsatsens fallföretag. Uppsatsen kommer utförligt presentera det underlag som samlats in genom utförda intervjuer och studier av ovan nämnda fallföretag.

KAP 5 – ANALYS

I analysavsnittet ställs resultatet från de empiriska studierna av fallföretagen mot varandra och jämför likheter och skillnader. Dessutom ställs de empiriska resultat mot vår teoretiska referensram och analyserar dess likheter samt skillnader.

KAP 6 – SLUTSATS

I slutsatsen förs en diskussion om vad som framkommit av analysen och hur detta påverkar bolagsstyrningen. Utifrån tidigare presenterad teoretisk referensram, empiri och analys presenteras en ”förbättrad” teoretisk referensram. Avsnittet avslutas med diskussion om den teoretiska referensramens generalitet.

2 METOD

I följande avsnitt redogörs vilket tillvägagångssätt som använts och vilka avvägningar som gjorts för att besvara uppsatsens syfte. I avsnittet beskrivs vilka vetenskapliga metoder som använts för insamling och analys av empiriskt material och vilka beslut som ligger till grund för vald ansats och vald teoretisk referensram. Avsnittet avslutas med en kritisk reflektion om hur valda metoder och källor påverkar uppsatsens kvalitet.

2.1 VAL AV ÄMNE

Företag kan få tillgång till kapital genom att upplåta en del eller hela ägandet till ett private equity bolag. Detta ägarskifte innebär ofta stora förändringar i företaget. Det finns många olika åsikter och tankar om hur dessa förändringar påverkar företaget, speciellt när det kommer till förändrad tidshorisont. Bolag som blir uppköpta av private equity företag får vanligtvis en ny styrelse, och i vissa fall även ny ledning, detta leder till nya strategiska och finansiella mål. Dessa förändringars påverkan intresserar författarna och ligger till grunden för valet av ämnet. Med studiens teoretiska referensram som utgångspunkt avser studien att djupgående studera forskningens fallföretag med syftet att söka efter och urskilja specifika förändringar som private equity företagen använder sig av för att styra sina förvärvade företag i den riktning de önskar. Vidare undersöks om styrelsearbetet förändras samt om ledningens operativa arbete förändras.

2.2 VAL AV ANSATS

Valet av ansats kan skiljas mellan induktion, deduktion och abduktion. Induktiv ansats utgår från empirisk data som sedan tolkas till ett samband, en teori⁷. Vid induktion är det viktigt att forskaren samlar in information samtidigt som hon förväntas göra detta utan några förväntningar. Resultatet kan därmed avspegla verkligheten mer precist, då det inte berörs av forskarens egna tankar och funderingar.⁸ En deduktiv ansats är istället när empiriska konsekvenser kan härledas från teorier. Detta innebär att studien utgår från teorier och jämför sedan med empirin

⁷ Alvesson & Sköldberg (1994:41)

⁸ Jacobsen (2002:34)

för att se om förväntningarna stämmer överens med verkligheten.⁹ Med en deduktiv ansats är det som ska förklaras förutsätt och svaret blir därmed en jämförelse.¹⁰

Induktion har empiri som utgångspunkt medan deduktion har teori som utgångspunkt. Dessa två kan ställas i relation till abduktion som är en metod där både induktion och deduktion sker.¹¹

Val av ansats beror på vilken metod som är bäst lämpad för att få grepp om verkligheten. I denna studie har både teori och empiri använts. Teori har använts för att bygga upp förståelse och ha något att jämföra empirin med. Då både induktiv och deduktiv ansats har använts, är analysen tvåsidig och ses därmed som en abduktiv analys.

2.3 DATAINSAMLING

Vid datainsamling kan två olika metoder användas som samtidigt representerar olika typer av forskningsstrategier. Dels finns kvantitativ forskning som belyser kvantifiering vid analysering av data. Den andra metoden är kvalitativ forskning, vilket innebär betoning på ord istället för kvantifiering.¹² Dey (1993) förklarade skillnaden mellan kvantitativ data och kvalitativ data som: "Medan kvantitativa data opererar med siffror och storlekar, opererar kvalitativa data med mening. Mening förmedlas i huvudsak via språk och handlingar."¹³

Kvantitativ forskning är en strategi som utmärker sig genom insamling av data och analys. Exempelvis ses ofta en undersökningsenkät som en kvantitativ undersökning. En fördel med kvantitativ forskning är att mätningen utgör en måttstock och därmed kan jämförelser utföras.¹⁴ En annan fördel är att det finns en start- och slutpunkt och därmed blir det lättare att avgränsa undersökningen.¹⁵

⁹ Halvorsen (1992:45)

¹⁰ Alvesson & Sköldberg (1994:41)

¹¹ Alvesson & Sköldberg (1994:41-42)

¹² Bryman & Bell (2005:85)

¹³ Jacobsen (2002:138)

¹⁴ Bryman & Bell (2005:89)

¹⁵ Jacobsen (2002:146)

Nackdelar med denna typ av forskning är att genom intervjuer, enkäter och experiment, som kvantitativ forskning ofta består av, beror svaren på hur undersökningsspersonerna uppfattar frågan. Även kunskap spelar in och om dessa två kriterier varierar mellan respondenterna kommer det slutgiltiga resultatet även att variera.¹⁶

Kvalitativ forskning lägger vikten på ord istället för kvantifiering. Vanliga forskningssätt är intervjuer samt deltagande observation.¹⁷ Detta ger möjligheten att gå mer på djupet, med färre undersökningar jämfört med kvantitativa metoder, och få fram ett flertal nyanser av undersökningen.¹⁸ Genom kvalitativ metod är respondenten fria från en fast mall och deras svar blir därmed deras eget. Jämfört med kvantitativa metoder då respondenterna svarar i en enkät med redan färdiga svarsalternativ. På detta sätt ger den kvalitativa metoden ett mer korrekt svar.¹⁹ Att utföra en kvalitativ forskning är tidskrävande och tiden till förfogande avgör hur många respondenter som kan undersökas. Desto större mängd respondenter som medverkar i forskningen, desto bättre och mer exakt kommer resultatet att bli.²⁰

Kvalitativa forskningsmetoder kommer i denna studie att ge ett bättre svar på frågeställningen jämfört med kvantitativa metoder. Detta på grund av att det eftersträvade resultatet är beroende av företagsintervjuer. Genom kvalitativa intervjuer får studien ett större djup och empirin blir bättre anpassad till studiens frågeställning.

2.3.1 FALLSTUDIER

Enligt Merriam (1988) är en undersökningsdesign en metod för att samla in och organisera data som sedan resulterar i ett forskningsresultat²¹. För att kunna besvara problemformuleringen har fallstudier valts ut som undersökningsdesign. Att fallstudier valdes som undersökningsdesign grundas i att syftet med uppsatsen har en utredande inriktning och avser inte att resultera i empiriskt generaliserbara slutsatser. Fallstudier lämpar sig när det är processerna som intresserar för att kunna besvara

¹⁶ Bryman & Bell (2005:105)

¹⁷ Bryman & Bell (2005:297-299)

¹⁸ Jacobsen (2002:142)

¹⁹ Jacobsen (2002:142)

²⁰ Jacobsen (2002:143-144)

²¹ Merriam (1994:21)

problemformuleringen. Vidare möjliggör fallstudier datainsamling om många variabler på samma gång.²² Därmed kan fallstudier med fördel användas vid deskriptiv forskning, när forskningen inte avser att visa på orsak och verkan, utan snarare när det är en beskrivning eller förklaring som intresserar²³. Dessa faktorer är i linje med syftet och ställd problemformulering i denna uppsats.

Ordet fall är, enligt Bryman and Bell (2005), förknippat med exempelvis ett företag eller en organisation med betoning på ett visst stadium eller situation²⁴. Merriam definierar fallstudier som undersökning av en specifik företeelse som valts ut på grund av att denna företeelse är viktig eller intressant²⁵. Syftet med denna uppsats är, som ovan nämnt, att analysera eventuella skillnader i fyra skilda företags styrelsearbete efter en buyout och jämföra dessa med en konstruerad teoretisk referensram. Detta inbegriper därmed i varje enskilt fall både ett företag med fokus på styrelsearbetet under en viss situation, den värdeskapande processen.

Fallstudier kan inbegripa både kvantitativa metoder och kvalitativa metoder. Det är dock vanligast med kvalitativa metoder. Även en kombination av olika kvalitativa metoder kan användas vid fallstudier.²⁶ Valda fallstudier kommer att domineras av kvalitativa metoder med betoning på intervjuer. Anledningen till denna valda ansats är för att uppnå ett större djup i datainsamlingen från de olika fallen.

2.3.2 VAL AV FALLSTUDIER

För att få en mer diversifierad bild och lättare kunna betona och urskilja skillnader av eventuella förändringar av styrelsearbetet under den värdeskapande processen har fyra fallföretag valts ut. Valet av dessa fyra företag har byggts på ett antal kriterier. Det mest essentiella kriteriet var att företaget genomgått en buyout. Detta medför att företaget måste ha uppnått en viss ålder och därmed ej vara relativt nystartat. Vidare ska investeringsprocessen ha genomförts inom en två till tre års period. Anledningen till detta kriterium är för att kunna säkerställa att det finns anställda inom företaget som närvarade, har skillnader av den genomgånga förändringen i minnet och för att

²² Halvorsen (1992:67)

²³ Merriam (1994:212)

²⁴ Bryman & Bell (2005:71)

²⁵ Merriam (1994:24)

²⁶ Bryman & Bell (2005:72 - 73)

säkerställa att dokumentation finns kvar om processen. Processen får inte heller ha skett för nyligen, detta för att säkerställa att effekterna av en buyout har fått genomslag inom organisationen.

Ur ovanstående kriterier har följande fyra företag valts ut: Crem International AB, Gunnebo Industries AB, Jetpak AB och Thule AB.

Alla fallföretagen har genomgått ett ägarskifte där ett private equity bolag köpt en stor del av ägandet. Investeringsprocessen har i de flesta fall genomförts inom en treårs period med undantag för Jetpak, men där det dock fortfarande var lednings- och styrelsepersoner kvar i företaget som var med under investeringsprocessen.

2.3.3 PRIMÄR OCH SEKUNDÄRDATA

Insamlad data kan vara antingen primär eller sekundär. Primärdata innebär att data insamlas direkt från personer eller grupper för första gången. Detta medför att data kan skräddarsys för den specifika frågeställningen. Primärdata kan samlas in genom exempelvis intervju, observation eller enkät.²⁷ Sekundärdata innebär data som inte samlats in för denna studie, utan har samlats in av andra forskare eller institutioner. Sekundärdata kan både vara kvalitativ och kvantitativ.²⁸ Vidare kan sekundärdata delas in i processdata, bokföringsdata och forskningsdata²⁹.

Syftet med denna uppsats är att identifiera förändringar i styrelsens arbete efter en buyout. För att kunna identifiera dessa förändringar har de båda datainsamlings-typerna använts och bygger därmed på både sekundär och primärdata. Insamlad primärdata grundar sig på intervjuer och sekundärdata grundas på existerande dokument.

Primärdata har samlats in för att få tillgång till information som inte redan finns insamlad. Information som är specifik för uppsatsens problemformulering och syfte. Denna insamlingsmetod har därmed används för att få en djupare kunskap om styrelsearbetet före och efter investeringsprocessen.

²⁷ Jacobsen (2002:152- 153)

²⁸ Jacobsen (2002:152- 153)

²⁹ Halvorsen (1992:72)

Sekundärdata har använts vid insamling av generell information om private equity branschen, private equity bolagen och fallföretagen. Data om dessa finns redan tillgänglig och bidrar till att en bredare mängd information kan inhämtas. Användningen av sekundärdata i detta avseende medför att en tids- och resursbesparingar görs.³⁰

2.3.4 DOKUMENT

Dokument avser information som inte har samlats in genom intervjuer eller observationer och är framförallt skriftliga källor. Dokument är en informationsrik källa som vanligtvis är skapade för andra syften än forskningsändamål. Vid användning av dokument bör först och främst informationen utvärderas om den anses vara relevant utifrån ställd problemformulering.³¹

Fördelen med dokument är att det kan ge mer, bättre och billigare information än andra metoder. Vidare medför dokument en fördel vid fallstudier då de kan tillföra en empirisk grund till ställd problemformulering. Dokument kan i vissa scenarier vara det enda tillvägagångssättet för att få information om ett visst problem, exempelvis vid historiska händelser.³² Dokumenten som använts i denna uppsats är framförallt av typen processdata, vilket innebär exempelvis artiklar, och forskningsdata, vilket innebär insamlad data från andra forskare³³.

Ett problem med att använda dokument som källa är att avgöra om dokumenten innehåller snedvriden information och om den framtagna informationen är objektiv och trovärdig. För att förebygga detta problem ska ett dokument kritiskt granskas och kontrolleras med hjälp av andra källor.³⁴

För att få en bredare informationsgrund i empirin har dokument av varierande slag använts. Utvalda dokument anses tillföra relevant information och bygga upp en bas för att kunna besvara syftet och problemformuleringen. Vid informationsinsamlingen

³⁰ Merriam (1994:120)

³¹ Merriam (1994:117- 119)

³² Merriam (1994:120 - 121)

³³ Halvorsen (1992:72)

³⁴ Merriam (1994:119- 120)

har ovanstående problematik tagits hänsyn till i form av att dokument har läst kritiskt och informationen av ett dokument har sedan korstestats med andra källor och kontrollerats i största möjliga mån under genomförda intervjuer.

Vetenskapliga artiklar har använts för att få tillgång till resultat av tidigare forskning. Dessa har inhämtats från artikeldatabasen ELIN. En del referenser har sedan undersökts för att se varifrån informationen inhämtats. Detta har gjorts i källkritiskt syfte för att se att information stämmer överens. Artiklar från media har använts vid behov. Dessa artiklar har valts ut från välkända, större, och relativt mer trovärdiga medier. Anledningen till att detta urval har utförts är ett försök att öka tillförlitligheten av utgiven information. Använd information från media har även kontrollerats med hjälp av intervjuer och andra artiklar som behandlat den specifika informationen.

Det finns anledning att misstänka snedvriden information i data hämtad från fallföretagens hemsidor, årsredovisningar och de använda organisationernas hemsidor. Anledningen till denna kritiska syn av dessa källor grundas i att det är företagen själva som författat texten, vilket medför subjektivitet. Detta i kombination med att det finns incitament för dessa företag och organisationer att porträttera sig på ett positivt sätt, ett sätt som eventuellt inte alltid stämmer överens med verkligheten. På grund av informationsasymmetri mellan företagen och läsaren av utgiven information kan informationen vara svår att kontrollera. Informationen har delvis kontrollerats med hjälp av intervjuer och delvis med hjälp av artiklar i media. Detta för att få en nyanserad bild och undersöka hur väl dessa olika informationskällor stämmer överens med informationen utgivet av företagen. Även om kontroller utförts i varierande utsträckning på alla typer av dokument kan dock inte objektivitet och snedvriden information uteslutas, bara minimeras. Detta faktum har tagits hänsyn till vid informationsinsamlingen.

2.3.5 INTERVJUER

För att få tillgång till detaljerad och djupgående data om den värdeskapande processen i fallföretagen har ett antal intervjuer utförts. Alla genomförda intervjuer har varit semistrukturerade, med färdigformulerade frågor utan fasta svarsalternativ

med utrymme att ställa följdfrågor vid behov³⁵. Intervjuerna lades upp på detta sätt för att få en gemensam struktur och kunna komma ner på djupet inom olika aspekter av styrelsens och ledningens arbete som är intressanta ur uppsatsens syfte, genom att få mer ingående svar. När svaren kan utvecklas ytterligare ger en semistrukturerad intervju chansen att ställa följdfrågor för att få ett ytterligare djup i informationsgivningen. En semistrukturerad intervju medför även att intervjun håller sig till en viss struktur och inte svävar ifrån ämnet i samma grad som en intervju utan färdigformulerade frågor³⁶. De ställda intervjufrågorna finns bifogade i bilagorna.

Totalt sett utfördes sju stycken intervjuer. Sex av dessa utfördes genom telefonintervju och en utfördes hos fallföretaget, alltså en personintervju. Vid intervjun på fallföretaget deltog alla gruppmedlemmar varav en gruppmedlem förde intervjun och en ansvarade för att föra anteckningar om vad som sades. Övriga gruppmedlemmar ställde följdfrågor till den intervjuade. Intervjuerna över telefon utfördes på samma sätt med samma arbetsfördelning inom gruppen och med den intervjuade på högtalartelefon. För att säkerställa korrekt återgivning av given information spelades alla intervjuerna in, med medgivande av den intervjuade. Inspelningarna transkriberades sedan ordagrant till dokumentform.

Vid intervjuer finns det alltid en risk för en så kallad intervjuareffekt. Denna innebär att svar påverkas av att respondenterna vill göra ett gott intryck alternativt svarar på ett sätt som denna tror att intervjuaren vill höra.³⁷ Denna effekt har funnits i åtanke vid utförda intervjuer. Det är dock svårt att upptäcka och peka på hur denna effekt påverkat de givna svaren. Vid misstanke om snedvridna svar har följdfrågor ställts för att försöka minska intervjuareffekten.

2.3.6 VAL AV RESPONDENTER

För att få tillgång till nödvändig information har ett noga urval av respondenter genomförts. En urvalsplan genomfördes som ett första steg. En avgränsning gjordes till att intervju personer i ledningen och i styrelsen. Detta på grund av information om förändringar inom styrelsen och styrelsens relation till företagsledningen är

³⁵ Bryman & Bell (2005:138)

³⁶ Bryman & Bell (2005:138 - 139)

³⁷ Halvorsen (1992:89)

intressant för att kunna besvara uppsatsens syfte. Efter detta valdes personer ut som var anställda och närvarade i företaget både före och efter investeringsprocessen och som fortfarande är aktiva inom företaget. I fall denna urvalsplan inte kunde följas på grund av brist på tid hos enskilda respondenter prioriterades i första hand att få intervjuer med personer som var med om investeringsprocessen och som fortfarande jobbar kvar inom organisationen.

För att få en nyanserad bild av intervjuaren och för att få ett ägarperspektiv genomfördes en av intervjuerna med en styrelseledamot i ett av fallföretagen som även är partner och investment manager i ett private equity företag.

Följande personer har intervjuats:

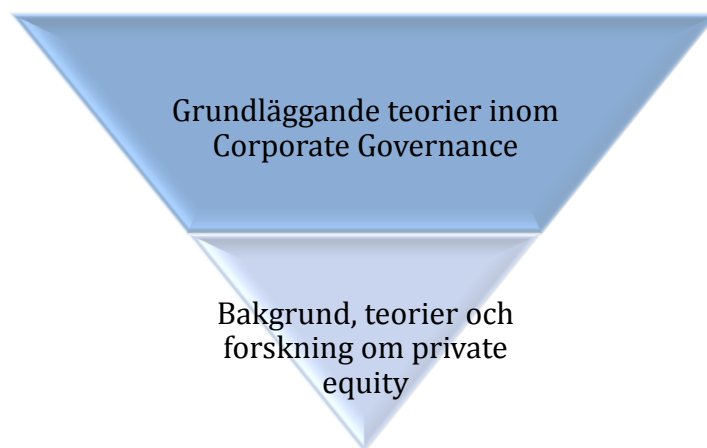
- Georg Möller, Crem International AB, VD och styrelseledamot, intervjun ägde rum den 2010-11-23 kl 15:40, telefonintervju.
- Johan Jervehed, Gunnebo Industries AB, Senior Vice President och HR- & kommunikationschef, intervjun ägde rum den 2010-11-23 kl 14:00, telefonintervju.
- Christer Lenner, Gunnebo Industries AB, Styrelseledamot och förra VD:n, intervjun ägde rum den 2010-11-29 kl 10:00, telefonintervju.
- Erik Lautmann, Jetpak AB, VD, intervjun ägde rum den 2010-11-25 kl 10:00, telefonintervju.
- Håkan Söderbäck, Jetpak AB, Styrelseledamot i Jetpak AB, partner och investment manager i Accent Equity Partners, intervjun ägde rum den 2010-12-01 kl 10:00, telefonintervju.
- Ulf Berghult, Thule AB, CFO, intervjun ägde rum den 2010-11-26 kl 10:00, personintervju.

- Anders Pettersson, Thule AB, Styrelseledamot och förra koncernchefen, intervjun ägde rum den 2010-12-02 kl 12:30, telefonintervju.

2.4 KONSTRUKTION AV TEORETISK REFERENSRAM

Uppsatsen tillämpar utvalda teorier för att bygga upp arbetets teoretiska grund. Genom utvalda teorier styrs arbetet sedan in på uppsatsens valda fokusområde.

Teoriavsnittet ska betraktas som formen av en pyramid, den börjar med en bred grund som sedan smalnar av efterhand (se figur 2.1). Avsnittet inleds med en redogörelse för definitioner och teorier inom corporate governance, för att skapa en teoretisk grund och för att ge läsaren en förståelse i ämnet. Detta följs av att teoriavsnittet blir mer inriktat på uppsatsområdet och olika teorier om hur private equity företag arbetar tas upp. Avsnittet om bakgrund till private equity branschen är ämnat att ge arbetet en grund för fortsatta teorier samt ge läsaren förståelse i ämnet. Genom att lägga avsnittet i samband med teorier blir det lättare för läsaren att följa då arbetet sedan följs av mer djupgående teorier om hur private equity företag hanterar uppsatsens specifika ämne, nämligen hur bolagsstyrning förändrats efter en buyout.



Figur 2.1: Teoriavsnittets uppbyggnad

Teoriavsnittet presenterar tidigare forskning, vilket bidrar med ämnesspecifika teorier. Ovanstående sammanfattas sedan och resulterar i en konstruktion av en teoretisk referensram som avslutas med en sammanfattande figur. Den teoretiska referensramen beskriver hur företag, som fått tillskott genom private equity företag, har förändrat sin bolagsstyrning. Den grundläggande teoridelen och den mer

djupgående delen anses vara relevanta för att kunna konstruera den teoretiska referensramen på ett informativt och övertygande sätt.

2.5 KRITIK

När en undersökning utförs handlar det om att jämföra ”tankar” om verkligheten med den ”data” som fås fram om verkligheten. Det vill säga att ställa empiriska resultat mot teoretiska begrepp. Tre kriterier som är viktiga för kvalitén i en studie är reliabilitet, validitet och generaliserbarhet.³⁸

2.5.1 RELIABILITET OCH VALIDITET

När vetenskapliga studier utförs är det viktigt att beakta tillförlitligheten och kvaliteten i de metoder och källor som använts. För bedömning av forskning inom företagsekonomi finns två viktiga begrepp, validitet och reliabilitet. Dessa två ska ge en uppfattning om graden av överensstämmelse mellan begrepp och de empiriska variablerna.³⁹

Validitet avser att bedöma om de slutsatser som genererats från undersökningar ger ett i hophängande resultat. Det är lämpligt att skilja på två aspekter, inre och yttre validitet.⁴⁰

Inre validitet handlar om den överensstämmelse som finns mellan begrepp och de mätbara definitionerna av dem.⁴¹ Den avser frågan hur resultaten i undersökningen överensstämmer med verkligheten⁴². Eftersom arbetet endast tar upp fyra företag finns det därför ett stort utrymme att göra fler kvalitativa studier kring styrelsearbetet efter buyouts. Intervjuerna som utförts har varit med personer som anses ha stor kunskap om det aktuella ämnet. Utefter vår teoretiska referensram har ett relevant urval gjorts då respondenterna har varit både från företagets styrelse och ledning

³⁸ Eriksson & Wiedersheim-Paul (2006:38)

³⁹ Bryman & Bell (2005:73)

⁴⁰ Bryman & Bell (2005:48)

⁴¹ Eriksson & Wiedersheim-Paul (2006:38)

⁴² Bryman & Bell (2005:49)

Yttre validitet handlar om hur resultaten från en undersökning kan tillämpas på andra situationer⁴³. Den yttre validiteten anses oberoende av den inre men det är viktigt att se till hur det empiriska materialet ser ut samt hur det samlats in.⁴⁴ Genom en god översikt över branschen har relevanta företag valts ut och slutsatser angående styrelsearbetet efter buyout har gjorts. Dock är detta en relativt liten och begränsad undersökning och den yttre validiteten blir inte lika stark jämfört med en stor undersökning.

Reliabiliteten handlar om tillförlitlighet och huruvida resultatet från en undersökning skulle bli detsamma om undersökningen skulle genomföras på nytt. En undersökning med hög reliabilitet anses vara oberoende av undersökare.⁴⁵ Reliabiliteten i denna studie kan anses vara låg. Detta på grund av det mindre urvalet av fallföretag.

2.5.2 GENERALISERBARHET

Den empiriska generaliserbarheten tar upp i vilken grad som faktiska förhållanden råder i det undersökta materialet.⁴⁶ Denna uppsats har inte som mål att få fram en empirisk generaliserbarhet då den endast utgår från ett fåtal intervjuer.

Den teoretiska generaliserbarheten handlar om huruvida arbetets resultat kan stärka en teori eller modell. Det innebär att en bedömning görs i vilken utsträckning resultatet från en studie kan vägleda en annan situation⁴⁷. Frågan om arbetets teoretiska referensram meningsfullt kan tillämpas på flera företag diskuteras i arbetets slutsats.

⁴³ Bryman & Bell (2005:49)

⁴⁴ Eriksson & Wiedersheim-Paul (2006:39)

⁴⁵ Eriksson & Wiedersheim-Paul (2006:40)

⁴⁶ Halvorsen (1992:95)

⁴⁷ Bryman & Bell (2005:508)

3 TEORI

Kapitlet inleds med en framställning av grundläggande teorier inom corporate governance. Corporate governance definieras, agentteorin och stewardshipteorin presenteras, vilket bidrar till att uppsatsen får en bred teoretisk grund. Vidare behandlas styrelsens och ägarnas roll i ett företag. Avsnittet avslutas med en framställning av tidigare forskning om hur private equity bolag styr sina företag. Presenterade grundläggande teorier och tidigare forskningsmaterial summeras och resulterar i studiens teoretiska referensram.

3.1 CORPORATE GOVERNANCE

Termen corporate governance kommer från det latinska ordet *corpus* och det antikgrekiska ordet *kybernao*. Översatt till svenska betyder orden kropp respektive styrning där företagets alla delar ses som en kropp och genom styrning ska få kroppen att gå i en viss riktning.⁴⁸

Corporate governance förklaras som relationen mellan styrelsen, ledningen och företagets ägare. Ledningens uppgift är att sköta den dagliga verksamheten för företaget medan styrelsen fungerar som en övervakare som kontrollerar verksamheten genom att utse ledningen. Den utvalda ledningen ska sträva efter att uppfylla ägarnas intresse. Historiskt sett var det oftast en och samma person som både styrde och ägde företaget. På senare tid har företag blivit allt större och har oftast ett flertal ägare, vilket har lett till en separation mellan kontrollerandet och ägandet av företag.⁴⁹ Detta fenomen kallas för corporate governance eller på svenska, bolagsstyrning. Corporate governance behandlar problem som uppstår mellan olika aktörer och hur dessa ska agera för att få sitt intresse i bolaget uppnått. En effektiv bolagsstyrning ska ge incitament åt styrelsen och ledningen för att få dessa att agera i ägarnas intresse⁵⁰.

Som tidigare nämnts fungerar styrelsen som övervakare för företaget. Utöver styrelsen finns det en mängd olika organ som fungerar som övervakare och därmed kontrollerar styrelsen. Revisorer analyserar och ser till att företagets räkenskaper

⁴⁸ Clarke (2007:1)

⁴⁹ Kim et al. (2009:4)

⁵⁰ Clarke (2007:2)

återspeglar företaget på ett rättvist sätt. Analytiker bildar sig en egen uppfattning av företaget som de sedan delar med sig av till allmänheten. Investmentbanker agerar som övervakare genom att de hjälper till att anskaffa kapital till företaget. Staten övervakar företag och styrelsen genom lagar och regleringar.⁵¹

Corporate governance brukar delas upp i två olika system, det marknadsorienterade systemet och det bankorienterade systemet. Det marknadsorienterade systemet härstammar från USA och Storbritannien och definieras som fria och fungerande kapitalmarknader där aktie- och lånefinansieringen är spridd och diversifierad. Kopplingen mellan ägare och ledning samt styrelse ses som relativt fri. Det bankorienterade systemet kännetecknas av att företag har starka band till individuella ägare och kreditgivare. Det finns ofta en inflytelserik ägare som är inblandad i företagets verksamhet. Företag i Sverige ligger mellan dessa två system med hög ägarkoncentration sammankopplat med ett starkt skydd för minoritetsägare.⁵²

3.2 AGENTTEORIN

Agentteorin behandlar relationen mellan ägarna och ledningen och hur eventuella konflikter kan lösas. Ägarna ses som principaler, då det är deras kapital som företaget använder sig av. Därför vill ägarna att ledningen ska förvalta detta kapital på bästa sätt. Ledningen blir därmed agenter som arbetar för ägarna.⁵³ Ett vanligt problem inom agentteorin är agentproblemet som behandlar den intressekonflikt som uppstår då ägarna och ledningen har olika avsikter med företagets residual. Ägarna vill erhålla avkastning på sina investerade pengar samtidigt som ledningen vill använda överskottet till exempelvis karriärmässig överlevnad, självständighet eller självförverkligande⁵⁴.

För att minimera ovanstående intressekonflikt kan ägarna använda två tillvägagångssätt; incitament samt övervakning. Syftet med incitament är att knyta ihop ledningens intresse med ägarnas intresse, vilket medför att dessa strävar mot samma mål.⁵⁵ Övervakning av ledningen sker genom att ägarna tillsätter en styrelse

⁵¹ Kim et al. (2009:6-8)

⁵² Alvensson & Sveningsson (2007:89-90)

⁵³ Alvensson & Sveningsson (2007:86-87)

⁵⁴ Alvensson & Sveningsson (2007:88)

⁵⁵ Kim et al. (2009:4-5)

samt att externa organ övervakar verksamheten. Dessa tillvägagångssätt utvecklas ytterligare nedan.

3.3 STEWARDSHIPTEORIN

Stewardshipteorin skiljer sig från agentteorin då denna teori menar på att ledningens motivation skapas genom att agera förvaltare av ägarnas kapital.⁵⁶ Denna förvaltande motivation kan jämföras med altruism. Agenterna, det vill säga ledningen, arbetar för att uppfylla principalernas krav och sätter organisationen i första hand, före sina egna personliga behov. På detta sätt uppstår inte några intressekonflikter mellan ledningen och ägarna då båda aktörers intresse uppfylls. Detta genom att ledningen maximerar aktieägarnas förmögenhet genom företagets resultat samtidigt som de maximerar sin egen nyttofunktion.⁵⁷ Tidigare studier grundar sig i rätt-eller-fel tänk där stewardshipteorin anses vara den rätta teorin jämfört med agentteorin⁵⁸.

Anledningen till att företaget inte främst använder sig av stewardshipteorin framför agentteorin beror på den risk ägarna måste utsättas för.⁵⁹ Detta val, mellan stewardshipteori och agentteori, kan jämföras med fångarnas dilemma. Om både ägarna och ledningen väljer att sträva efter ett stewardsperspektiv kommer detta att utmynna till en relation som kommer maximera eventuella prestationer. Samtidigt, om ägarna strävar efter en stewardrelation, men ledningen istället arbetar mot en agent-principalrelation, kommer detta leda till att ledningen kommer utnyttja sitt övertag. Ägarna blir då förrådade och gör allt för att bli av med ledningen. För att stewardshipteorin ska fungera måste därmed både ledningen och ägarna vara medvetna om vad de strävar efter samt sträva mot samma mål.

3.4 STYRELSEN

Styrelsen väljs ut av företagets ägare på dess bolagsstämma. Styrelsen ska övervaka och kontrollera företaget och dess ledning för att säkerställa att ägarnas intresse uppnås. Därmed är styrelsen ett organ för att minska separationen som uppstår mellan ägare och företagsledningen.⁶⁰ Enligt ABL kap. 8 § 4 är styrelsen ytterst ansvariga för

⁵⁶ Davis et al. (1997:21)

⁵⁷ Davis et al. (1997:24-25)

⁵⁸ Donaldson & Davis (1991:49)

⁵⁹ Davis et al. (1997:26)

⁶⁰ Alvesson & Sveningsson (2007:100)

företaget och har som huvuduppgift att förvalta företagets angelägenheter. Vidare ska styrelsen på regelbunden basis utvärdera ekonomin i företaget inklusive dess dotterbolag och övervaka att bokföring och ekonomiska förhållande kontrolleras på ett betryggande sätt.⁶¹ Styrelsen i stora företag ansvarar inte för det dagliga arbetet i organisationen utan delegerar ansvaret för den löpande verksamheten till företagsledningen. Styrelsens specifika uppgifter kan summeras enligt följande: anställa och avskeda företagsledningen, rösta om stora finansiella och stora operationella beslut, bidra med sin expertis till ledningen och säkerställa att information till aktieägarna är rättvist presenterad. Styrelsen har därmed en viktig funktion i ett företags bolagsstyrning.⁶²

3.5 STYRELSENS OLIKA ROLLER

Johnson et al. har konsoliderat forskningen som utförts om styrelsens roll i en organisation sedan år 1989. I artikeln delar Johnson et al. in styrelsens roller i tre breda kategorier: kontroll, service och resursberoende (fri översättning av resource dependence).⁶³

Kontrollrollen innefattar att styrelsen kontrollerar och övervakar, som tidigare nämnts, företagets förvaltning i syfte att säkerställa ägarnas intresse. Styrelsen har ett juridiskt ansvar att övervaka företaget och ta informerade beslut som ser till företagets bästa.⁶⁴ I vilken utsträckning styrelsen kan övervaka företagsledningen påverkas av styrelsens sammansättning av beroende och oberoende ledamöter gentemot VD:n.⁶⁵ Styrelseledamöter kan anses vara interna eller externa. Exempelvis är en intern styrelseledamot en ledamot som även arbetar i företagets ledning.⁶⁶ Forskning visar att externa styrelseledamöter är mer effektiva i dess kontroll av företagsledningen då externa styrelseledamöter anses vara mer oberoende av VD:n.⁶⁷ Detta anses medföra att intressekonflikter och lojalitet mot VD:n minskar och ökar därmed kontrollen av ledningen⁶⁸. I motsats till detta har det dock påvisats att interna ledamöter i styrelsen

⁶¹ Sveriges Rikes Lag, ABL kap. 8 § 4

⁶² Kim et al. (2009:42)

⁶³ Johnson et al. (1996:409 -411)

⁶⁴ Johnson et al. (1996:412)

⁶⁵ Johnson et al. (1996:416)

⁶⁶ Johnson et al. (1996:417)

⁶⁷ Johnson et al. (1996:418)

⁶⁸ Johnson et al. (1996:419)

inom vissa industrier kan leda till en mer effektiv kontroll på grund av dess expertis om produkten och branschen.⁶⁹

Att många företag är interrelaterade medför att det kan ifrågasättas hur oberoende en extern ledamot verkligen är. Detta medför att det är svårt för forskare att dra en tydlig slutsats om hur styrelsens sammansättning relaterar till styrelsen som ett kontrollorgan och företagets framgång.⁷⁰

Resultatet av forskningen om styrelsens sammansättning som ett effektivt kontrollorgan och dess påverkan på företagets resultat är ej koncistent. Kim et al. sammanfattar dock styrelsens komposition som överhängande mer effektiv som ett kontrollorgan om styrelsen är mindre i antalet ledamöter och har en majoritet av oberoende ledamöter.⁷¹

Styrelsen som en serviceroll innebär att styrelsen anses tillhandahålla support till ledningen och framförallt VD:n. Styrelsen ska med hjälp av sin expertis och erfarenheter om företagande och branschen vägleda företagsledningen genom strategiska frågor. Servicerollen är framförallt påtaglig i organisationer som har ett lägre behov av kontroll och övervakning.⁷² Även inom denna styrelseroll anses styrelsens storlek och sammansättning av interna och externa ledamöter ha betydelse för hur väl servicerollen fungerar för företagets framgång⁷³. Studier har visat att vikten av styrelsens serviceroll har varierande betydelse och påverkas av faktorer som företagets utvecklingsstadium, storlek och typ av industri som företaget verkar inom. Studier har även påvisat att entreprenöriella företag och företag som anses vara högteknologiska har ett större behov av servicerollen.⁷⁴

Styrelsen som en resursberoenderoll innebär att styrelsen är ett essentiellt organ för att kunna erhålla resurser som är viktiga för företaget. Alltså ses styrelsen som ett verktyg för ledningen att säkerställa resurser för företagets överlevnad. En resurs som

⁶⁹ Kim et al. (2010:49 - 50)

⁷⁰ Kim et al. (2010:48)

⁷¹ Kim et al. (2010: 48)

⁷² Johnson et al. (1996:424)

⁷³ Johnson et al. (1996: 426-427)

⁷⁴ Johnson et al. (1996:427)

framförallt klassas som viktig är kapital.⁷⁵ Detta innebär att ett företag lättare kan erhålla kapital om dess styrelseledamöter har goda kontakter med finansiella institutioner.⁷⁶ Den resursberoenderollen är framförallt viktig i unga mindre företag som på egen hand har svårt att erhålla kapital. En styrelseledamot kan även i detta avseende ha en signalerande effekt på dess omgivning då en styrelseledamot kan medföra att företaget uppnår en högre legitimitet, vilket i sin tur leder till att företaget lättare kan anskaffa viktiga resurser. Även som en resursberoenderoll har det påvisats att styrelsens sammansättning och storlek har betydelse för hur framgångsrikt företaget kan erhålla dessa viktiga resurser och uppnå framtida prestationshöjningar. Forskning har också visat på att styrelseledamöternas förhållande till andra företag har en betydande påverkan. Om en ledamot har styrelseuppdrag i flera företag upprättas en relation mellan dessa företag. Denna relation kan i sin tur ha en positiv påverkan på företagets förmåga att erhålla viktiga resurser.⁷⁷

3.6 STYRELSENS STYRNING AV FÖRETAGSLEDNINGEN

En av styrelsens uppgifter är, som tidigare nämnts, att få företagsledningen i en organisation att agera i enlighet med ägarnas intresse. En följd av att ledningens och ägarnas intresse sammanfaller är minskade agentkostnader. Enligt Blom et al. kan styrelsen använda sig av tre generella mekanismer: kontroll, incitament och lojalitet, för att styra och uppnå lojalitet i företagsledningen.⁷⁸

Kontrollrollen innebär att styrelsen övervakar ledningens prestation för att säkerställa att dess arbetsuppgifter uppfylls på ett tillfredställande sätt⁷⁹. Det finns flera organ som påverkar och bidrar till en ökad kontroll av ledningen. Externa revisorer, långgivare, investmentbanker, finansanalytiker och kreditvärderingsföretag är exempel på externa övervakande organ. Dessa bidrar till en ökad övervakning och kontroll av ledningen, men medför även att styrelsen inte kan påverka ledningen utifrån enbart eget intresse utan även att andra faktorer och krav inverkar på företagets ledning.⁸⁰

⁷⁵ Johnson et al. (1996: 427)

⁷⁶ Johnson et al. (1996:428)

⁷⁷ Johnson et al. (1996: 429)

⁷⁸ Alvesson & Sveningsson (2007:106)

⁷⁹ Alvesson & Sveningsson (2007:107)

⁸⁰ Kim et al. (2010:7-8)

Ett annat sätt att styra ledningen är att använda sig av olika former av incitament. Innebörden av incitamentsprogram är att ledningen får ökad ersättning om företaget uppnår uppsatta, och oftast långsiktiga, mål. Tanken med incitamentsprogram är att minska separationen mellan ledningen och ägarna och därmed minska agentkostnaderna. Det finns en mängd olika typer av incitament. Incitamenten är ofta aktierelaterade, som till exempel optionsprogram och stora aktieinnehav. Dessa aktierelaterade system bidrar till att ledningen får incitament att agera för en ökad kursutveckling, vilket ligger i linje med ägarnas intresse.⁸¹

Ytterligare ett sätt att styra ledningen är genom att skapa gemensamma värderingar. Önskade värderingar i organisationen uppnås genom att företagsledare rekryteras med utgångspunkt på deras tidigare erfarenheter, vilket ofta innebär att styrelsen rekryterar ledare internt inom den egna organisationen. Detta leder ofta till vad Blom et al. kallar homosocial reproduktion, där styrelsen rekryterar personer som är likasinnade dem själva till ledningspositioner. Dessa värderingar sprids i sin tur av ledningen ner genom organisationen. Resultatet blir att styrelsen säkerställer vissa normer och värderingar, alltså en önskad organisationskultur, som främjar ägarnas intresse.⁸²

3.7 ÄGARNAS ROLL

Ägarens roll ser olika ut beroende på ett företags organisationsform. Exempelvis ägs och styrs enskilda firmor av en och samma person, medan ägandet i handelsbolag är uppdelat solidariskt mellan ett antal ägare.⁸³

I organisationsformen aktiebolag är det aktieägarna som äger bolaget. Dessa kan ses ha två olika roller: ägare och investerare. Som ägare har dessa ett långsiktigt perspektiv gentemot företaget, förser bolaget med kapital och får sin belöning genom utdelningar från företaget. Investerarrollen skiljer sig från ägarrollen då aktieinnehavaren istället inte har något personligt intresse för företaget utan deras perspektiv är kortsiktigt och säljer sitt ägande så fort företagets aktier ökar i pris.⁸⁴

⁸¹ Alvesson & Sveningsson (2007: 108)

⁸² Alvesson & Sveningsson (2007:110 - 111)

⁸³ Kim et al. (2010:2)

⁸⁴ Swanson (1986:4)

I Sverige utgörs mycket av ägandet i företag av affärsgrupper. Affärsgrupper utmärks av flera aktieägare som med gemensamt kapital investerar i företag och är juridiskt oberoende, vilket skiljer affärsgrupper från andra företag.⁸⁵

En aktieägare kan utnyttja sitt ägande genom sin rösträtt. Aktier medför en rösträtt, vilket leder till att större ägare har större makt. Denna rösträtt kan användas på bolagsstämman där val av styrelse behandlas. Aktieägare med ett mindre innehav har svårt att påverka dessa beslut. Detta då aktiebolag ofta består av en mängd olika aktieägare varav ett begränsat antal av dessa besitter stora innehav. Stora aktieägare, som exempelvis private equity bolag, får därmed lättare sin vilja igenom på bolagsstämman.⁸⁶

3.8 BAKGRUND OM PRIVATE EQUITY BRANSCHEN

Riskkapital är ett samlingsbegrepp för investeringar i företags egna kapital och omfattar både noterade och onoterade företag. Riskkapital används ofta något felaktigt som synonym för private equity.⁸⁷ Private equity innebär olika typer av investeringar och tillskott av kapital i onoterade bolag och kan även innebära ett totalt uppköp från börsen. Utmärkande för private equity investeringar är ett relativt kortsiktigt ägande, 4-7 år, med ett aktivt ägandeskap.⁸⁸ Private equity företag investerar i bolag som har god tillväxt- och utvecklingspotential. Med tillgång till kapital och ett aktivt engagemang har private equity investerare som mål att skapa långsiktigt lönsamma och varaktiga företag.⁸⁹ Med ett långsiktigt agerande, trots ett kortsiktigt ägande, och ökad lönsamhet kan private equity investeringar höja värdet på det förvärvade bolaget för att sedan sälja bolaget med vinst. Risken och framgången med operationen delas med eventuella övriga delägare och ledningen i det förvärvade bolaget. Private equity handlar således inte om att på kortast möjliga tid tömma och stycka upp bolag, vilket är en bred uppfattning bland allmänheten.⁹⁰ Per Strömberg, forskare på Handelshögskolan i Stockholm uttrycker följande om private equity till

⁸⁵ Collin (1998:721)

⁸⁶ Berk & DeMarzo (2010:9)

⁸⁷ www.svca.se (2010-11-23)

⁸⁸ www.svca.se (2010-11-23)

⁸⁹ www.svca.se (2010-11-23)

⁹⁰ www.svca.se (2010-11-23)

Dagens Nyheter: ”Snabba klipp är ovanliga, tvärtemot vad många tror. Normalt är att private equity fonderna har ett tioårsperspektiv.”⁹¹

Private equity investeringar delas upp i tre olika kategorier: affärsänglar, venture capital och buyout capital. Affärsänglar innebär att privatpersoner investerar och tillför affärsmässig kunskap till onoterade företag med tillväxtpotential. Venture capital kännetecknas av investeringar i små till mellanstora företag som befinner sig i startfasen eller i ett tidigt skede av expansionsfasen.⁹² Venture capital lämpar sig för nystartade företag som har svårigheter att få banklån och visar lågt kassaflöde, vilket medför svårigheter att utföra ränte- och amorteringsbetalningar. Buyout capital kännetecknas av investeringar i äldre, mognare företag som behöver tillskott av kapital för att kunna fortsätta utvecklas. Buyout capital agerar därmed som en katalysator för ett företag som behöver utveckla verksamheten, exempelvis genom förvärv eller expansion i produktlinjer.⁹³ I denna studie ligger fokus på buyout capital och dess konsekvenser för bolagsstyrning.

Buyouts har i Sverige under de senaste åren ökat kraftigt. Detta är ett resultat av en allt högre grad av globalisering, vilket har medfört en hårdare konkurrens och större krav på företagen. Detta leder i sin tur till att många etablerade företag tvingas effektivisera sin verksamhet och lägga ökad fokus på kärnverksamheten. På grund av dessa förändringar i företagsklimatet har buyouts ökat i etablerade företag, såsom familjeföretag som står inför generationsskifte alternativt divisioner inom en koncern som inte längre tillhör kärnverksamheten.⁹⁴

Summan ett private equity bolag betalar till det förvärvade företaget är en kombination av eget kapital samt banklånsfinansiering som tillförs det förvärvade bolaget. Av denna summa är andelen banklån oftast högre än andelen eget kapital. Efter att buyouten är genomförd och kapitalet är tillfört börjar private equity företaget implementera tydliga finansiella och operationella mål, primärt med fokus på den operationella utvecklingen, som exempelvis långsiktiga strategier och fokus på

⁹¹ www.svca.se (2010-11-23)

⁹² www.svca.se (2010-11-23)

⁹³ www.svca.se (2010-11-23)

⁹⁴ www.svca.se (2010-11-23)

kärnverksamheten. Målet är att skapa starkare och effektivare företag och därmed höja värdet på det förvärvade företaget.⁹⁵

Private equity företagen bidrar inte endast med kapital. Som ägare har de möjligheten att gå in i företag och implementera ett antal positiva särdrag från de privata samt de publika ägarstrukturerna, vilka belyses i ett flertal forskningsrapporter.⁹⁶ Genom aktivt ägande bidrar företaget med expertkompetens inom det specifika området, erfarenhet om företagande och ägarstyrning samt trovärdighet hos investerare och banker⁹⁷. Private equity företaget engagerar sig i stor utsträckning i det förvärvade företags styrelsearbete, vilket leder till att företagsledningen även påverkas. Private equity företag engagerar sig även i strategiska frågor för att påverka det förvärvade företags utveckling i den riktning som de finner önskvärd. Vanligtvis kan private equity bolaget även bidra med ett nätverk av relationer med samarbetspartners, kunder och potentiella investerare i eventuella framtida finansieringsrundor.⁹⁸

Många av fördelarna med private equity kan knytas till det ovanstående stycket. Vidare kan en private equity investering i ett företag betyda en kraftig ökning i resurser tillgängliga för investeringar, vilket i sin tur leder till snabbare utveckling och en större ekonomisk trygghet. Private equity företag tillför tydliga mål för det förvärvade företaget och bidrar med styrelseledamöter som ser till att ledningen har den kompetens och kunskap som krävs för att uppnå uppsatta mål.⁹⁹

Nackdelar med private equity är att kravet på avkastning och en snabb tillväxt kraftigt ökar, vilket kan leda till en högre benägenhet bland ledningen och styrelsen.¹⁰⁰ Dessa högre krav medför större press på ledningen, vilket kan leda till att delar av ledningen byts ut inför en utvecklingsfas. Utöver dessa nackdelar kan det, som ovan nämnts, uppmärksammas att private equity fokuserar på långsiktigt hållbart resultat, men planerar samtidigt för en exit inom 4-7 år, för att sedan investera i nya projekt och företag. Detta kan leda till en ”krock” mellan ett relativt kortsiktigt mål och det långsiktiga drivandet.

⁹⁵ www.svca.se (2010-11-23)

⁹⁶ www.svca.se (2010-11-23)

⁹⁷ www.svca.se (2010-11-23)

⁹⁸ www.svca.se (2010-11-23)

⁹⁹ www.svca.se (2010-11-23)

¹⁰⁰ www.svca.se (2010-11-23)

Investerare förväntar sig en avkastning på private equity investeringar som ligger cirka tre till fyra procent över börsindex. Vidare förväntas investeringar i private equity företag ge en årlig avkastning på 12-15 procent.¹⁰¹ Trenden är dock att buyout-investeringarnas avkastning kommer minska framöver, detta beror framförallt på ökad global konkurrens. Noterbart är att det råder en viss osäkerhet kring den statistik som finns tillgänglig beträffande private equity-investeringars avkastning. Anledningen till detta har sin grund att tillgången på information bygger på frivillig rapportering och att marknaden har en relativt kort historik.¹⁰²

Private equity företag är ofta strukturerade i fonder som främst utgörs av större institutionella investerare. Varje fond sköts normalt av ett managementteam som har som uppgift att identifiera onoterade bolag att investera i, utveckla dem samt höja värdet med hjälp av ett aktivt ägarskap, för att sedan inom 4-7 år period sälja företaget. Merparten av private equity fonderna är strukturerade som kommanditbolag. Anledningen till detta är för att kunna attrahera internationella investerare på ett juridiskt och skattemässigt plan.¹⁰³

3.9 PRIVATE EQUITY FÖRETAGENS KRITERIER OCH KRAV VID BUYOUTS

Med en årlig avkastning på två till tre procent över börsindex i svenska buyout fonder under de senaste tio åren har intresset för buyouts och private equity ökat. Detta har medfört att riskkapitalbolagen fått ett ökat ansvar för att investera i potentiella lönsamma företag och bilda företagsportföljer. Att noga granska och analysera potentiella företag är därför det mest grundläggande för företag inom investeringsbranschen.¹⁰⁴ Private equity bolagen får avkastning från räntor, utdelning och genom realisationsvinster vid avyttring av portföljbolag. Det är därför viktigt för företagen att genom investeringskalkylering avgöra om en framtida investering kommer att vara lönsam och generera framtida avkastning.¹⁰⁵

¹⁰¹ www.svca.se (2010-11-23)

¹⁰² www.svca.se (2010-11-23)

¹⁰³ www.svca.se (2010-11-23)

¹⁰⁴ www.svca.se (2010-11-23)

¹⁰⁵ www.svca.se (2010-11-23)

Burner (2004) nämner att bolag endast är intresserade av att investera i företag som har en bra tillväxtpotential. Många gånger är anledningen till att tillväxten stannar upp i ett bolag avsaknaden av kapital. Private equity bolag kan genom att bistå med kapital öka dessa företags tillväxt.¹⁰⁶

Burner (2004) menar vidare att en stark position på marknaden är ett viktigt kriterium som bolagen ska beakta. Kriteriet för en stark marknadsposition kan uppfyllas genom att investeringsobjektet är unikt, har en hållbar konkurrensfördel eller har en viss teknisk höjd.¹⁰⁷

Ytterligare ett kriterium som bolag undersöker vid en potentiell investering är hur väl ledningen utför sitt arbete och hur ett samarbete mellan ledningen och private equity företaget skulle kunna utformas. Detta samarbete är nyckeln till att utöva styrning som i sin tur leder till företagets utveckling. Att få kontinuitet och stabilitet i ledarstrukturen anses vara betydande för att inte få för stora och ej förutsebara förändringar. Grundläggande är även att ledningen innehar kompetens, engagemang och är aktiva i sitt arbete.¹⁰⁸

3.10 HUR STYR PRIVATE EQUITY SINA FÖRETAG?

Jensen (1989, 1993) kritiserar strukturen på publika företag. Han menar att lagar och andra begränsningar skapar onödiga restriktioner för publika företag. Detta har medfört en ineffektiv corporate governance struktur samt brister i incitamentsprogram till ledning. Vidare menar Jensen att private equity ägarstrukturen är en mer effektiv företagsstruktur, där ledningen innehar ett signifikativt ägandeskap och där ägandeskapet är mer koncentrerat.¹⁰⁹ Ledningens ägandeskap kan dock i vissa fall leda till att dessa blir mer riskaverta, vilket exempelvis kan medföra att ledningen inte vågar satsa på potentiellt lönsamma investeringarna.

En av de första sakerna som private equity företag förändrar i ett förvärvat företag är dess styrelse. I de flesta fall har private equity företaget krav på representation i styrelsen. Ofta väljs en helt ny styrelse ut alternativt nominerar private equity bolaget

¹⁰⁶ Bruner (2004:5)

¹⁰⁷ Bruner (2004:6)

¹⁰⁸ Bruner (2004:6-7)

¹⁰⁹ Cuny & Talmor (2007:631)

stora delar av styrelsen. Undersökningar visar att den gamla styrelsen varken kan eller vill göra de förändringar som krävs för att skapa incitament för ledningen att agera i ägarnas intresse, vilket understryker vikten av styrelsebytet.¹¹⁰ Det är också vanligt förekommande att externa ledamöter sitter i styrelsen för private equity företagets del. Dessa personer ska tillföra ett nätverk och vägleda verksamheten, med ett nära samarbete med företagsledningen, för att uppnå uppsatta mål.¹¹¹

Studier visar att private equity företag föredrar att styrelsen, i dess förvärvade bolag, är mindre till antalet än den genomsnittliga styrelsen. Anledningen till denna begränsning av storleken är för att kunna arbeta i mindre och mer effektiva grupper och på så sätt komma närmre företagets operativa drift.¹¹² Generellt är styrelsen dominerad av personer med ägandeskap i företaget eller personer som representerar ägarna, såsom anställda från ett private equity företag. Ägandeskapet tenderar att vara mer koncentrerat i ett företag med ett private equity bolag som huvudägare, vilket påverkar styrelsens sammansättning. Private equity företagen föredrar även att styrelsen domineras av personer med lång erfarenhet av den specifika branschen eller har utbred erfarenhet av private equity branschen.¹¹³

Koncentrationen av ägandeskapet, med stora aktiva ägare, leder till att styrelsen ofta är mer involverad och inflytelserik i utformandet av strategi, utveckling av framtidsplaner och spelar en viktig roll för effektiviteten av företagets övervakning¹¹⁴. Påverkan på styrelsen blir mer uttalat när det förvärvade företagets ledning är vald av private equity företaget, då detta tenderar att innebära att ledningen har ett betydelsefullt ägandeskap i företaget. Ägandeskapet ger ett incitament för ledningen och styrelsen att arbeta tätare tillsammans, vilket reducerar risken för agentproblemet.¹¹⁵ Att agentproblemet i bolag ägda av private equity företag inte är lika vanligt förekommande återkommer i flera vetenskapliga artiklar. Orsaken till denna minskning är att intressekonflikten mellan ägare, styrelse och ledning inte är lika påtaglig, då alla tre delar ägarnas syn på företaget.¹¹⁶

¹¹⁰ Cuny & Talmor (2007:638)

¹¹¹ Cuny & Talmor (2007:631)

¹¹² Kelly (2007:6)

¹¹³ Millson & Ward (2005:77)

¹¹⁴ Millson & Ward (2005:77)

¹¹⁵ Wruck (2008:12)

¹¹⁶ Chung et al. (2010:6)

Private equity företag byter ofta ut ledningen i de förvärvade företagen. Detta beror på att styrelsen väljer ledning och med en nytillsatt styrelse krävs ofta en ny ledning. I vissa fall sitter den gamla ledningen kvar, vilket kan leda till problem och ökade svårigheter för private equity företaget att styra bolaget på önskat sätt. Den kvarsittande ledningen kan även ha en hög grad av lojalitet mot tidigare ägare, vilket innebär att agentproblemet ökar. Private equity företagen implementerar oftast, som tidigare nämnts, att ledningen har signifikativt ägandeskap i företaget. Detta skapar ett större incitament för ledningen att agera i ägarnas intresse. Private equity företag tenderar att arbeta med erfarna personer i ledningsgruppen som är färre till antalet. Undersökningar visar dessutom att erfarna ledningsgrupper, vars medlemmar tidigare har arbetat tillsammans uppnår ett högre resultat tillsammans.¹¹⁷ Private equity tenderar även att ha bonus till mellanchefer samt provision knutna och baserade på den specifika avdelningens resultat. Dessa chefer får därmed ett större incitament att agera i ägarnas intresse, då parterna på olika nivåer strävar efter samma mål.¹¹⁸

Private equity företag arbetar ofta med en större öppenhet gentemot sina ägare. Detta faller sig naturligt då ägarna är representerade i styrelsen i en högre utsträckning än i publika företag. Detta i kombination med att ledningen, som utses av styrelsen, ofta utgörs av personer som private equity företaget nominerat och som även ofta innehar en del utav ägandet i företaget.¹¹⁹

När private equity företag gör en buyout kännetecknas styrningen av en aktiv övervakning i form av kontroller och rapportering av det förvärvade bolaget. Framförallt visas detta aktiva övervakande i det initiala skedet efter buyouten. De första hundra dagarna anses som viktiga för att göra de strategiska, operativa samt finansiella förändringar som private equity företaget vill göra. Under detta skede sker normalt även bytet av styrelsen och ledningen.¹²⁰

Private equity företag har även andra sätt att styra företag i önskad riktning. Ett sätt är att styra företaget är med hjälp av skulder. Det är förekommande att buyouts är

¹¹⁷ Millson & Ward (2005:79)

¹¹⁸ Millson & Ward (2005:76)

¹¹⁹ Millson & Ward (2005:77)

¹²⁰ Wright et al. (2009:963)

finansierade med en andel lån från finansiella institutioner.¹²¹ Jensens (1986, 1989) Free Cash Flow teori resulterar i denna form av buyout. Detta ger ett ökat incitament att investera i projekt som genererar lönsamma resultat och därmed minskas antalet investeringar i ineffektiva projekt.¹²² En minskning av investeringar i ineffektiva projekt leder i sin tur till en minskning av agentkostnader. På detta sätt kan private equity företaget åstadkomma en betydligt bättre bolagsstyrningsstruktur i det förvärvade företaget.¹²³ Ovanstående styrning kan även ses som en form av hårdare ekonomistyrning som private equity företaget utnyttjar för att styra företaget i önskad riktning.

Det finns skillnader i potentiella faror för ledningen i publika jämfört med privata företag. Publika företag hotas ständigt av uppköp från marknaden, vilket indirekt påverkar ledningens arbete. Företag med private equity bolag som ägare upplever inte samma hot och slipper därmed att oroas för ett eventuellt uppköp. Dock kan detta ställas i relation till att många författare inom private equity området är anglosaxiska vilket kan innebära att det inte behöver vara ett stort hot för svenska företag. Detta medför att företaget inte behöver lägga ner resurser på att skydda sig, vilket tillåter ledningen, för dessa företag, att arbeta närmare sin verksamhet för att nå sina strategiska mål.¹²⁴

Näs (2007) menar att private equity företag som ägare skiljer sig från traditionella ägare när det kommer till värdeskapande i företag.¹²⁵ Private equity företagens tidshorisont är tillräckligt lång för att kunna implementera planerade förändringar och är samtidigt tillräckligt kortsiktiga för att ledningen ska kunna vara uthållig i genomförandet i förändringsprocessen. Företag som ägs av traditionella ägare tenderar att planera antingen för kortsiktigt eller för långsiktigt, vilket gör det svårt att identifiera ett tydligt mål.¹²⁶

Studier visar att en del av de förvärvade bolagens framgångar kan härledas till att ledningen, på grund av mer kortsiktigt tänkande, är mer benägna att ta risker i sina

¹²¹ Wright et al. (2009:359)

¹²² Nikoskelainen & Wright (2007:512)

¹²³ Nikoskelainen & Wright (2007:517)

¹²⁴ Kelly (2007:7)

¹²⁵ Grubb & Jonsson (2007:4)

¹²⁶ Grubb & Jonsson (2007:4)

investeringar. Ökad företagsrisk kan medföra en mer lönsam verksamhet, men medför även en ökning av potentiella förluster. En del av de förvärvade bolagens värdestegring och framgångar kan bero på att den nya ledningen varit mer effektiv i att finna nya och mer lönsamma möjligheter.¹²⁷

Nedan presenteras en sammanställning över viktiga punkter ur vetenskapliga artiklar som ligger till grund till teorin om bolagsstyrningen inom private equity ägda företag. Noterbart är att artiklarna inte alltid studerar exakt samma område inom private equity och kan därför ha olika infallsvinklar. Nedanstående punkter är utplockande för att de belyser aspekter om bolagsstyrning relevanta för att besvara syftet med uppsatsen. Dessa artiklar ger en förhållandevis samlad uppfattning om hur bolagsstyrningen fungerar inom företag som är ägda av private equity bolag. Återkommande i flertalet artiklar är att styrelse och ledning innehar ett signifikant ägandeskap som minskar agent-principalproblemet, mindre antal ledamöter i styrelsen samt att private equity företagen ofta tillför representanter till styrelsen med stor expertis om den aktuella branschen.

Millson, R & Ward, M
Ökad öppenhet gentemot ägarna från private equity företagets håll
Private equity företag har i de flesta fall representation i styrelsen
Ägandeskap är i högre grad koncentrerat i private equity ägda bolag än i vanliga publika bolag
Styrning med hjälp av skulder ger ökade incitament att investera rätt, distressed cost samt minskar wasteful projects
Försöker minska agentkostnader

Wruck, K. H
Den typiska styrelsen i ett private equity företag har relativt få ledamöter.
Styrelsen tenderar att innehålla personer med stor erfarenheter av den specifika branschen eller private equity industrin
Genom att styrelsen och ledningen innehar stora poster av ägandeskap minskar riskerna för agent-principal problem

Wright, M; Amess, K; Weir, C; Girma, S
Hög andel ägandeskap i företaget hos styrelsen och ledningen

Cuny, CJ; Talmor, E
Den nuvarande styrelsen varken kan eller vill göra de förändringar som krävs för att skapa incitament för ledningen att agera i ägarnas intresse, vilket kräver ett byte av styrelse när private equity förvärvar ett företag
Utbyte av styrelsen krävs för att lösa de corporate governance problem som uppstår och begränsar publika företag
Företag som blivit uppköpta av private equity företag har ofta ett mer signifikant och koncentrerat ägandeskap och uppnår därför en bättre och effektivare företagsstruktur

¹²⁷ Millson & Ward (2005:77)

Chung, J; Sustersic, J; Wang, Y; Weisbach, M; Yonker, S; State, O
Agent-principal problemet är inte lika vanligt i private equity ägda företag på grund av ett koncentrerat ägandeskap och en ledning som har en mer betydande ägande roll
Publika företag som blir uppköpta av private equity bolag minskar sina agentkostnader
Genom mer kortsiktigt tänk gör den nya ledningen fler riskfyllda investeringar
Nikoskelainen, E; Wright, M
Buyouts som är finansierade delvis av lån skapar ett effektivt corporate governance system. Genom skuldsättning måste ledningen investera i lönsamma projekt för företaget
Private equity företag ställer normalt krav på det uppköpta företaget om viss närvaro i styrelsen eller alternativt rätten att bestämma styrelseordförande
Hög andel ägandeskap ger private equity företaget möjlighet att genom en aktiv representation i styrelsen kontrollerar strategin för företaget. Dock så minskar behovet av kontroll när ledningen innehar ett eget ägande i företaget
Kelly, M.P.
Private equity företag förlitar sig vanligen på små, smidiga styrelser vars ledamöter kommer främst från private equity företaget eller personer med speciell expertis
Utomstående som sitter i styrelsen för private equity ägda företag är ofta erfarna och väldigt duktiga ledare som känner branschen väl. De tillför värdefulla kontakter, fokuserad vägledning och arbetar nära företagens ledning för att uppnå uppsatta mål
Stor kunskap om branschen och erfarenhet inom operativ drift av verksamheter är kvaliteter som eftersöks av private equity företag till deras styrelser
Grubb, M; Jonsson, S
Private equity företag har en tidshorisont som är tillräckligt lång för att kunna implementera förändringar samt tillräckligt kort för att ledningen ska ha kraft att genomföra planerade förändringar. I företag som ej ägs av private equity företag tenderar planeringar att vara för kort eller för lång och det är svårt att hitta ett bra mellanläge
Organisationsförändringar sker normalt efter att ett private equity företag har förvärvat ett annat företag. Detta ger en möjlighet för företaget att omstrukturera sig och utnyttja sina resurser bättre och mer effektivt. En möjlighet som förmodligen inte hade uppstått annars
Shourun G; Edith S. Hotchkiss; Weihong S
Skuldfinansierade transaktioner skapar värde
Förvärvade företag kan genom effektivare operativt arbete öka sina marginaler, avveckla olönsamma produktionslinjer och använda frigjort kapital till mer lönsamma investeringar
Värdeökning på grund av förändring i ledning och styrelse skapar nya möjligheter som inte fanns tidigare

Tabell 3.1 Sammanställning av viktiga punkter från forskningsartiklar inom private equity

3.11 TEORETISK REFERENS RAM

I den teoretiska referensramen ges en abstraktion av hur de svenska private equity bolagen arbetar med bolagsstyrning i förvärvade företag. Vidare presenteras fördelar med private equity strukturen och vad som bidrar till att private equity företagen kan uppnå visat resultat.

3.11.1 VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING

När ett private equity företag gör ett förvärv påbörjas en förändringsprocess för att utveckla det förvärvade bolaget i önskad riktning. Förändringar kan påkallas av exempelvis ett generationsskifte eller avknoppningar av divisioner som inte längre tillhör ett företags kärnverksamhet. Målet med förvärvet är att skapa långsiktigt lönsamma och varaktiga företag med syftet att höja värdet på förvärvade företag. Långsiktigt drivande och kortsiktigt ägande i kombination med ökad lönsamhet medför att värdet på det förvärvade företaget höjs, vilket i sin tur gör det möjligt för private equity företaget att sälja med vinst.

Ägarna i ett företag kan utgöra två olika roller, antingen ägare eller investerare. Private equity företag utgör den senare rollen av ägandeskapet. Deras investeringshorisont är normalt kortare än traditionella ägare och belöning sker främst genom ökat värde. Ägare kan utnyttja sin rösträtt för att påverka styrelsen, därmed har stora ägare och investerare lättare att få igenom sin vilja på bolagsstämman. Vidare kan ett private equity företag, med ett stort ägandeskap och ett nära samarbete med sitt förvärvade företag, påverka de strategiska, operativa och finansiella målen.

Private equity företag som ägare skiljer sig från traditionella ägare när det kommer till värdeskapande i företag. Deras tidshorisont är tillräckligt lång för att kunna implementera planerade förändringar och är samtidigt tillräckligt kortsiktiga för att ledningen ska kunna vara uthållig i genomförandet i förändringsprocessen.

Efter att ett private equity företag gjort en buyout följer den så kallade värdeskapande processen. Under denna process har private equity företaget möjlighet att förändra och påverka det förvärvade företaget.

En buyout och den efterföljande processen skapar ett tillfälle för private equity företag att implementera sina strategiska mål och operativa tillvägagångssätt hos det förvärvade företaget. Exempelvis kan detta medföra ett fokusskifte i företagets strategi med bland annat en ökad fokus på kärnverksamheten, vilket ofta innebär att produktlinjer avvecklas. Därmed skapas en möjlighet för det förvärvade företaget att utvärdera sin verksamhet och ger en möjlighet att omstrukturera och effektivisera utnyttjandet av dess resurser.

3.11.2 BOLAGSSTYRNING

En effektiv bolagsstyrning skall ge incitament åt styrelsen och ledningen att agera i ägarnas intresse. Ägarna har utsett styrelsen för att övervaka verksamheten. Detta inbegriper att kontrollera och bevaka verksamheten, utse en företagsledning och se till att ledningen uppfyller ägarnas intresse. Alltså kontrollerar styrelsen att ägarnas kapital används på rätt sätt, det vill säga skapar avkastning på dess kapital genom en värdeökning av bolaget eller genom utdelning, samt kontrollerar att företagets resurser inte utnyttjas för ledningens egen vinning. Detta innebär att styrelsen är det primära organet för att begränsa agentproblemet. Ledningens uppgifter är i sin tur att sköta den dagliga operativa verksamheten och ska förvalta ägarnas kapital på ett sätt som främjar ägarnas intresse, det vill säga höja värdet på företaget. Agentteorin behandlar intressekonflikten om företagets residual som uppstår i relationen mellan ägare och ledningen.

Ovanstående övervakningsdilemma behandlas även av stewardship-teorin som belyser hur ledningens motivation skapas genom att agera förvaltare för ägarnas kapital. Ledningen arbetar för att uppfylla principalernas krav och sätter därmed organisationens mål före personliga mål. På detta sätt minskar risken för intressekonflikter mellan ledningen och ägarna då båda aktörers intresse uppfylls. Ledningen maximerar aktieägarnas förmögenhet genom företagets resultat samtidigt som de maximerar sin egen nyttofunktion. En komplikation uppstår om ägarna strävar efter en stewardrelation och ledningen strävar efter en agent-principal-relation. Intresseskillnaden uppstår främst när ledningen inte innehar tillräckliga incitament för att vilja maximera företagets resultat.

Private equity företag hanterar agentproblematiken genom att använda ägandeskap i företaget som det viktigaste styrmedlet. Med ett signifikant ägandeskap, representerat i styrelse och ledning, kan private equity företaget minimera agentkostnaderna. Ägarnas, styrelsens och ledningens intressen blir därmed sammanflätande och har ett incitament att arbeta mot samma mål. Genom att uppmuntra och ibland kräva att ledningen ökar sitt ägandeskap i företaget kan private equity företag öka incitamenten för ledningen att arbeta mot ägarens intresse. Därmed bör ledningen bli mer benägen

att maximera aktieägarevärdet. Detta resulterar alltså i minskade agentkostnader genom ett förenat incitament, att gemensamt prestera i den önskvärda riktningen.

Utöver ovanstående resonemang styr styrelsen och private equity företaget ledningen primärt på tre olika sätt. Private equity företagen styr ofta sina förvärvade företag genom att utse en ny ledning. Detta då tidigare ledningen kan ha lojalitet mot sina gamla ägare, vilket kan leda till att agentproblemet ökar. Kontrollen över ledningens prestation sker vanligtvis genom en detaljerad och målstyrd rapporteringsprocess, men det kan även innefatta mål i form av nyckeltal och kassaflöden. Övervakning sker även av andra intressenter såsom banker och revisorer som exempelvis övervakar företaget via ekonomiska rapporter och uppnådda nyckeltal. Vidare styrs ledningen via incitamentsprogram. Incitamentsprogrammen innebär att ledningen får en ökad ersättning om företaget uppnår uppsatta, ofta långsiktiga, mål. Detta ger ledningen incitament att agera för en ökad aktiekursutveckling. Incitamentsprogrammen bidrar till ett närmare samarbete mellan styrelse och ledning, vilket reducerar risken för att agentproblem ska uppstå.

Jensen menar att private equity företags ägarstruktur är bättre än publika företags ägarstruktur. Detta då private equity företag slipper många restriktioner och slipper följa vissa legala som är tvingande för publika företag. Därför kan private equity företag ibland ha mer effektiva incitamentsprogram jämfört med publika företag. Private equity företags portföljbolag behöver generellt sätt oroa sig mindre för uppköpsshot än andra företag. Detta medför att ledningen kan få en annan trygghet och kan arbeta mer med de strategiska målen.

Styrelsen kan styra ledningen genom att skapa och upprätthålla önskvärda värderingar. Detta uppnås genom att företagsledare rekryteras beroende på deras tidigare erfarenheter. Denna rekrytering sker ofta internt och leder till vad Blom et al. kallar homosocial reproduktion, vilket betyder att styrelsen rekryterar personer som är likasinnade till ledningspositioner. På detta sätt kan styrelsen styra de värderingar som sprids i organisationen. Indirekt bidrar detta till en organisationskultur som främjar ägarnas intresse.

3.12.3 STYRELSESAMMANSÄTTNING

Styrelsen primära uppgift är att kontrollera och övervaka företagets förvaltning för att säkerställa att ägarnas intresse åtföljs. De ska anställa och eventuellt avskeda ledningen, de bör bidra med expertis till ledningen och de skall säkerställa att informationen till aktieägarna blir rättvist presenterad. Sistnämnda punkten bidrar till att private equity företag generellt arbetar med en större öppenhet gentemot sina ägare. Forskning tyder på att externa styrelseledamöter är mer effektiva i dess kontroll av ledningen, då externa ledamöter anses vara mer oberoende av VD:n. Det har även påvisats att ledamöter i styrelsen som innehar stor erfarenhet och expertis inom branschen kan bidra till en mer effektiv kontroll av företaget. Antalet ledamöter är även en faktor som kan påverka en styrelse som kontrollorgan. Kim et al. (2010) menar att en mindre styrelse till antalet ledamöter och som består av oberoende ledamöter är överhängande mer effektiv som kontrollorgan.

Studier visar att ett private equity företag tenderar att arrangera styrelser i förvärvade bolag i enlighet med ovanstående forskning. Efter ett inträde av ett private equity företag utses ofta en helt ny styrelse till det förvärvade företaget. Private equity företagen är aktiva ägare som genom ett koncentrerat ägandeskap påverkar och styr företaget i önskad riktning. Private equity företagen har normalt en stark representation i styrelsen, ofta på de viktigaste posterna som till exempel ordförande. Representationen i styrelsen är en förutsättning för att kunna påverka företaget och nå uppsatta mål med förvärvet. Utifrån ett private equity perspektiv tenderar styrelsen att vara sammansatt av ett mindre antal personer, personer med stor erfarenhet från antingen private equity branschen eller den branschen det förvärvade företaget verkar inom. Dessutom tenderar styrelser att utgöras av en stor andel externa ledamöter, med ett antal som representerar private equity företaget. Ovanstående punkter resulterar i att styrelsen visar större öppenhet gentemot ägarna och är mer involverad och inflytelserik i utformandet av strategier, framtidsplaner och övervakning än traditionella styrelser.

Styrelsen som en serviceroll innebär att styrelsen anses tillhandahålla support till ledningen och framförallt VD:n. Styrelsen ska med hjälp av sin expertis och erfarenheter om företagande och den aktuella branschen agera rådgivande och vägleda företagsledningen genom strategiska frågor. Servicerollen har varierande

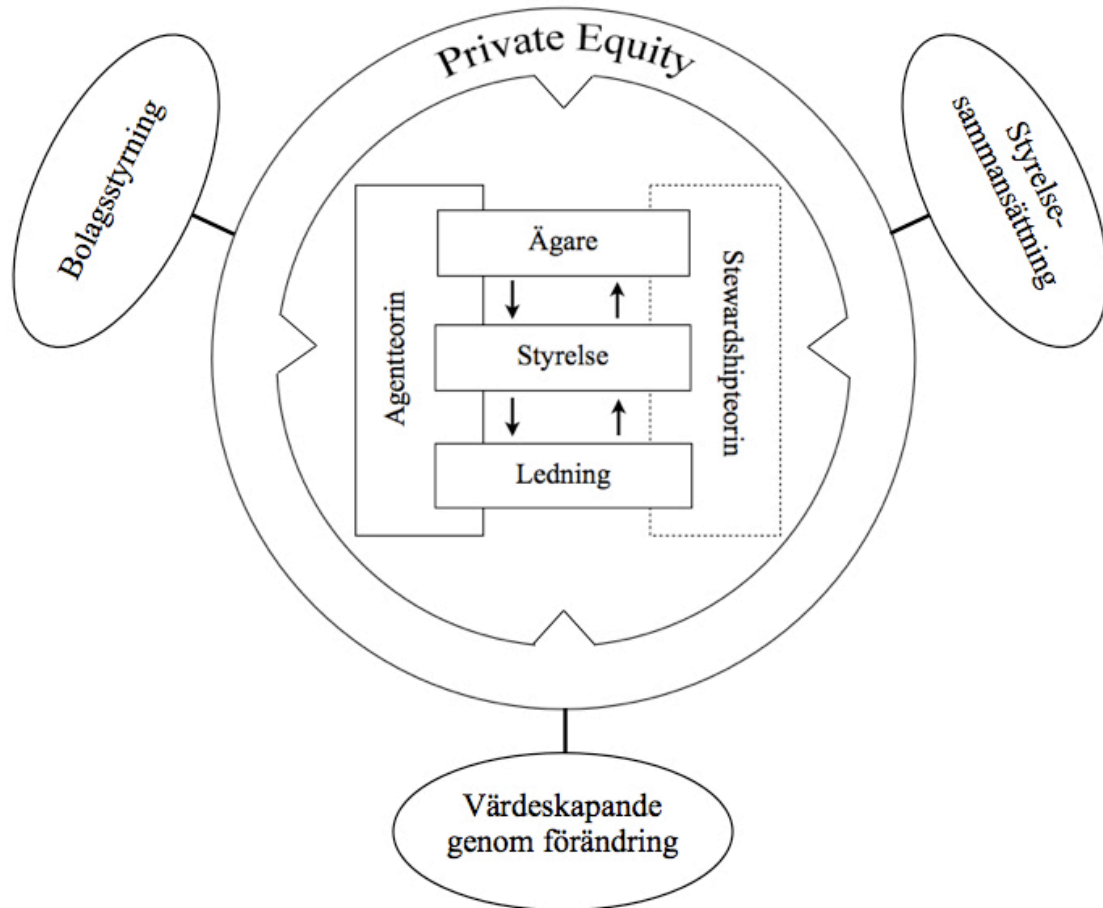
betydelse beroende på företaget, bland annat företagens utvecklingsstadium, bransch samt storlek. Servicerollen är mest påtaglig i organisationer med lägre behov av kontroll och övervakning.

Vidare ska styrelsen aktivt påverka och leda företaget. Detta sker genom att private equity bolag ofta utser en ny VD och genom att styrelsen engagerar sig i det operativa, strategiska och finansiella arbetet. Styrelsen kan även styra ledningen genom att skapa grundläggande värderingar som genomsyrar hela organisationen. Detta uppnås genom att rekryteringen av ledning baseras på önskade värderingar. På så sätt sprider styrelsen sina värderingar ner genom organisationen. Resultatet blir att styrelsen säkerställer vissa normer och värderingar som framförallt främjar ägarnas intresse.

Styrelsen kan ses som ett organ för att kunna erhålla resurser och kompetens till företaget. Välrenommerade och erfarna styrelseledamöter kan medföra att företaget får en högre legitimitet och kan via sitt nätverk bidra med relationer till andra företag. Exempelvis kan en styrelse med kontakter med finansiella institutioner underlätta för ett portföljbolag att erhålla kapital, vilket är speciellt viktigt i yngre företag.

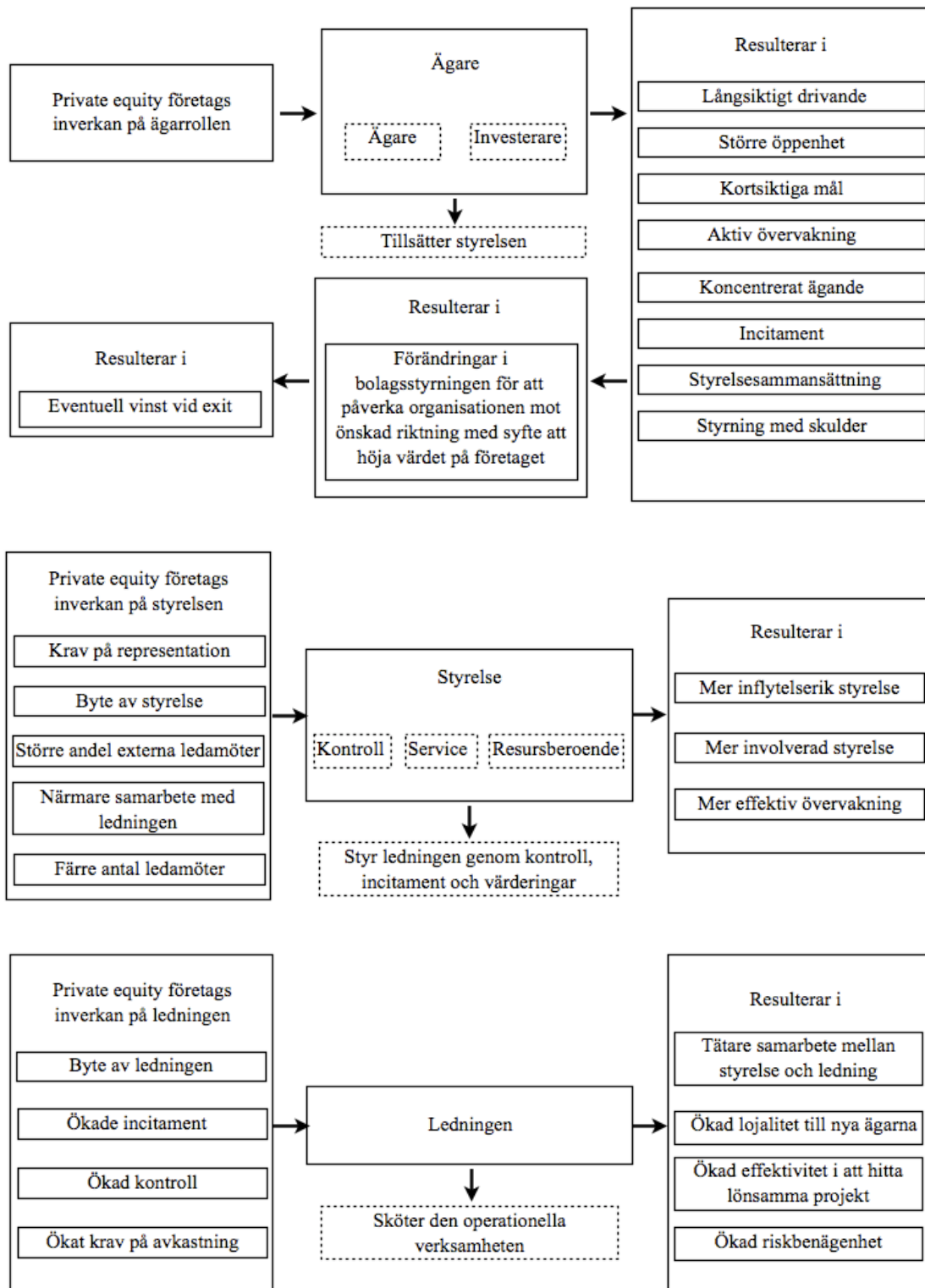
Private equity företag kan även styra sina företag med hjälp av skulder och en ökad skuldsättningsgrad. Skulder ger ökat incitament att investera i lönsamma projekt för att kunna generera pengar till räntebetalningar. Den ökande skuldsättningen leder på detta sätt till lägre agentkostnader, då ineffektiv användning av kapital minskar, vilket leder till en bättre bolagsstyrning. Dessutom kräver en högre skuldsättning ett ökat krav på avkastning, vilket positivt kan gynna företaget. Höjda räntebetalningar kan leda till att ledningen blir mer riskbenägen och satsar på projekt som potentiellt ger stora vinster, men som även medför potentiellt stora förluster.

Nedanstående figur är en sammanställning av den teoretiska referensramen. Figuren visar hur ett private equity bolags inträde påverkar ett företags bolagsstyrning och därmed relationen mellan ägare, styrelse och ledning.



Figur 3.1 Figur av studiens teoretiska referensram

Nedan följer en fördjupning av den teoretiska referensramen. Dessa tre figurer visar private equity företagens inverkan på ägarrollen, styrelsen och ledningen samt inverkans resultat på dessa tre faktorer. De streckade boxarna visar den generella forskningen om ägarens, styrelsens och ledningens roller och arbetsuppgifter.



3.2 Detaljering av studiens teoretiska referensram

4 EMPIRI

Följande avsnitt presenterar studiens empiri. Avsnittet inleds med en presentation av fallföretagen: Crem International, Gunnebo Industries, Jetpak och Thule. Den inledande presentationen avser att bidra med en insikt om företagets historia, storlek och information om private equity företagets inträde i fallföretagen. Vidare presenteras det empiriska resultatet av genomförda intervjuer med representanter från fallföretagens styrelse och ledning. Avsnittet ämnar ge en djupgående bild av företagets bolagsstyrning. Det empiriska kapitlet följer samma struktur som den teoretiska referensramen i avseende till vilka förändringar som berör respektive område. Avsnittet avslutas med en sammanställning av det empiriska resultatet, presenterat fall för fall.

4.1 PRESENTATION AV FALL

CREM INTERNATIONAL AB

Företaget Coffee Queen startades av Georg Möller år 1983 i Stockholm. Coffee Queen förvärvade år 1986 företaget EDEA AB. I och med detta förvärv bildades Coffee Queen AB. EDEA AB hade vid denna tidpunkt tillverkat kaffemaskiner i närmare tjugo år och var kända för att tillverka kaffemaskiner av mycket hög kvalitet. Efter förvärvet expanderade Coffee Queen AB snabbt och hade efter bara ett par år 65 anställda.¹²⁸

År 2007 förvärvades Coffee Queen AB till 51 procent av private equity företaget Accent Equity Partners¹²⁹. Ett private equity bolag med fokus på investeringar i medelstora företag i nordiska länder och med en diversifierad industrifokus¹³⁰. Enligt Crem Internationals hemsida ger detta ägande företaget en möjlighet att vara en komplett och världsledande tillverkare av kaffemaskiner¹³¹.

¹²⁸ www.creminternational.se (2010-11-23b)

¹²⁹ www.creminternational.se (2010-11-23b)

¹³⁰ www.accentequity.se (2010-11-23)

¹³¹ www.creminternational.se (2010-11-23c)

Genom ett förvärv av spanska espressomaskintillverkande bolaget Crem skapades Crem International AB år 2008¹³². Crem International bedriver sin försäljning på den globala marknaden och har som affärsidé, enligt företagets hemsida, att ”utveckla, tillverka och marknadsföra utrustningar som bygger på dryckesprincipen, till rätt kvalitet för kontor, restaurang, storkök och servicehandel”.¹³³ Efter bildandet av Crem international är fortfarande Accent Equity Partners storägare och äger 41 procent. I övrigt är ägarstrukturen enligt följande; 22 procent innehas av Georg Möller, 22 procent innehas av den förra ägaren till Crem och 15 procent innehas av ledningen¹³⁴.

Företaget har idag anläggningar i sex olika länder med koncernhuvudkontor i Åmotfors, Sverige. Företaget omsatte år 2009 374 miljoner kronor, visade ett EBITDA på 48 miljoner kronor och hade cirka 200 anställda. Georg Möller, grundaren av Coffee Queen, är i skrivande stund VD för företaget. Styrelsen består av sex personer, varav tre av ledamöterna är från Accent Equity Partners, två externa ledamöter och VD:n Georg Möller.¹³⁵

GUNNEBO INDUSTRIES AB

Företaget Gunnebo AB grundades år 1764 i Gunnebo, småland. Företagets grund byggdes på att tillverka spik, band, bult och järn till skeppsbyggnad. Företaget expanderade sedan successivt under åren.¹³⁶

Bolaget börsintroducerades år 1903 och kom efter andra världskriget och fram till 1980-talet att öka expansivt med en ökning av omsättningen från 20 miljoner till drygt en miljard kronor. Delar av bolaget köptes år 1988 ut av företagets ledning från börser, vilket ledde till att Gunnebo Industries blev ett dotterbolag till Gunnebo AB.¹³⁷

Under de senaste femton åren har Gunnebo Industries växt genom organisk tillväxt samt genom förvärv och är idag en internationell verkstadskoncern som verkar i 16 länder med 1185 anställda. Gunnebo Industries tillhandahåller produkter som på ett

¹³² www.creminternational.se (2010-11-23a)

¹³³ www.creminternational.se (2010-11-23d)

¹³⁴ Intervju, Georg Möller (2010-11-23)

¹³⁵ Intervju, Georg Möller (2010-11-23)

¹³⁶ www.gunneboindustries.com (2010-11-24)

¹³⁷ www.gunneboindustries.com (2010-11-24)

säkert och effektivt sätt skapar möjligheter att lyfta, fästa och transportera. Företaget arbetar med välkända produkter i etablerade segment och har ett 50-tal distributörer på global basis. Försäljningen år 2009 uppgick till 1 605 miljoner kronor.¹³⁸

Sedan år 2008 är företaget ägt till 100 procent av private equity företaget Segulah via dess fonder Segulah III, L.P. och Segulah IV, L.P.¹³⁹

Segulah är ett private equity företag som är verksamt på den nordiska marknaden. Målet vid förvärv är att tillsätta en styrelse som ett stöd för det förvärvade företags ledning, vilket ska resultera i bolagets fortsatta utveckling.¹⁴⁰

JETPAK AB

Jetpak är ett svenskt budföretag som specialiserat sig på tidskritisk expresslogistik främst inom Norden. Företaget grundades år 1972 i Sverige och finns för tillfället på över 140 olika verksamhetsställen i Norden. Jetpak erbjuder en mängd olika leveranssätt, från snabba leveranser dörr- till- dörr till mer ekonomiska alternativ.¹⁴¹

Företaget har mer än 260 anställda och med Kooperationer och franchisingföretag inräknat, uppgår antalet engagerade till nära 1500.¹⁴² Jetpak visade år 2009 en nettoomsättning på 715 miljoner kronor.

År 2005 köpte Polaris Private Equity och Accent Equity Partners upp företaget med 48,57 procent vardera. De resterande 2,86 procent ägs av styrelseledamöter och personer i ledningen.¹⁴³

Polaris Private Equity är ett danskt private equity företag som är verksamt på den danska och svenska marknaden. Företaget fokuserar på buyouts av företag inom olika branscher på ett värde mellan 40-100 M€. ¹⁴⁴

¹³⁸ www.segulah.se (2010-11-24)

¹³⁹ www.segulah.se (2010-11-24)

¹⁴⁰ www.segulah.se (2010-11-24)

¹⁴¹ www.jetpak.se (2010-11-23b)

¹⁴² www.jetpak.se (2010-11-23b)

¹⁴³ Jetpaks Årsredovisning 2009

¹⁴⁴ www.polarisequity.dk (2010-11-23)

Accent Equity Partners fokuserar på mellanstora nordiska företag. Företaget investerar mellan 5-50 M€ per investering och har inga specifika branschpreferenser. Genom aktivt ägarskap ska Accent Equity Partners förbättra verksamhetens resultat.¹⁴⁵

THULE AB

Thule grundades 1942 i den småländska orten Hillerstorp av familjen Thulin. Det var på 1960-talet som företaget började inrikta verksamheten på bilrelaterade produkter och utvecklade det första takräcket. Sedan dess har verksamheten expanderat och nya marknader har öppnats för företaget runt om i världen.¹⁴⁶

Thule har under de senaste åren vuxit både organiskt och genom förvärv. De senaste tio åren har företaget stärkts till att vara världsledande i att tillhandahålla transportlösningar för ett aktivt liv.¹⁴⁷

I dag har företaget cirka 3500 anställda och verkar på drygt 50 produktions- och försäljningsställen runt om i världen. År 2009 hade företaget en nettoomsättning på 5,8 miljarder kronor.¹⁴⁸

Företaget ägdes under 20 år, från 1979, av det tidigare börsnoterade företaget Eldon, Thule har sedan blivit förvärvat av tre olika private equity bolag. År 1999 förvärvade företaget EQT Thule för att sedan låta det Brittiska private equity bolaget Candover ta över bolaget år 2004. År 2007 skedde det senaste övertaget och Thule är nu majoritetsägt av Nordic Capital.¹⁴⁹

Nordic Capital är ett private equity bolag som fokuserar på investeringar främst i medelstora till stora företag inom olika branscher. De verkar främst på den nordiska marknaden men gör även förvärv på andra marknader om det ges speciella investeringsmöjligheter.¹⁵⁰

¹⁴⁵ <http://www.accentequity.se> (2010-11-23)

¹⁴⁶ <http://www.thule.com/> (2010-11-23a)

¹⁴⁷ <http://www.thule.com/> (2010-11-23a)

¹⁴⁸ <http://www.thule.com/> (2010-11-23b)

¹⁴⁹ <http://www.e24.se> (2010-11-20)

¹⁵⁰ <http://www.nordiccapital.com/> (2010-12-14)

Företag	Crem international	Gunnebo Industries	Jetpak	Thule
Omsättning 2009	374 MKR	1605 MKR	715 MKR	ca 5800 MKR
Antal anställda	Ca 200	1185	260 (1500)	ca 4000
Förvärvare	Accent Equity partners	Segulah	Polaris Equity och Accent Equity partners	Nordic Capital
Förvärvad andel	51 % (idag 41 %)	100 %	97,14 %	60 %
Förvärvades år	2007	2008	2005	2007

Tabell 4.1: Sammanfattande matris över fallföretag

4.2 EMPIRISKA RESULTAT

4.2.1 CREM INTERNATIONAL AB

Följande empiriska resultat är hämtat från intervju med Georg Möller. Möller startade företaget 1983 och har suttit som VD sedan dess. Möller sitter även med som styrelseledamot i företagets styrelse.

4.2.1.1 VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING

Företaget drivs på samma sätt som tidigare förutom några mindre förändringar. Crem International ville bli uppköpta eftersom företaget stod inför ett generationsskifte och hade ambitionen att expandera internationellt. De ansåg sig inte ha tillräckligt med kunskap och resurser för att genomföra en internationalisering på egen hand och tog därför kontakt med private equity bolaget Accent Equity Partners. Georg Möller menar att Accent Equity Partners var intresserade av förvärvet eftersom Crem International verkar i en spännande bransch.

4.2.1.2 BOLAGSSTYRNING

Efter inträdet har styrelsen börjat styra med allt mer tydligare mål. De har fått en mer rådgivande roll där de försöker förmedla sina visioner. Private equity bolaget kräver mer rapportering än tidigare ägare vilket leder till en ökad kontroll över ledningen. Målbilden har blivit allt tydligare och Georg Möller har fått större frihet och ansvar. Han medger även att han har fått en större respekt för styrelsen.

De nya ägarna är mer aktiva än de tidigare ägarna och dessutom mer respektingivande. Private equity bolaget har en fot med i beslutsprocessen, vilket har begränsat Georg Möllers beslutsfrihet. Detta är inte negativt, utan företaget tar nu mer

informerande och genomtänkta beslut samtidigt som de aktiva ägarna ger mer feedback och kritik.

Ett incitamentsprogram har införts sen uppköpet där ledningen fick 15 procent av aktierna. Just denna typ av incitament fanns inte tidigare. Detta gjordes för att ägare och ledning skulle arbeta mot samma intresse, vilket minskar agentkostnader. Georg Möller säger att införandet av incitamentsprogrammet var viktigt för företaget och resultatet visade sig vara positivt.

Georg Möller säger sig veta om private equity bolagets exit strategi men att det råder sekretess om hur den ser ut. Strategin är spännande och kommer ske efter fem till sex år. Han tillägger att investeringshorisonten är oförändrad och att den inte har påverkats av uppköpet.

Fördelarna med private equity bolagets inträde väger tyngre än nackdelarna. En nackdel som Georg Möller belyser är att företaget skuldsattes mer än väntat när det förvärvades.

4.2.1.3 STYRELSENS SAMMANSÄTTNING

Styrelsen har bytts ut och idag sitter tre personer från Accent Equity Partners och två utomstående styrelseledamöter samt Georg Möller.

Sedan uppköpet har private equity bolaget tillfört mycket till företaget. De har fungerat som ett ”bollplank” för Crem International och gett företaget möjligheten att växa. De har tillfört “know how” från andra bolag de tidigare investerat i och har en god expertis om branschen. Georg Möller säger att private equity bolaget är skickliga förhandlare och duktiga på att identifiera lönsamma förvärv. Dock anser han inte att de bidragit till ett ökat kontaktnät eller nätverk som varit fördelaktigt för verksamheten.

Relationen mellan styrelsen och ledningen har inte genomgått någon större förändring. Det är beslutsprocessen som har blivit mer komplicerad för Georgs del. Tidigare kunde Georg Möller med sina 80 procent av ägandet ta beslut själv, medan

han efter uppköpet var tvungen att få godkännande från styrelsen. Georg Möller tillägger att det är ett starkt personligt förhållande mellan ledningen och styrelsen.

4.2.2 GUNNEBO INDUSTRIES AB

Följande empiriska resultat är hämtat från intervju med Christer Lenner och Johan Jervehed. Lenner sitter som styrelseledamot i företagets styrelse och var mellan år 2002-2009 företagets VD. Jervehed är sedan år 2008 Senior Vice President samt HR- & kommunikationsansvarig.

4.2.2.1 VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING

Gunnebo var ett moget företag där Segulah såg utvecklingsmöjligheter. Segulah ansåg att det fanns en möjlighet att öka lönsamheten, vilket senare skulle resultera i en fördelaktig exit. Genom att ta in en konsultbyrå som identifierade olika möjligheter i bolaget, så som att minska lagerbildning och förbättra nyckeltalen, kunde företagets värde öka.

Innan inträdet av private equity bolaget lades det ner mer tid på att utveckla den löpande verksamheten. Företaget var ”hjärtat” som Johan Jervehed uttrycker det. När Segulah gick in i företaget började de med att minska antalet tillverkade enheter eftersom de ville få ner kostnaderna, då varje enhet drar på sig fasta kostnader. Dock har detta lett till vissa negativa aspekter i form av leveransförmåga. Även leveranssäkerheten har försämrats då företagets lager har flyttats. Detta förändringsarbete har medfört att företaget har därför tappat försäljningsvolym och status på marknaden. Christer Lenner menar att det ser lättare ut att genomföra förändringar på pappret än vad det är att få dem att fungera i verkligheten.

När förvärvet fastställdes var det många anställda som kände sig oroade eftersom private equity företag ansågs radikala och ganska hänsynslösa. Dock förstod de att det inte gick så bra för företaget och att något behövde göras. Förvärvet var en möjlighet till omstrukturering och nytänkande, vilket ansågs vara viktigt för företagets framtida utveckling.

I styrelsen har Segulah en mer aktiv roll och driver på förändringar i större grad än tidigare. Segulah vill skapa värde genom att frigöra resurser, göra kompletterande

förvärv och kontrollera kostnader genom att optimera produktionen. I den empiriska studien av Gunnebo Industries framgår det även att private equity företaget har implementerat en investeringsbeslutsprocedur som i högre grad fokuserar på att räkna ut investeringens nettonuvärde. Företaget utgår från att de investeringar som har ett positivt nettonuvärde genomförs och investeringar med negativt nettonuvärde avslås.

4.2.2.2 BOLAGSSTYRNING

Bolagsstyrningen är mer fokuserad på rapporter och prognoser än tidigare. Styrelsen styr främst genom att slå fast företagets mål kopplat till finansiella planer. Efter inträdet går bolagsstyrningen ut på att hitta ”slumrande” kapital och titta på vart det finns förändringsmöjligheter för att sedan göra dessa ändringar och plocka fram mer kapital och värde ur bolaget.

Företagets ledning har i stora drag ersatts, detta eftersom företaget behövde få in ett nytt tänk som kunde skynda på förändringsprocessen. Ledningen blir numera mer tillsagda av styrelsen än tidigare ledning. Förhållandet fungerar bra, dock säger Christer Lenner att han inte hade klarat av att sitta i en ledning med så mycket detaljstyrning. Ledningen är idag mer van och accepterar kontrollstyrningen på ett annat sätt. Den nya styrelsen har skapat ett incitamentsprogram som ligger på ledningsnivå, vilket är ett bra sätt att motivera. Hur incitamentsprogramen ser ut är dock inte offentliga handlingar.

Gunnebo har blivit mer långsiktiga i målsättningen efter inträdet säger Jervehed. Tidigare jobbade företaget mest med mål som sträckte sig ett år i taget. Den gamla ledningen producerade mycket varor som fick läggas på lager samt att inte lades några pengar på investeringar. I dag görs avsevärt mycket mer investeringar, vilket bidrar till en större långsiktighet. Dock menar Jervehed att långsiktigheten främst är fram till exit dagen och att betalningshorisonten på investeringarna därför inte är så lång som den kunde vara.

4.2.2.3 STYRELSESAMMANSÄTTNING

I styrelsen sitter idag tre personer från Segulah, två utomstående personer samt fyra personer från facket. Detta innebär en ökning från företagets tidigare styrelse där det satt sex personer.

Lenner anser att den nya styrelsen helt klart har en stor kompetens. Lenner menar att styrelsen har kunskap att utveckla företaget samtidigt som den agerar som ett ”bollplank” där ledamöterna ställer sin kunskap och expertis till förfogande. Däremot finns bristande kunskap om den operativa delen av verksamheten, men att denna brist främst ligger på ledningsnivå.

4.2.3 JETPAK AB

Följande empiriska resultat är hämtat från intervju med Erik Lautmann och Håkan Söderbäck. Lautmann är företagets VD sedan 2002. Söderbäck är styrelseledamot i företagets styrelse samt partner och investment manager i Accent Equity Partners.

4.2.3.1 VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING

Erik Lautmann tycker att alla private equity bolag har samma grundfilosofi. Deras investeringar är vanligtvis branschberoende och sker i företag med klara marknadspositioner. De letar efter företag med en affärsmodell som går att beskriva och som har utvecklingsmöjligheter. Jetpak var just ett sådant attraktivt företag med en hög kassagenerering och ett operativt kassaflöde i förhållande till EBITDA på över 80 procent. Håkan Söderbäck stärker ovanstående, att det var just på grund av denna intressanta affärsmodell som Accent Equity Partner valde att investera i Jetpak. Han belyser även vikten av Jetpaks enkla balansräkning och goda kassaflöde.

Tidigare var Jetpak en liten del av SAS-koncernen och företaget låg inte i huvudfokus. När private equity bolagen gick in i företaget hade de en klar vision och målsättning att Jetpak skulle bli ett starkt företag med förankring i norden. Sedan uppköpet har det skett en del förvärv som gjort företaget mer attraktivt för intressenter.

Efter inträdet har det varit mer fokus på rapportering och ett hårdare drivet ägande, säger Erik Lautmann. Detta har lett till en värdeökning av företaget. År 2002 genererade Jetpak inga pengar medan de i dagsläget omsätter drygt 800 miljoner kronor med en vinst på ungefär 10 procent. Det är viktigt att ha årliga uppföljningar med alla ägare för att se hur det ser ut i slutet och början på året, om de ligger före eller efter sin plan och hur de ska arbeta för att uppnå de uppsatta kraven, menar

Håkan Söderbäck. Att lönsamheten i företaget nästan har fördubblats bortsett från åren 2008 och 2009, beror främst på det nya mer aktiva ägandet, säger Håkan Söderbäck. Det aktiva ägandet utförs inte av ett fåtal personer utan snarare av ett helt affärssystem där Jetpak är i fokus. Det förbättrade resultatet kan alltså härledas till nya ägare och nya affärsmodeller.

Erik Lautmann ser private equity bolagens inträde som något positivt. Det har bidragit till en ökad fokus på affärerna och prestationer. Ledningsarbetet har skärpts och respekt har skapats för att leverera planer i tid och i termer av resultat. Jetpak har blivit mer kundorienterade sedan inträdet jämfört med tidigare då de var mer produktorienterade. Företaget har alltså fått en mer preciserad affärsmodell och kunderbjudande.

4.2.3.2 BOLAGSSTYRNING

Före uppköpet ingick Jetpak i SAS-koncernen och utgjorde således inte kärnverksamheten. Efter inträdet blev Polaris Private Equity och Accent Equity Partners två storägare med majoritet som innebar möjlighet till styrning av bolaget. Ett av de första krav de ställde var att ledningen skulle investera i företaget och fastslog ett ägarprogram. På så sätt blev nyckelpersoner fastlåsta i ägarprogram och en ny incitamentsstruktur skapades. Det medförde att baslönen blev mindre viktigt och genom incitamentsstrukturen blev företagets framgång viktigare.

Private Equity bolagen ökade även kontrollen över företaget. Det ställdes högre krav på rapporteringen och att den skulle vara mer detaljerad. Ledningen fick instruktioner hur de skulle gå till väga för att minska risker. Detta då private equity bolag är riskaversa och vill ha så bra stabilitet och förutsägbarhet som möjlighet i verksamheten, säger Håkan Söderbäck.

Jetpak blev uppköpt genom ett belånat uppköp. En större andel av köpesumman utgjordes av lån och den resterande andelen kom från private equity bolagen själva. Lånen medförde covenant vilket var en ny situation för Jetpak.

Private equity bolagen måste veta vad de ger sig in på. Även om de är experter på att skapa värde måste de ha i åtanke att de anställda också måste vara nöjda. Ett exempel

som Erik Lautmann belyste var när Jetpak blev uppköpta av Polaris Private Equity och Accent Equity Partners. Genom uppköpet gick Jetpak ur SAS koncernen vilket medförde en nedgång i motivationen hos de anställda, då deras karriärmöjligheter begränsades. Innan uppköpet hade de en hel koncern att klättra in. Detta måste private equity bolagen ha i åtanke, samt ha en alternativlösning på detta.

Håkan Söderbäck säger att Accent Equity Partner ligger mellan familjeföretag och börsnoterade företag. Deras strategi är mer kortsiktigt om man jämför med familjeföretag, samtidigt som de har en mer långsiktig strategi sett mot börsnoterade bolag. De vill nå en viss avkastning innan de gör en exit och detta kan uppnås både på lång och kort sikt. Enligt ursprungsplanen skulle Jetpak nu redan varit sålt, men finanskrisen kom emellan och sänkte värdet på företaget. Om Accent Equity Partners hade avyttrat Jetpak i dagsläget hade de inte gått med vinst jämfört vad de köpte företaget för. Därför arbetar de i nuläget på att nå en tillräckligt hög avkastningsnivå igen.

Erik Lautmann är medveten om vilka parametrar som är viktiga och hur private equity bolagets exitstrategi ser ut. Den är logisk säger han, Jetpak ska komma upp i en viss vinstnivå och hålla skuldsättningen på en stabil nivå. Från investeringssynpunkt finns det ingen direkt ökad kortsiktighet. Bolagen har alltid tryckt på vikten av hur läget ser ut för tillfället, vad det finns för tillfälliga affärsmöjligheter och sedan utgått från dessa.

Ledningen har inte förändrats sedan uppköpet. Deras arbetsuppgifter är desamma som de var före inträdet. Anledningen till detta är att ledningen har uppfyllt de mål som private equity bolagen har ställt. De har levererat en budget och uppställda planer och rapporter har skett på ett korrekt sätt. Så länge bolagens synpunkter lyfts fram och uppfylls så har de inte någon anledning att ersätta ledningen.

Polaris Private Equity och Accent Equity Partners har lärt sig verksamheten och konkurrensläget snabbt. Samtidigt tycker Erik Lautmann att private equity företagen fortfarande kan mindre än han själv om den operativa delen av verksamheten. Private equity företagen har tillfört kontakter och nätverk som främst utgjorts av konsulter

och advokater. Håkan Söderbäck menar även han att Accent Equity partners har bidragit med främst finansiell expertis.

4.2.3.3 STYRELSENS SAMMANSÄTTNING

När Polaris Private Equity och Accent Equity Partners gick in som ägare avgick den dåvarande styrelsen omedelbart. En ny styrelse tillsattes med två ledamöter från varje ägare, två oberoende ledamöter och en välrenommerad ordförande som inte kom från något av private equity bolagen. I dagsläget utgörs styrelsen av sju stycken ledamöter jämfört med fyra stycken före inträdet.

Styrelsens arbetsuppgifter har förändrats genom att de har mer delaktighet, engagemang och är betydligt mer pålästa. De påverkar och fattar viktiga beslut och frågor. När Jetpak ingick i SAS-koncernen fattades inte alla beslut av Jetpaks styrelse, utan vissa beslut hamnade på nästa nivå i koncernen utanför styrelsen. Efter uppköpet tas alla beslut i styrelsen. Även kontakten mellan styrelse och ledning är mer frekvent sedan inträdet av private equity företagen, tycker Erik Lautmann

4.2.4 THULE AB

Följande empiriska resultat är hämtade från intervju med Ulf Berghult och Anders Pettersson. Berghult är företagets CFO sedan 2004. Pettersson sitter i företagets styrelse, men har tidigare varit VD och koncernchef för företaget under åtta år.

4.2.4.1 VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING

När private equity bolag går in i ett företag har de ofta en generell lista med olika faktorer som kan förbättras i företaget. Exempel på åtgärder är förbättring av sysselsatt kapital, minska kostnader och effektivisering av tillverkning. Hittar inte private equity bolaget någon egen vinkling är de oftast inte intresserade av att gå in i företaget. I Thules fall såg Nordic Capital en möjlighet att expandera genom att gå in i nya affärsområden. På grund av finanskrisen kom denna expansion att hämmas, men företaget är nu på väg tillbaka. Nordic Capital vill satsa både på organisk tillväxt och tillväxt genom förvärv. Målet med förvärven är att få upp värdet i företagen och därmed öka värdet på Thule.

Idag försöker företaget att positionera om sig till att bli mer kundorienterat istället för att bara inrikta sig på produkter till bilmarknaden. Nordic Capital tittar på konsumentorienterade förvärv eftersom de vill att företaget ska få en ny image. Detta leder till att företaget inte går in i intressanta förvärv eftersom de anses vara för bilrelaterade. Företaget vill bli ett livsstilsföretag istället för ett takboxföretag.

Ulf Berghult anser att Thules lönsamhet kan kopplas till Nordic Capital. Vidare menar Berghult att private equity bolag är väldigt noga, de vrider och vänder på varje sten för att hitta möjligheter till värdeökning. Thule blev väldigt högt belånade i och med uppköpet, eftersom finansieringen skedde genom ett belånat uppköp. Detta kan bli jobbigt under ekonomiskt tuffa tider, säger Ulf Berghult.

Anders Pettersson belyser vikten av skuldsättningsgraden då den är väldigt viktig när det gäller värdeökning i ett företag. Han menar att ett företag ska belåna så mycket som möjligt, så länge som kassaflödet täcker räntorna så ökar hävstångseffekten.

4.2.4.2 BOLAGSSTYRNING

Ulf Berghult tycker att Nordic Capital anpassar insatsen i företaget utefter hur mycket de har att göra med sina andra portföljbolag. Nordic Capital har under senaste tiden gjort ett uppköp av ett annat företag, vilket har inneburit att deras engagemanget i Thule har sjunkit.

Ulf Berghult anser att styrelsen efter inträdet är mer kontrollerande än rådgivande. Anders Pettersson anser att styrelsen är bra på att rådgiva när det gäller den finansiella frågan.

Bolagsstyrningen efter inträdet bygger på att skapa ett värde på lång sikt, även om exithorisonten för Nordic Capital ligger på tre till fem år. Ulf Berghult menar att om företaget är mer uthålligt får private equity företaget mer betalt vid sin exit. Anders Pettersson menar dock att den dagen då Nordic Capital vet att företaget ska säljas vill de inte dra på sig långsiktiga projekt. Då är det mer förmånligt att behålla vinsten tills företaget är sålt för att få bättre betalt.

Ulf Berghult säger att private equity företagen förstår att den största drivkraften hos människor är vad man får för ersättning. Sedan Nordic Capital tog över efter Candover har incitamenten sjunkit även om företaget fortfarande har väl utvecklade incitamentsprogram. Anledningen till detta är främst att Candover är ett engelskt företag där incitamenten generellt sett är högre än i svenska företag.

Eftersom Thule har varit ägt av private equity företag under en längre tid anser Ulf Berghult att de alltid har haft en bra kontroll genom ständiga rapporter på företagets siffror. Nordic Capital fokuserar mycket på kassaflödet. Detta beror främst på företagets höga belåningsgrad, vilket gör att företaget alltid måste kunna betala tillbaka sina räntor. Företaget har en egen ekonomiavdelning som håller koll på bolagets flöden och pengar. Styrelsearbetet kan därmed ses som kontrollerande.

Arbetsuppgifterna i styrelsen har bytt fokus sedan Candovers tid som ägare, dock beror detta mest på konjunkturen. Under den senaste tiden har arbetet mest handlat om överlevnad för företaget och inte förrän nu kan styrelsen börja fokusera på expansionsplaner.

4.2.4.3 STYRELSESAMMANSÄTTNING

Innan Nordic Capital tog över från Candover anser Ulf Berghult att styrelsen var mer aktiv. Styrelsen hade tidigare två utomstående styrelseledamöter, vilket saknas idag. Idag sitter det ingen som är utanför ”Thule sfären”. Styrelsen utgörs idag av en välrenommerad ordförande, två ledamöter och en suppleant från Nordic Capital, två ledamöter, tillika tidigare koncernchefer, är kvar sedan tidigare samt en ledamot från banken. Alltså totalt alltså sex stycken ledamöter. Anledningen att styrelsen har en person från banken är att banken ställde det som krav eftersom Thule är så högt belånat.

Styrelsen besitter enorm finansiell kunskap, anser Anders Pettersson. De vet hur företaget ska jobba med banker och hur de ska finansiera förvärv. Denna kunskap besitter normalt inte ett vanligt bolag, utan då vänder de sig till banken istället. Ulf Berghult håller med om att Nordic Capital är bra på att rådgiva på det finansiella planet samt att föra samman olika portföljbolag. Dock anser han att Thule operativt sätt försöker att klara sig själva.

4.3 SAMMANSTÄLLNING ÖVER EMPIRIN

Nedanstående tabell sammanställer studiens empiriska resultat.

	Crem International	Gunnebo Industries
Värdeskapande genom förändring	<ul style="list-style-type: none"> • Mer aktiva ägare • Mer respektingivande • Skickliga förhandlare • Påverkar beslutsprocessen i större grad, positivt då företaget är mer välinformerat och gör mer genomtänkta beslut. Dock begränsat ledningens beslutsfrihet • PE har fungerat som ”bollplank” • Feedback och kritik ges mer kontinuerligt • Tillfört ”know-how” från tidigare erfarenheter och expertis från branscher de investerat i • Duktiga på att identifiera lönsamma förvärv • Oförändrad investeringshorisont 	<ul style="list-style-type: none"> • Hårdare ekonomistyrning • Fokus på kärnverksamheten - dock lätt till vissa svårigheter angående leveranssystem • Segulah vill skapa värde genom att frigöra resurser, kontrollera efterfrågan och kostnader så att företaget kan optimera produktionen . • Segulah vill skapa värde genom kompletterande förvärv
	Jetpak	Thule
	<ul style="list-style-type: none"> • Mer fokus på rapportering och hårdare drivet ägandeskap • PE bidrar med expertis inom ekonomistyrning • Tillförda kontakter och nätverk har mest varit konsulter och advokater, inget direkt nätverk inom branschen • Ingen ökad kortsiktighet utifrån investeringssynpunkt • Fokus på aktuella affärsmöjligheter. • Fokus på vad Jetpak behöver för kapital och management. • Mer fokus på kärnverksamheten och resultat • Ledningsarbetet har skärpts, direktiv från PE företaget följs mer utförligt och noggrant 	<ul style="list-style-type: none"> • Genom förvärv höjer PE företaget Thules tillväxt och på så sätt dess värde • Fokus på kundorienterat • PE företaget försöker genom förvärv förändra Thules image • PE har etablerat en noggrann ekonomistyrning för att effektivisera och därigenom öka resultatet • PE har tillfört en ökad skuldsättning för att öka hävstångseffekten, men även för att genom räntebetalningarna kontrollera ledningen
Styrelsesammansättning	Crem International	Gunnebo Industries
	<ul style="list-style-type: none"> • Ny styrelse - tre personer från PE, två personer utifrån med expertis, samt en erfaren och välrenommerad ordförande • Ingen direkt förändring styrelsen – ledningen • Mer komplicerad beslutsprocess 	<ul style="list-style-type: none"> • Styrelsen består numera av tre personer från Segulah, två utomstående experter, samt fyra personer från facket
	Jetpak	Thule
	<ul style="list-style-type: none"> • Ny styrelse med inträdet. Två ledamöter från varje PE företag, två oberoende med expertiskunskap samt en välrenommerad och erfaren ordförande • Styrelsen är mer delaktiga, engagerade och pålästa • De är betydligt mer aktiva och påverkar samt fattar viktiga beslut. Numera tas alla viktiga beslut av styrelsen • Högre grad av kontakt mellan styrelse och ledning. 	<ul style="list-style-type: none"> • Aktiv styrelse med representation från PE företaget • Styrelsen har stor finansiell kunskap och expertis • PE företaget bra på att rådgiva och föra samman olika portföljbolag • Däremot anser Thule att de operativt klarar sig själv

Bolagsstyrning	Crem International	Gunnebo Industries
	<ul style="list-style-type: none"> • Styrelsen styr tydligare efter inträdet med tydligare mål. • Styrelsen har en mer rådgivande roll, förmedlar sina visioner. • PE kräver ökad rapportering – leder till ökad kontroll över ledningen. • Större respekt för styrelsen. • Tydligare målbild för ledningen – här säger Georg Möller att han har fått större frihet och ansvar • Incitament har införts för ledningen, för att minska agentkostnader. Har gett ett positivt resultat. 	<ul style="list-style-type: none"> • Styrelsen har numera en mer aktiv roll och driver på förändringar i en större grad • Styrning i högre grad via rapporter och på så sätt större kontroll av ledningen. • Styrelse styr genom mål kopplat till finansiella planer. • Incitamentsprogram används numera i högre utsträckning för ledningen men även inom företaget • Segulah försöker genom sin ekonomistyrning av Gunnebo effektivisera kapitalanvändningen för att kunna göra önskade förändringar som ska skapa värde. • Ny ledning som kan bidra med ett ”nytt tänk” för att skynda på förändringsprocessen. • Ledningen är mer styrd än tidigare. • Mer långsiktiga efter inträdet, dock endast fram till ”exitdagen”
	Jetpak	Thule
	<ul style="list-style-type: none"> • PE företagen ställer krav på ledningen att investera i företaget genom ett s.k. ägarprogram – skapar en incitamentsstruktur som knyts till företagets resultat • Ökad kontroll över ledningen genom högre krav på detaljerad rapportering. • Fokus på förbättrad redovisning • Fokus på användandet av Cash Flow Analysis. • Fokus på mer kundorienterat arbete istället för produktorienterat. • Precisera affärsmodellen och kunderbudandet • Nedgång i motivation hos anställda då karriärmöjligheter begränsas med PE som ägare – ta tillvara på humankapital. • Ledningen är intakt – de har åstadkommit de förändringar som PE bolagen önskat, levererat en budget och rapporterat på korrekt sätt. • Behåller ledningen så länge de följer PE bolagets direktiv 	<ul style="list-style-type: none"> • Styrelsen är mer kontrollerande än rådgivande • Styrning för att skapa värde på lång sikt. • Undviker risker med långsiktiga projekt då deras horisont är relativt kort • Styr och motiverar genom incitamentsprogram. • Fokus på kassaflöden då Thule har relativt hög belåning. • Kontroll genom frekventa rapporter. • Styrelsearbetet kan ses som kontrollerande.

Tabell 4.2: Sammanfattande tabell över det empiriska resultatet

5 ANALYS

I detta avsnitt ställs studiens empiriska resultat mot den teoretiska referensramen. Analysen har byggts upp utifrån ett jämförande perspektiv av vad som framkommit av de empiriska studierna på fallföretagen. Denna jämförelse betonar eventuella likheter och skillnader mellan fallföretagens bolagsstyrning efter ett inträde av ett private equity företag. De empiriska resultaten jämförs även med studiens teoretiska referensram.

5.1 VÄRDESKAPANDE GENOM FÖRÄNDRING

För att öka värdet på ett förvärvat företag implementerar private equity bolag ett antal förändringar för att få organisationen mot en önskad riktning. Private equity bolag köper upp en stor del utav ägandet i det förvärvade företaget, vilket medför ett koncentrerat ägande med stort inflytande i bolagets styrning. I studiens fyra fallföretag förvärvades minst 51 procent av företaget vid investeringstillfället. En stor ägarandel medför ett stort inflytande för private equity bolaget så att de kan utföra önskade förändringar för att potentiellt höja värdet på bolaget.

Private equity bolag kan göra önskade förändringar i det förvärvade företaget under den så kallade investeringsprocessen. Detta ger private equity bolaget tillfälle att implementera förändringar mot nya strategiska och operationella mål, vilket enligt den teoretiska referensramen kan resultera i ett ökat fokus på kärnverksamheten som i sin tur medför omstruktureringar och effektiviseringar.

Genomgående för uppsatsens fyra fallföretag är att private equity bolagen infört en mer kontrollerad ekonomistyrning med ett ökat fokus på kärnverksamheten. Detta har utförts för att få det förvärvade företaget att bli mer effektivt och öka lönsamheten med syfte att höja företagsvärdet.

Det empiriska resultatet visar att private equity företagen infört en stramare ekonomistyrning, där allt tillgängligt kapital aktivt bidragit till ett ökat värde hos det förvärvade företaget. Samtliga fyra fallföretag i den empiriska studien framhäver att verksamheten har blivit mer kontrollerad och resultatriktad sedan inträdet av private

equity företaget. Intervjuade från fallföretagen nämner att inträdet inneburit mer arbete med budgetar, prognoser, sysselsatt kapital och produktivitet utveckling för att nå den önskade effektiviteten. Utöver dessa förändringar nämner även Erik Lautmann från Jetpak att private equity företagen även bidragit med expertis inom ekonomistyrning. Segulah försöker skapa värde i Gunnebo Industries genom att frigöra resurser, kontrollera och styra produktion efter företagets efterfrågan på ett mer aktivt sätt, jämfört med tidigare ägare. Detta anses medföra en effektivare kapitalanvändning i företagets produktion som möjliggör att mer kapital kan användas till andra förändringar i bolaget i syfte att skapa värde. I den empiriska studien av Gunnebo framgår det även att private equity företaget har implementerat en investeringsbeslutsprocedur som i högre grad fokuserar på att räkna ut investeringens nettonuvärde. Företaget utgår alltid från att de investeringar som har ett positivt nettonuvärde genomförs och investeringar med negativt nettonuvärde avslås. Även respondenter från Thule och Crem International påpekar att ägandeskapet av private equity företagen har bidragit till en mer noggrann ekonomistyrning för att effektivisera och därigenom öka resultatet.

I den empiriska studien nämner respondenter från framförallt Gunnebo Industries och Jetpak att de upplever en ökad fokus på kärnverksamheten och i längden verksamhetens resultat. Christer Lenner från Gunnebo Industries upplever dock att denna fokus har lett till att företaget numera har vissa svårigheter att säkerställa leveranser till kunder och har på grund av detta tappat i levererad volym samt status på marknaden. Christer Lenner menar att den ökade fokusen på kärnverksamheten medför att viktiga beståndsdelar i företaget går förlorade. Ulf Berghult från Thule nämner i sina svar att fokus har flyttats från ett produktorienterat till kundorienterat fokus.

I de empiriska studierna av fallföretagen framgår det att private equity företagen som äger Crem International, Gunnebo Industries och Thule försöker skapa värde genom att göra förvärv till portföljbolagen. I Gunnebo Industries fall genomförs kompletterande förvärv för att effektivisera verksamheten. I Thules fall genomförs förvärv för att utveckla och förändra företagets image. Georg Möller från Crem International anser att private equity företagen är duktiga på att identifiera lönsamma och intressanta förvärv samt att de i förvärvsprocessen är skickliga förhandlare.

Dessutom påpekar Georg Möller att private equity bolaget har medfört att företaget gjort förvärv de inte vågat göra tidigare, vilket haft en positiv inverkan på företagets internationalisering.

För att ett private equity bolag ska kunna styra det förvärvade företagets organisation mot strategiska, operativa och finansiella mål används, enligt den teoretiska referensramen, ofta ett aktivt ägande och ett nära samarbete med portföljbolagen. Inträdet av ett private equity bolaget har i alla fallföretag, förutom Thule, medfört en mer aktiv äganderoll. Ett specifikt fall är Jetpak som enligt en av sina private equity ägare, Accent Equity Partners, inte bara har ett aktivt ägandeskap som utförs av ett fåtal personer, utan snarare ett helt affärssystem där Jetpak står i fokus. Enligt den teoretiska referensramen bidrar private equity företagen med ett större nätverk och tillgång till expertkunskap. Detta stämmer in på Crem International där Georg Möller nämner att de nya ägarna är mer respektingivande och skickliga förhandlare, vilket har varit värdefullt i kontakten med långivare. De har vidare även tillfört ”know-how” från tidigare erfarenheter och expertis från branscher de tidigare verkat inom. Även Jetpak har fått tillförda kontakter från private equity företagen. För det mesta har det varit konsulter och advokater och inget direkt nätverk eller expertiskunskap om den aktuella branschen. Detta är i överensstämmelse med vad styrelseledamot Håkan Söderbäck från private equity bolaget Accent Equity Partner säger.

Enligt den teoretiska referensramen innebär ägarnas roll som investerare att ägandet kännetecknas som kortsiktigt och att belöning sker genom ett ökat företagsvärde. Detta ligger i linje med private equity bolags intention med sitt ägande i ett förvärvat företag, som kännetecknas av ett kortsiktigt ägande med ett långsiktigt drivande. Private equity företag som ägare skiljer sig från traditionella ägare när det kommer till värdeskapande i företag. Private equity företagens tidshorisont är tillräckligt långsiktig för att kunna implementera planerade förändringar och är samtidigt tillräckligt kortsiktig för att ledningen ska kunna vara uthållig i genomförandet i förändringsprocessen. Studiens empiriska forskning har undersökt hur fallföretagen upplever att deras tidshorisont har förändrats. Georg Möller från Crem International anser att företaget fortfarande har en långsiktig planerings- och tidshorisont efter private equity företagets inträde. Respondenterna från Gunnebo Industries menar att företaget sedan inträdet har blivit mer långsiktiga i sin målsättning. Tidigare arbetade

företaget med mål som sträckte sig ett år i taget, medan de nu arbetar efter en längre tidshorisont. Dock menar de att investeringshorisonten fortfarande är relativt kort, men påtalar samtidigt att om företaget inte blivit förvärvat hade den förmodligen varit ännu kortare. Gunnebo Industries framhåller viss kritik mot sättet private equity företag arbetar för att åstadkomma värde på kortsikt. Christer Lenner betonar att private equity bolag är bra för företag på kort sikt, men att det inte behöver vara det bästa för företag på lång sikt. Erik Lautmann från Jetpak anser att företaget inte har blivit mer kortsiktigt, utan påpekar att ägarna tittar på vad som är bäst för företaget i stunden. När det kommer till tids- och planeringshorisonten i Jetpak menar Erik Lautmann att denna varierar beroende på fall till fall. Fokus ligger på aktuella affärsmöjligheter och hur mycket kapital som behövs för att genomföra dessa möjligheter. Vidare menar Erik Lautman att Jetpaks tids- och planeringshorisont är kortsiktigare än ett familjeföretag, men långsiktigare än i ett börsnoterat företag. Jetpak upplever att tålmodet från private equity företagen kan uppfattas som kort. Ledningen jobbar under hård tidspress med påtryckningar från styrelsen. Detta då private equity bolaget vill öka tempot som ska leda till snabbare förändringar. Ulf Berghult nämner att Thules mål alltid har varit relativt långsiktiga, även efter Nordic Capitals inträde. Målet har hela tiden varit att bygga ett stabilt företag i syfte att höja värdet fram tills en exit.

5.2 BOLAGSSTYRNING

Separationen mellan ledningens och ägarnas mål kan enligt agentteorin, förenas med incitament och övervakning. En effektiv bolagsstyrning skall ge incitament åt styrelsen och ledningen att agera i ägarnas intresse. Vidare utser ägarna en styrelse för att övervaka ledningen i syfte att säkerställa att ägarnas intresse uppfylls. Styrelsen är därmed det primära organet för att begränsa agentproblemet.

Den teoretiska referensramen visar att det finns tre generella mekanismer för en styrelse att styra ledningen: kontroll, incitament och värderingar.

Vidare visar den teoretiska referensramen att private equity företag hanterar separationen mellan ledningen och ägarna genom att använda ägandeskapet som ett viktigt styrmedel. Med ett signifikant ägandeskap i ledningen kan private equity företaget minimera agentkostnaderna genom ett förenat incitament att gemensamt

prestera mot önskvärd riktning. Vidare visar den teoretiska referensramen att private equity företag inför en mer aktiv övervakning och kontroll efter inträdet i det förvärvade företaget.

Det empiriska resultatet visar att private equity företagen bidrar med en ökad kontroll, en rådgivande styrelse, tydligare mål för ledningen samt incitamentsprogram för densamme. Samtliga fallföretag i denna studie är överens om att efter private equity företagets inträde verkar styrelsen i högre grad som ett kontrollerande organ. Georg Möller från Crem International påpekar att styrelsen påverkar ledningens beslutsprocesser i högre utsträckning än tidigare. Detta är något som har begränsat ledningens beslutsfrihet, men även gjort att företaget har tillgång till mer information genom private equity ägarnas expertis. På detta sätt kan mer genomtänkta beslut tas. Private equity företaget i Crem International kräver numera en utförligare och mer detaljerad rapportering, vilket har lett till en ökad kontroll av ledningen. Feedback och kritik ges mer kontinuerligt genom denna rapportering. Ledningen i Crem International har fått en större respekt för styrelsen och deras direktiv följs i högre grad. Även Christer Lenner från Gunnebo Industries påpekar att styrelsen styr ledningen i en högre utsträckning via rapporter och på så sätt utövar en större kontroll på ledningen än tidigare. Christer Lenner menar även att innan inträdet av private equity företaget var Gunnebo Industries betydligt mer decentraliserat. Den tidigare styrelsen arbetade primärt med att sänka företagets produktionskostnader. Numera deltar styrelsen mer aktivt i ledningsarbetet och driver på förändringar i en högre grad, där det primära fokuset istället ligger på att minska lagerbildningen och förbättra nyckeltalen. Även Erik Lautmann från Jetpak nämner att det skett en ökad kontroll av ledningen. Styrelsen hos Jetpak styr genom krav på rapportering men även via förbättrade redovisningsrutiner och kassaflödesanalyser. Inträdet har även lett till en närmare relation mellan styrelse och ledningen. I likhet med Crem har ledningsarbetet i Jetpak skärpts, numera följs direktiv från ägarna mer utförligt och noggrant. Även Ulf Berghult från Thule nämner att styrelsen agerar mer som ett kontrollorgan jämfört med private equity bolaget Candover som var tidigare ägare. Candover hade en mer rådgivande styrelse.

Ur ovanstående empiriska resultat är främst en av de generella mekanismerna i den teoretiska referensramen, som en styrelse kan använda för att styra ledningen, uttalad i fallföretagen, styrning genom kontroll.

Private equity bolag finansierar ofta sina inträden i bolag med en andel i banklån. Den teoretiska referensramen framhåller att private equity bolag påverkar bolagsstyrningen i ett förvärvat företag genom förändringar av företagets skuldsättning. Detta bidrar enligt teoretiska referensramen till en ökad press på ledningen att investera i lönsamma projekt och medför därmed att agentkostnader minskar och en bättre bolagsstyrning uppstår. I studiens empiriska resultat framgår det att skuldsättningsgraden har ökat i samtliga fallföretag. Skuldsättningen har ökat genom att private equity företagen har belånat bolagen för att finansiera dess förvärv. Detta har inneburit press på ledningen att öka företagets intjäningsförmåga och minskas slösaktiga utgifter och investeringar. Skuldsättningen är också ett sätt för private equity bolag att uppnå en ökad finansiell hävstång och genom detta uppnå ett ökat resultat, vilket ger ett högre företagsvärde. Fallföretagen har olika åsikter angående den ökade skuldsättningsgraden. Det bidrar till en större press på lageromsättningshastigheten, vilket är bra på kort sikt, men inte alltid är det bästa för företaget på lång sikt. Det medför även covenant som innebär begränsningar, ökad kontroll samt att rapporteringen blir hårdare och mer detaljerad.

Enligt den teoretiska referensramen arbetar private equity bolag med tydliga finansiella och operationella mål med primär fokus på den operationella utvecklingen. Det empiriska resultatet visar att ledningen efter inträdet i större utsträckning styrs av styrelsen genom uppsatta mål. Georg Möller från Crem International påpekar att efter inträdet av private equity företaget har styrelsen en klar och tydlig målbild för vad ledningen ska uppnå och menar att lönsamhetsmått är mer uttalade. Crem International har på grund av den tydligare målbilden för ledningen fått större ansvar och frihet, något som säger emot vad Georg Möller tidigare uttryckt om att beslutsprocessen är mer styrd av private equity företaget. Johan Jervehed från Gunnebo Industries menar att deras styrelse styr ledningen genom mål som är kopplade till finansiella planer. Företaget är mer styrt efter vissa nyckeltal, något som Johan Jervehed tycker är bra då ledningen har klara parametrar att förhålla sig till. Även Gunnebo Industries ledning är betydligt mer styrd än den tidigare ledningen, vilket enligt Johan Jervehed har medfört att en viss entreprenörsanda har försvunnit

från företaget. Styrelsen i Jetpak och Thule styr ledningen genom uppsatta mål med primär fokus på kassaflöden. Ökad fokus på kassaflöden och rapportering bottnar främst i företagets skuldsättning är relativt hög, vilket ställer högre krav och konstant kontroll på kassaflödet.

Ledningen ska sköta den operativa verksamheten. Den teoretiska referensramen visar hur bolagsstyrningen förändras efter inträdet av ett private equity företag och menar på att ledningen ofta byts ut i det förvärvade företaget. Motiveringen till utbytet av den sittande ledningen är att denna är lojal mot tidigare ägare och eventuellt inte beredd att genomföra tänkta förändringar. Ledningsutbytet kan därmed ses som en handling för att uppnå önskade värderingar i ledningen och en ökad lojalitet gentemot ägarna, vilket enligt den teoretiska referensramen är en mekanism för styrelsen att utöva styrning av ledningen. Utbytet av ledningen ska resultera i ett närmare samarbete och en lojalitet i ledningen att sträva efter ägarnas mål, vilket i sin tur resulterar i lägre agentkostnader. I det empiriska resultatet kan det påvisas att två av de fyra fallföretag, Jetpak och Crem International, har den gamla ledningen suttit kvar efter inträdet av ett private equity företag. I Thule satt endast två stycken kvar i ledningen efter inträdet. I Gunnebo Industries har ledningen byts ut till sin helhet. Detta då private equity företaget ansåg att företaget behövde en ledning som kunde bidra med nya idéer för att skynda på den önskade förändringsprocessen.

Den teoretiska referensramen visar, som ovan nämnt, att private equity företag ofta inför ett signifikant ägande i ledningen med syfte att styra detta organ och öka dess effektivitet. Därmed minskar agentkostnaderna och ägarna, styrelsens och ledningens intresse sammanflätas. Alla fyra fallföretag använder incitamentsprogram som en viktig faktor i styrningen av ledningen. Hos Crem International har incitamentsprogram införts som ger ledningen 15 procent av aktierna. Detta genomfördes för att ägare och ledning ska jobba mot samma mål, vilket i förlängningen leder till minskade agentkostnader säger Georg Möller, detta är i enlighet med den teoretiska referensramen. Även Gunnebo Industries använder sig av incitamentsprogram i högre utsträckning inom företaget efter inträdet. För att motivera ledningen att jobba efter uppsatta mål styr styrelsen ledningen via incitamentsprogram. Hos Jetpak har det skett betydande förändringar i styrelsens användning av incitamentsprogram sedan inträdet av private equity företaget.

Tidigare hade företaget relativt outvecklade incitamentsprogram som var en form av bonussystem. Numera innehar ledningen aktier och optioner i företaget. Genom denna aktion har private equity företaget sett till att företagets ledning i större utsträckning jobbar i samma intresse som företagets ägare. Även Thule har incitamentsprogram som en del av deras styrning av ledningen. Däremot har senaste uppköpet av Thule bidragit till att incitamenten har sjunkit. Enligt Ulf Berghult från Thule beror detta på att den nya ägaren har en annan syn på incitamentsprogram än den tidigare ägaren från England. Detta då engelska företag generellt sätt har en annan struktur på dess incitamentsprogram.

5.3 STYRELSESAMMANSÄTTNING

Den teoretiska referensramen framhåller att styrelsen i ett företag som förvärvats av ett private equity bolag ofta byts ut. Inträdet innebär även förändringar i företagets styrelsesammansättning. Private equity företag ställer krav på representation i styrelsen och innehar ofta de viktigaste posterna, såsom ordförande. Styrelsen tenderar även att domineras av personer med ägandeskap, vilket påverkas av det koncentrerade ägandet. Styrelsesammansättningen utformas ofta med en stor del av externa ledamöter med erfarenheter och expertis inom det förvärvade företagets bransch alternativt private equity branschen. Vidare visar den teoretiska referensramen att det är av vikt att ledamöter kan bidra med ett nätverk och en högre legitimitet till det förvärvade företaget. Styrelsen tenderar även att vara mindre till antalet ledamöter efter ett inträde av ett private equity bolag. Dessa styrelseförändringar resulterar, enligt den teoretiska referensramen, i en mer aktiv, involverad och inflytelserik styrelse som bidrar till ett närmare samarbete mellan styrelsen och ledningen. Detta leder sedan till en effektivisering av företagets övervakning.

Det empiriska resultatet visar att private equity företagen antingen tillsatt en ny styrelse eller bytt ut stora delar av den gamla. Studiens respondenter är samstämmiga om att styrelsen efter inträdet är mer aktiv och besitter unik kompetens. I Crem International:s styrelse sitter numera tre representanter från det ägande private equity företaget, två externa ledamöter samt företagets VD Georg Möller. Gunnebo Industries består idag av fyra personer från private equity företaget, två externa ledamöter och den tidigare VD:n. I Jetpak växte styrelsen med antalet ledamöter, från

fyra till sju. Styrelsen består efter inträdet av två personer från vardera private equity företag, två externa ledamöter samt en extern ordförande. I Thules styrelse efter inträdet sitter fyra personer som representerar private equity företaget, två tidigare ledamöter, tillika gamla koncernchefer, samt en ledamot som representerar en bank. Detta empiriska resultat visar att det är en relativt stor andel ledamöter som sitter i styrelsen som är representanter för det ägande private equity företaget. Utöver detta belyser även det empiriska resultatet att styrelsen har externa erfarna ledamöter som tillför kunskap och ett nätverk till företaget. Alla fyra fallföretag betonar att en ny ordförande har tillsatts som anses vara erfaren och välrenommerad.

I tre av fallföretagen har ledning och styrelse fått ett närmare samarbete, där styrelsen och ledningen regelbundet kommunicerar och där styrelsen bidrar med sin erfarenhet och expertis. I Crem International är relationen mellan styrelse och ledning relativt oförändrad. Samtidigt har ledningen fått en mer komplicerad beslutsprocess, vilket tyder på att relationen trots allt är förändrad. I Jetpak har styrelsens arbetsuppgifter förändrats genom att de numera är mer delaktiga i det operativa arbetet hos företaget. Vidare är styrelsen mer engagerade och mer pålästa än tidigare styrelse. Jetpak:s nya styrelse är betydligt mer aktiv än den tidigare, vilket framförallt märks på att kommunikationen mellan styrelsen och ledningen har ökat. Den nya styrelsen är med och påverkar företaget på ett tydligare sätt. Även i Gunnebo Industries utgör styrelsen, i större utsträckning än tidigare, en rådgivande roll till ledningen och menar att styrelsen besitter en större expertis efter inträdet. Thule, vars tidigare ägare också var ett private equity företag, har svårt att se på direkta skillnader mellan de nya ägarna och de gamla. Däremot påpekar de att den nuvarande styrelsen är väldigt aktiv och besitter en stor kunskap framförallt inom det finansiella området. Thule anser dock att ledningen klarar sig utan styrelsens aktiva stöd på det operativa planet. Däremot har samarbetet och relationen mellan styrelsen och ledningen förbättrats med den nya styrelsen och man strävar i större utsträckning efter samma mål.

6 SLUTSATS

I detta kapitel presenteras de teoretiska och empiriska slutsatserna som har diskuterats i analysen. I slutsatsen kopplas den teoretiska referensramen samman med de empiriska resultaten från studierna av våra fallföretag. Vidare diskuteras slutsatsens generaliserbarhet för att utvärdera applicerbarheten på andra fall än studiens fallföretag. Kapitlet avslutas med förslag på framtida studier inom samma empiriska och teoretiska område.

6.1 TEORETISK REFERENS RAM MOT EMPIRISKA RESULTAT

För att besvara hur bolagsstyrningen i ett företag förändras efter inträde av ett private equity företag, har en teoretisk referensram konstruerats och fallstudier av fyra svenska företag har utförts som resulterat i ett empiriskt resultat. Efter att den teoretiska referensramen ställts i relation till det empiriska resultatet kan följande slutsatser dras.

I den teoretiska referensramen presenteras agentteorin som en grundläggande teori om relationen mellan ägarna och ledningen inom ett företag. En slutsats som kan dras av det empiriska resultatet är att private equity företag lägger stor fokus på att minimera separationen i denna relation, vilket enligt teorin minskas med ökad övervakning och bruk av incitament. Det empiriska resultatet visar att samtliga företag upplever att private equity företag vid inträdet i ett förvärvat företag utökar befintliga eller inför incitamentsprogram. Vidare visar de empiriska resultaten en mer ökad kontroll med mer utförlig rapportering, övervakning och stramare ekonomistyrning. En anledning till denna ökade fokus kan vara att private equity företagen med sitt kortsiktiga ägande måste få ledningen att arbeta mer fokuserat och efter tydliga mål. En annan förklaring till den ökade fokusen på att minska agentkostnaderna vid inträdet av ett private equity företaget skulle kunna vara att ägarstrukturen förändras. Exempelvis har det framkommit i de empiriska resultaten att ett utav private equity bolagens inträde påkallades av ett generationsskifte och en framtida internationalisering. Förändringar i ägarstrukturen från ett familjeägt företag till ett företag ägt av ett private equity bolag kan ligga till grund för det ökande behovet av incitament och kontroll.

Ett alternativt synsätt till agentteorin är stewardshipteorin. Det empiriska resultatet visar att denna teori inte är i överensstämmelse med bolagsstyrningen hos portföljbolagen till private equity företagen. Detta kan ställas i relation till studiens initiala uppfattning om att stewardshipteorin skulle utgöra en betydande roll i den teoretiska referensramen. Ett synsätt skulle kunna vara att ett private equity företag försöker simulera ett stewardförhållande genom att göra ledningen till signifikanta ägare i företaget. Detta ger ledningen motivation att agera mot samma mål som ägarna. Dock ska egentligen denna motivation, enligt stewardshipteorin, uppstå frivilligt.

Den teoretiska referensramen framhåller att när ett private equity företag förvärvar ett företag sker ett antal förändringar i bolagsstyrningen. Trots att fallföretagen medgivit att private equity företaget har ett mer kortsiktigt ägande är det ingen av fallföretagen som anser att private equity företagets inträde har resulterat i ett mer kortsiktigt drivande. Samtliga fallföretag påpekar att private equity bolaget agerar med ett långsiktigt perspektiv och att tidshorisonten är av samma längd som tidigare ägare. Vidare har det empiriska resultatet visat att fallföretagen har en större öppenhet och ett tätare samarbete mellan ledning och ägare efter inträdet av private equity bolaget. Samtliga fallföretagen i den empiriska studien belyser också att de upplever en ökad kontroll genom övervakning och rapportering. Alla fallföretag har även upplevt en ökat utnyttjande av styrning genom incitamentsprogram samt en ökad skuldsättning. Dessa förändringar är i enlighet med den teoretiska referensramen.

Vid ett inträde av ett private equity företag framhåller fallföretagen en förändring av styrelsens roll och styrelsens sammansättning. Samtliga fallföretag beskriver även att styrelsen har intagit en mer kontrollerande roll efter inträdet av private equity företaget. Två av fallföretagen upplever även att styrelsen efter inträdet har en mer rådgivande roll i förhållande med ledningen. Enligt den teoretiska referensramen varierar behovet av den rådgivande rollen i en styrelse beroende på ett antal företagsspecifika faktorer. Detta kan vara en anledning till att denna roll inte är framträdande i samtliga fallföretagen och därav upplever inte alla fallföretagen denna förändring efter ägarskiftet. Ur det empiriska resultatet kan vi därför, i mer eller mindre utsträckning, identifiera två av tre generella roller som en styrelse utgör. Däremot har det inte framkommit i de empiriska resultaten att styrelsen utgör en

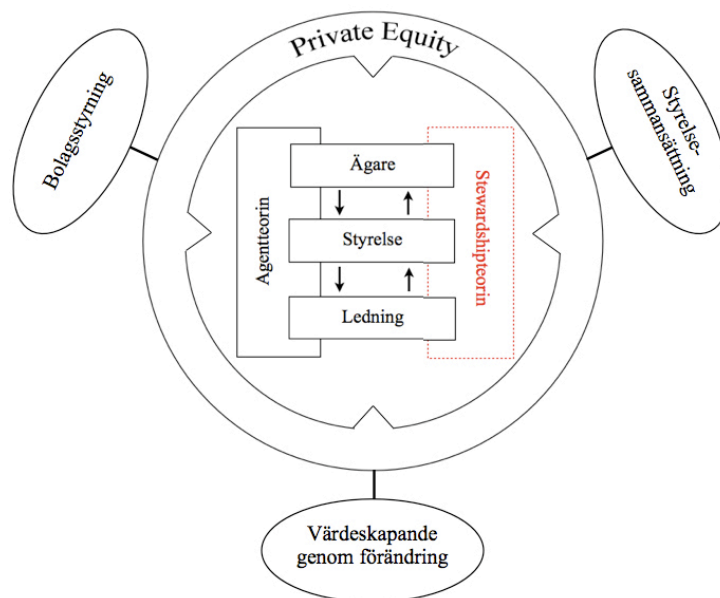
uttalad resursberoende roll. Vidare kan det inte heller urskiljas av det empiriska resultatet att styrning av företagsledningen utförs med hjälp av värderingar.

Enligt den teoretiska referensramen sker följande förändringar i styrelsens sammansättning vid ett inträde av ett private equity företag: krav på representation, byte av styrelsen, färre antal ledamöter, ökad andel externa ledamöter, närmare samarbete med ledningen. Samtliga fallföretag bekräftar att private equity företaget har en dominerande representation i ett förvärvat företags styrelse. Tre av fallföretagens styrelser avgick i helhet vid inträdet av private equity bolaget. I Thules styrelse byttes alla ledamöter ut förutom två tidigare koncernchefer. Vidare har tre av fallföretagen upplevt ett närmare samarbete mellan styrelse och ledning. Utifrån dessa förändringar stämmer den teoretiska referensramen överens med det empiriska resultatet. Att styrelsen minskar till antalet styrelseledamöter och utgörs av en större andel externa ledamöter kan däremot inte utläsas av det empiriska resultatet. Detta på grund av att fallföretagens styrelser har blivit större, mindre eller oförändrade till antalet. Vidare framhåller alla fallföretag att det har lagts vikt vid att rekrytera en extern välrenommerad styrelseordförande.

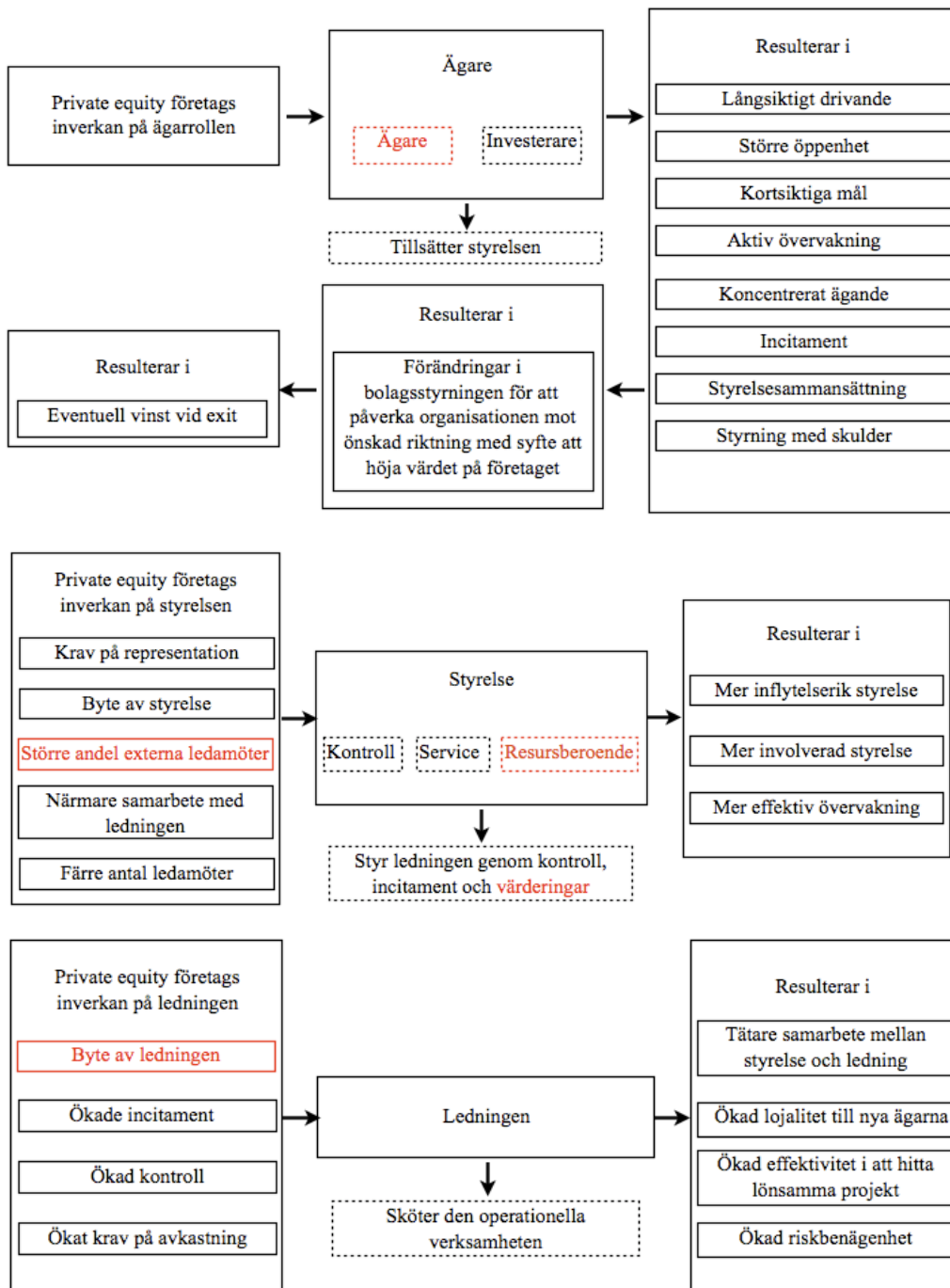
Den teoretiska referensramen belyser att ett private equity företag ofta ändrar i ledningens sammansättning alternativt byter ut hela det förvärvade företags ledning. Studiens empiriska resultat visar att inget av fallföretagen har bytt ut hela sin ledning som följd av förvärvet. Denna slutsats skulle dock kunna förklaras med att den tidigare forskning, som denna del av den teoretiska referensramen bygger på, ej är utförd på svenska bolag. Detta kan därmed påverka utfallet av funna skillnader. Därmed skulle kulturella skillnader i bolagsstyrning ligga till grund för tendensen att ett private equity bolag byter ut ledningen i helhet efter ett övertag. Det empiriska resultatet visar en splittrad bild angående förändringar utförda i ledningens sammansättning. Hälften av fallföretagen beskriver att ledning är helt oförändrad. I resterande två företag har VD:n och andra delar av ledningen bytts ut efter inträdet. Ett av fallföretagen beskriver att ledningssammansättningen har ändrats till att inkludera ny ledningspersonal som inte har tidigare erfarenhet inom den bransch företaget verkar inom.

Den teoretiska referensramen framhäver att private equity företag ökar kraven på det förvärvade företags avkastning. De empiriska resultaten visar att samtliga fallföretag anser att inträdet av private equity bolaget har medfört högre uppsatta mål och krav gällande avkastning och lönsamhet.

Ovanstående slutsatser kan summeras och visas med justerade figurer, från den teoretiska referensramen (figur 3.1 och 3.2), av hur ett private equity bolag förändrar bolagsstyrningen efter dess inträde i ett förvärvat bolag. Det rödmarkerade i figurerna representerar delar av teoretiska referensramen som ej påfunnits i det empiriska resultatet.



Figur 6.1: Justerad figur av studiens teoretiska referensram



Figur 6.2: Justerad detaljering av studiens teoretiska referensram

6.2 GENERALISERBARHET

Som nämnts i metodkapitlet kan generaliserbarhet delas in i empirisk och teoretisk generaliserbarhet. Den empiriska generaliserbarheten tar upp i vilken grad som faktiska förhållanden råder i det undersökta materialet. Den teoretiska generaliserbarheten handlar om huruvida studiens resultat kan stärka en teori eller modell.

Då denna studie är kvalitativ, med endast fyra fallföretag och sju genomförda intervjuer, kan uppsatsen inte anses uppnå empirisk generaliserbarhet. I slutsatsen urskiljs det att den teoretiska referensramen till stor del stämmer överens med det empiriska resultatet. Förekommande avvikelser anses dock inte påverka relevansen av denna studie då författarna inte anser att avvikelserna är av central betydelse för den teoretiska referensramens tillförlitlighet. Detta då samtliga skillnader kan bero på antalet fallföretag och kontinentala skillnader mellan tidigare utförd forskning och härkomsten från denna studies fallföretag. Överensstämmelser och avvikelserna kan utläsas ur resonemanget ovan och i den nya teoretiska referensramen presenterad i de justerade illustrationerna ovan. Tack vare graden av överensstämmelse mellan teoretisk referensram och det empiriska resultatet bedöms den teoretiska referensramen som relevant och medför även att denna studie kan anses ha en teoretisk generaliserbarhet. Detta innebär att resultatet i denna studie kan vara applicerbart på andra företag som erhållit private equity kapital och i framtida studier om förändringar i ett företags bolagsstyrning efter ett inträde av ett private equity företag.

6.3 FÖRSLAG PÅ FRAMTIDA FORSKNING

Fortsatt framtida forskning kan utföras med nya infallsvinklar, andra intervjuade personer och fler/andra svenska fallföretag. Detta kan bidra och resultera i mer ingående slutsatser om specifika delar av denna studies teoretiska referensram om hur private equity företag förändrar bolagsstyrningen i dess förvärvade företag.

Framtida studier hade kunnat genomföras med fler intervjuade personer på flera olika nivåer inom fallföretagens organisation. Detta för att få en mer nyanserad bild av hur bolagsstyrningen påverkats längre ner i organisationen. Vidare hade intervjuer kunnat

göras med personer som till större utsträckning, än i denna studie, har liknande bakgrund och sitter på samma poster inom det specifika fallföretaget.

En intressant infallsvinkel hade också varit att göra en komparativ studie mellan fallföretag som visat en kraftig lönsamhetsökning och ställa dessa fall i förhållande till företag som visat en svag alternativt obefintlig lönsamhetsökning, efter inträdet. Detta med syfte att försöka kartlägga ”framgångsfaktorer” som ett private equity företag implementerar efter dess inträde i ett företag.

Framtida forskning hade även kunnat lägga en större tonvikt på gjorda förändringar ur private equity företagens perspektiv. Detta för att urskilja vilka förändringar private equity bolagen själva anser att dem gör. Denna uppsats empiriska studier har tagit med en respondent som representerat ett private equity företag. Slutsatsen från en studie med större betoning på private equity perspektivet hade sedan kunnat ställas i relation till slutsatserna i denna studie.

Denna studie visade att samtliga fallföretag fick en ökad belåningsgrad efter inträdet av ett private equity företag. Detta var mest framträdande i fallföretaget Thule, som har en betydande skuldsättningsgrad. Utifrån detta hade en intressant infallsvinkel på en framtida studie varit att undersöka hur stor skuldsättning portföljföretag får efter inträdet av ett private equity inträde och framförallt hur denna skuldsättning påverkar företaget och dess bolagsstyrning.

7 KÄLLFÖRTECKNING

7.1 TRYCKTA KÄLLOR

7.1.1 LITTERATUR

Alvesson, M & Sköldberg, K. *Tolkning och reflektion, vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur. 1996

Alvesson, M & Sveningsson, S. *Organisationer, ledning och processer*. Lund: Studentlitteratur. 2007

Berk, J & DeMarzo, P. *Corporate Finance: The Core*, Second edition. Pearson Education. 2010

Bryman, A & Bell, E. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber ekonomi. 2005

Bruner, R F. *Applied Mergers and Aquisitions*. New Jersey: John Wiely & Sons, Inc. 2004

Clarke, T. *International Corporate Governance – A Comparative Approach*. Routhledge. 2007

Eriksson, L-T & Wiedersheim-Paul, F. *Att utreda, forska och rapportera*. Malmö: Liber Ekonomi. 2006

Halvorsen, K. *Samhällsvetenskaplig metod*, Lund: Studentlitteratur. 1992

Jacobsen, D-I. *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra*. Lund: Studentlitteratur. 2002

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

Mohr & Nofsinger & Kim. *Corporate Governance*, 3d Edition. Pearson Prentice Hall. 2010

7.1.2 VETENSKAPLIGA ARTIKLAR

Collin, S-O. *Why are these Islands of Conscious Power Found in the Ocean of Ownership? Institutional and Governance Hypotheses Explaining the Existence of Business Groups in Sweden*, Journal of Management Studies, vol. 35, 1998, no 6, pp. 719-746.

Cuny, CJ & Talmor, E. *A theory of private equity turnarounds*. Journal of Corporate Finance, vol. 13, 2007, no 4, pp. 629-646.

Chung, J & Sustersic, J & Wang, Y & Weisbach, M & Yonker, S & State, O. *Leveraged Buyouts of Private Companies*, 2010

Davis & Schoorman & Donaldson, *Toward a Stewardship Theory of Management*. Academy of Management Review, vol 22, 1997, no. 1, pp 20-47

Johnson, J. L., Daily, C., M., & Ellstrand, A. E. *Boards of Directors: A Review and Research Agenda*. Journal of Management, vol. 22, 1996, no. 3, pp. 409-438.

Millson, R & Ward, M. *Corporate governance criteria as applied in private equity investments*, South African Journal of Business Management, vol. 36, 2005, no. 1, pp. 73-85.

Nikoskelainen, E; Wright, M. *The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts*. Journal of Corporate Finance, vol .13, 2007, no 4, pp. 511-537

Swanson, C. *The Shareholder: Owner or Investor?* Industrial Management, vol. 28, 1986, no 2, pp. 4-6.

Wright, M & Amess, K& Weir, C & Girma, S. *Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect*. *Corporate Governance: An International*

Review. vol. 17, 2009, no 3, pp. 353-375.

Wruck, K. H. *Private Equity, Corporate Governance, and the Reinvention of the Market for Corporate Control*. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, 2008, no 3, pp. 8-21

Grubb, M; Jonsson, S.. *The Operating Impact of Buyouts in Sweden*, *The Journal of Private Equity*, vol 11, 2007, no. 1: pp 22-39

Kelly, M.P. *Private Equity and Corporate Governance*, *The Corporate Board Magazine*, Sep/Oct 2007 issue.

Shourun G & Hotchkiss E. S. & Weihong S. *Do Buyouts (Still) Create Value*, *The Journal of Finance*, 2009.

7.1.3 RAPPORTER

Jetpak AB (2010) *Årsredovisning 2009*. Hämtad ifrån:

<http://www.jetpak.com/About%20Jetpak/Pages/AnnualReport.aspx> (2010-11-24)

Thule AB (2010) *Årsredovisning 2009*. Hämtad ifrån:

<http://basilicon.ipapercms.dk/Thule/thuleyearbook2009/> (2010-11-24)

7.2 ELEKTRONISKA KÄLLOR

Accent Equity AB

Beskrivning av Accent Equity AB. Hämtad från:

http://www.accentequity.se/staticP.aspx?staticP_ID=10 (2010-11-23)

Crem International AB

Crem International AB - Historia. Hämtad från:

<http://www.creminternational.se/default.asp?h=10&m=81&u=&uu=> (2010-11-23a)

Crem International AB - Coffee Queens historia. Hämtad från:

<http://www.creminternational.se/default.asp?h=10&m=15&u=&uu=> (2010-11-23b)

Crem International AB - Crem International. Hämtad från:

<http://www.creminternational.se/default.asp?h=10&m=82&u=&uu=> (2010-11-23c)

Crem International AB - Affärsida. Hämtad från:

<http://www.creminternational.se/default.asp?h=10&m=13&u=&uu=> (2010-11-23d)

E24

(2008-12-04) *Miljardsmäll för banker och Nordic Capital – Verkstadsindustrin*.

Hämtad från: http://www.e24.se/business/verkstadsindustri/miljardsmall-for-banker-och-nordic-capital_915373.e24 (2010-11-20)

Gunnebo Industrier AB

Gunnebo Industries - Historia. Hämtad från:

<http://www.gunneboindustries.com/sv-se/Koncernen/Om-gunnebo/Historia/> (2010-11-24)

Jetpak AB

Jetpak – Affärsida. Hämtad från:

<http://www.jetpak.se/Om%20Jetpak/Pages/V%C3%A5rAff%C3%A4rsida.aspx>
(2010-11-23a)

Jetpak – Boiler Plates. Hämtad från:

<http://www.jetpak.se/Press/Pages/Boiler%20Plates.aspx> (2010-11-23b)

Nordic Capital

Nordic Capital – Startside. Hämtad från:

<http://www.nordicapital.com/> (2010-12-14)

Polaris Equity AB

Polaris equity – Executive summary. Hämtad från:

<http://www.polarisequity.dk/default.aspx?pageId=5> (2010-11-24)

Segulah

Segulah – Portföljbolag. Hämtad från:

<http://www.segulah.se/nuvarande/gunnebo-industrier.aspx> (2010-11-24)

SVCA

(2009-05-28) *Den svenska private equity-marknaden*. Hämtad från:

http://www.svca.se/common/load_ext_file.asp?Source=ext_pagesx&ContainerID=4252&id=83 (2010-11-23)

(2010) Frågor och svar om private equity. Hämtad från:

<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageId=13763> (2010-11-23)

Thule AB

Thule AB - Historia. Hämtad från:

[http://www.thule.com/sv-](http://www.thule.com/sv-SE/SE/About%20Thule/The%20Thule%20Story/History.aspx)

[SE/SE/About%20Thule/The%20Thule%20Story/History.aspx](http://www.thule.com/sv-SE/SE/About%20Thule/The%20Thule%20Story/History.aspx) (2010-11-23a)

Thule AB – Om företaget. Hämtad från:

[http://www.thule.com/sv-](http://www.thule.com/sv-SE/SE/About%20Thule/Company%20Facts/Our%20Structure.aspx)

[SE/SE/About%20Thule/Company%20Facts/Our%20Structure.aspx](http://www.thule.com/sv-SE/SE/About%20Thule/Company%20Facts/Our%20Structure.aspx) (2010-11-23b)

7.3 MUNTliga KÄLLOR

Georg Möller, Crem International AB, VD och styrelseledamot, 2010-11-23 kl 15:40, telefonintervju.

Johan Jervehed, Gunnebo Industries AB, Senior Vice President och HR- & kommunikationschef, 2010-11-23 kl 14:00, telefonintervju.

Christer Lenner, Gunnebo Industries AB, Styrelseledamot och förra VD:n, 2010-11-29 kl 10:00, telefonintervju.

Erik Lautmann, Jetpak AB, VD, 2010-11-25 kl 10:00, telefonintervju.

Håkan Söderbäck, Jetpak AB, Styrelseledamot i Jetpak AB, partner och investment manager i Accent Equity Partners, 2010-12-01 kl 10:00, telefonintervju.

Ulf Berghult, Thule AB, CFO, 2010-11-26 kl 10:00, personintervju.

Anders Pettersson, Thule AB, Styrelseledamot och förra koncernchefen, 2010-12-01 kl 11:00, telefonintervju.

8 BILAGA

8.1 INTERVJUFRÅGOR

Bakgrundsinformation:

1. Kan du beskriva vem du är och vilken roll/position du har i företaget?
 - Hur länge har du jobbat inom företaget?
 - Har du varit anställd inom företaget före och efter inträdet av private equity bolaget (PE- bolaget)?
2. Vad är din allmänna uppfattning om PE- bolag? För och nackdelar?

Innan ägarskiftet:

3. Vad ledde till PE- bolagets inträde?
 - Var det ni som påkallade deras intresse? I så fall varför?
 - Var det på deras initiativ? I så fall, hur reagerade du/ni på nyheten?
 - Vilka hot/möjligheter såg du när du fick reda på att inträdet skulle ske?
4. Varför tror du att PE- bolaget valde att investera i er verksamhet?
 - Vad tror du att intentionen med dess inträde var?
5. Hur var ert styrelsearbete och bolagsstyrning utformad innan inträdet av PE- bolag genomfördes?
6. Genomförde ni några förberedande förändringar i bolagsstyrningen innan inträdet när ni fick vetskap om dess inträde? Vilka ändringar?
 - Om Ja - Utfördes dessa på uppmaning av PE- bolaget eller på eget initiativ?
 - Om på eget initiativ - varför?

Efter ägarskiftet:

Styrelsen:

7. Byttes styrelsen i sin helhet ut vid inträdet av PE- bolaget?
 - Hur många av den tidigare styrelsen sitter idag kvar efter inträdet?

8. Hur har styrelsens sammansättning och arbetsuppgifter förändrats efter PE-bolagets inträde? Positivt/negativt?
9. Vilka förändringar i bolagsstyrningen genomförde PE-bolaget efter dess inträde?
- Hur förändrades företagets skuldsättning?
 - Varför gjordes dessa ändringar?
 - Uppstod några motsättningar? I så fall vad?
10. Hur har krav, kriterier, arbetssätt och målsättningen i styrelsens och ledningens beslutsfattande förändrats efter inträdet av PE-bolaget? Positivt/negativt?
11. Sker all bolagsstyrning på initiativ av styrelsen?
- Kringgås styrelsen med beslut/förslag av ägarna själva?
12. Hur fritt känner du att styrelsen kan arbeta efter egna intressen?
- Hur påverkas styrelsen av externa intressenter?

Ledningen:

13. Byttes ledningen ut vid inträdet? Varför?
- Vilka kriterier användes när företagsledningen rekryterades?
14. Tillsattes en ny VD i och med inträdet? Varför?
15. Hur har inträdet påverkat förhållandet mellan ledning och styrelse? Känner du att dessa två organ arbetar åt samma mål i ert företag? Hur nära är samarbetet?
16. Hur har ledningens sammansättning och arbetsuppgifter förändrats? Varför?
17. Hur anser du att ledningens riskbenägenhet har förändrats efter inträdet jämfört med innan inträdet?

PE- bolaget:

18. Vilka för- och nackdelar anser du PE- bolagets inträde har medfört i ert företag?
19. Om du fritt fick välja - vilken är den största skillnaden i ert företag efter inträdet?
20. Har PE- bolaget en mer eller mindre aktiv roll i bolagsstyrningen än tidigare ägare och hur skiljer det sig?
21. Anser du att PE- bolaget tillför ett ökat värde jämfört med tidigare ägare?
 - Har lönsamheten ökat i företaget sen PE- bolaget gjorde inträde?
 - Kan du relatera denna värdeökning till PE- bolaget?
22. Har PE- bolaget tillfört kunskap, expertis och/eller råd som är vitala för verksamheten?
 - Har inträdet medfört ökat nätverk/kontakter som varit vitala för verksamheten?
23. Vet ni om PE- bolagets exitstrategi?
 - Vad är PE- bolagets exitstrategi?
 - Hur ser ni på denna strategi?
24. I det stora hela, anser du att PE- bolagets inträde varit positivt eller negativt för företaget i helhet? Vad är motiveringen till svaret?