



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

Kandidatuppsats 2011

Private Equity

– En fallstudie av bolagsstyrning och värdeskapande inom buyouts

Handledare:
Matts Kärreman

Författare:
Marc Bouvier
Viggo Broström
Johan Heigard

Sammanfattning

<i>Examensarbetets titel:</i>	Private Equity – En fallstudie av bolagsstyrning och värdeskapande inom buyouts
<i>Seminariedatum:</i>	13 januari 2011
<i>Ämne/kurs:</i>	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 högskolepoäng
<i>Författare:</i>	Marc Bouvier, Viggo Broström, Johan Heigard
<i>Handledare:</i>	Matts Kärreman
<i>Fem nyckelord:</i>	Private Equity, Corporate Governance, Värdeskapande, Buyout, Portföljbolag.
<i>Syfte:</i>	Uppsatsens syfte är dels att granska och beskriva private equity-bolagens arbete med fokus på de förändringar i corporate governance som sker inom portföljbolagen, dels att studera om dessa insatser kan leda till värdeskapande.
<i>Metod:</i>	Abduktiv ansats och kvalitativ metod.
<i>Teoretiska perspektiv:</i>	Teorikapitlet är utformat utifrån teorier som tidigare forskning visat, leder till värdeskapande under en buyout.
<i>Empiri:</i>	Uppsatsens empiriska underlag består av sex intervjuer uppdelade i tre enskilda case.
<i>Resultat:</i>	Stor del av det bolagsstyrningsarbete som teorin menar leder till värdeskapande sker även i de tre undersökta casen. Ur det undersökta empiriska materialet framkommer den stora betydelse private equity-bolagens bolagsstyrningsarbete har på värdeskapande processer som sker i portföljbolagen.

Abstract

<i>Title:</i>	Private Equity – A case study of corporate governance and value creation in buyouts
<i>Date of Seminar:</i>	January 13th 2011
<i>Course:</i>	FEKK01, Bachelors essay, 15 Swedish Credits
<i>Authors:</i>	Marc Bouvier, Viggo Broström, Johan Heigard
<i>Supervisor:</i>	Matts Kärreman
<i>Nyckelord:</i>	Private Equity, Corporate Governance, Value Creation, Buyout, Portfolio Company.
<i>Purpose:</i>	The purpose of this essay is partly to examine and describe the work performed by private equity-companies and the impact it has on corporate governance, and partly to investigate if these efforts can create value.
<i>Methodology:</i>	Qualitative methodology and abductive approach.
<i>Theoretical perspective:</i>	The theoretical framework is constructed using theories which according to previous research add value in a buyout.
<i>Empirical Foundation</i> :	This essays empirical base consists of six different interviews divided into three cases.
<i>Results</i>	Most of the corporate governance work the theoretical framework describes as value creating is consistent with the work performed in each examined case. From the empirical information collected, the great impact corporate governance has on value creation in the portfolio companies is further acknowledged.

1	INLEDNING	7
1.1	BAKGRUND	7
1.2	PRIVATE EQUITY	8
1.3	CORPORATE GOVERNANCE	9
1.4	VAD ÄR VÄRDE OCH HUR MÄTS DET?	10
1.5	BOLAGSSTYRNINGENS ROLL SOM VÄRDESKAPARE	10
1.6	PROBLEMDISKUSSION	11
1.7	SYFTE	12
1.8	AVGRÄNSNING	12
1.9	MÅLGRUPP	13
1.10	DISPOSITION	13
2	METOD	14
2.1	ANSATS – DEDUKTIV ELLER INDUKTIV?	14
2.2	KVALITATIV ELLER KVANTITATIV METOD?	14
2.3	FALLSTUDIE	15
2.4	VAL AV FALLFÖRETAG	16
2.4.1	<i>Diskussion av företagsvalen</i>	17
2.5	VAL AV TEORI	17
2.6	DATAINSAMLING	18
2.6.1	<i>Sekundärdata</i>	18
2.6.2	<i>Primärdata</i>	18
2.7	INTERVJUMETOD	18
2.8	FRÅN RÅDATA TILL UPPSATSENS EMPIRIKAPITEL	19
2.9	VALIDITET OCH RELIABILITET	19
2.10	KÄLLKRITIK	21
2.11	METODDISKUSSION	22
3	TEORI	23
3.1	DEN VÄRDESKAPANDE PROCESSEN	23
3.2	PRIVATE EQUITY	24
3.2.1	<i>Kännetecken</i>	24
3.2.2	<i>Private equity i Sverige</i>	24
3.2.3	<i>Bra eller dåligt?</i>	25
3.2.4	<i>En lönsam investering</i>	25
3.2.5	<i>Styrning</i>	26
3.2.6	<i>Management buyout och leveraged buyout</i>	26
3.3	CORPORATE GOVERNANCE	27
3.3.1	<i>Principal-agent</i>	27
3.3.2	<i>Corporate governance och private equity</i>	28
3.4	DIREKTA HJÄLPMEDEL	29
3.5	INDIREKTA HJÄLPMEDEL	31
4	PRESENTATION AV FALLFÖRETAG	36
4.1	CASE 1 – RATOS – HAGLÖFS	36
4.1.1	<i>Ratos</i>	36
4.1.2	<i>Haglöfs</i>	37

4.1.3	<i>Haglöfs tid med Ratos</i>	38
4.2	CASE 2 – NORDIC CAPITAL – MENIGO	38
4.2.1	<i>Nordic Capital</i>	38
4.2.2	<i>Menigo Foodservice</i>	39
4.2.3	<i>Menigos tid med Nordic Capital</i>	40
4.3	CASE 3 – EQT – ALERIS	40
4.3.1	<i>EQT</i>	40
4.3.2	<i>Aleris</i>	41
4.3.3	<i>Aleris tid med EQT</i>	42
5	EMPIRI	42
5.1	CASE 1	42
5.1.1	<i>Intervju, Ratos</i>	43
5.1.2	<i>Intervju Haglöfs</i>	45
5.2	CASE 2	48
5.2.1	<i>Intervju Nordic Capital</i>	48
5.2.2	<i>Intervju Menigo Foodservice</i>	51
5.3	CASE 3	55
5.3.1	<i>Intervju, EQT</i>	55
5.3.2	<i>Intervju, Aleris</i>	59
6	ANALYS	63
6.1	ANALYSMODELL	63
6.2	CASE 1 – RATOS – HAGLÖFS	63
6.2.1	<i>Direkta hjälpmedel</i>	63
6.2.1.1	<i>Empiridiskussion</i>	63
6.2.1.2	<i>Analysdiskussion</i>	64
6.2.2	<i>Indirekta hjälpmedel</i>	66
6.2.2.1	<i>Empiridiskussion</i>	66
6.2.2.2	<i>Analysdiskussion</i>	67
6.2.2.3	<i>Avslutande diskussion</i>	69
6.3	CASE 2 – NORDIC CAPITAL – MENIGO	70
6.3.1	<i>Direkta hjälpmedel</i>	70
6.3.1.1	<i>Empiridiskussion</i>	70
6.3.1.2	<i>Analysdiskussion</i>	71
6.3.2	<i>Indirekta hjälpmedel</i>	73
6.3.2.1	<i>Empiridiskussion</i>	73
6.3.2.2	<i>Analysdiskussion</i>	74
6.3.2.3	<i>Avslutande diskussion</i>	77
6.4	CASE 3 – EQT – ALERIS	79
6.4.1	<i>Direkta hjälpmedel</i>	79
6.4.1.1	<i>Empiridiskussion</i>	79
6.4.1.2	<i>Analysdiskussion</i>	80
6.4.2	<i>Indirekta hjälpmedel</i>	82
6.4.2.1	<i>Empiridiskussion</i>	82
6.4.2.2	<i>Avslutande diskussion</i>	87
6.5	SAMMANFATTANDE DISKUSSION	88
7	SLUTSATS	90

7.1	RESULTATMÄSSIGA OCH EMPIRISKA SLUTSATSER.....	90
7.1.1	<i>Har vi uppnått syftet med uppsatsen?</i>	90
7.1.2	<i>Kan vi besvara kritiken som berörs i problemdiskussionen?</i>	91
7.1.3	<i>Vad tycker vi?</i>	92
7.2	TEORETISKA SLUTSATSER.....	93
7.3	METODOLOGISKA SLUTSATSER.....	93
7.4	AVSLUTANDE ORD.....	94
7.5	FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....	95
7.6	TACK TILL.....	95
8	BILAGOR.....	101
8.1	BILAGA 1. FRÅGOR PRIVATE EQUITY- BOLAG.....	101
8.2	BILAGA 2. FRÅGOR TILL PORTFÖLJBOLAG.....	102

1 Inledning

1.1 Bakgrund

För drygt 30 år sedan etablerades den svenska private equity-branschen på allvar. Sedan dess har branschen utvecklats extremt snabbt och har gradvis fått en allt större ekonomisk inverkan på samhället, till att idag utgöra en obestritt viktig del av det svenska näringslivet. Branschen har kommit att engagera fler och fler personer, både i egenskap av investeringsform och som arbetsgivare. De svenska private equity-bolagen förvaltade år 1985 tillsammans ca 1,5 miljarder kronor. Motsvarande belopp är idag närmare 500 miljarder kronor. Branschaktörerna har ägarintressen i omkring 700 bolag som sysselsätter ca 180 000 personer i Sverige. Vidare har Sveriges private equity-finansierade företag tillsammans en omsättning som motsvarar ca 8 % av Sveriges BNP.¹

Samtidigt som man konstaterar att private equity som fenomen har kommit att bli mycket mer betydande, har det också blivit ifrågasatt. Dess ändamålsenlighet och i synnerhet dess värdeskapande tvistas det om. Studier visar att private equity-bolagen når framgång, och förmår skapa värde inom sina förvärvade bolag. Men på vilket sätt? Delade meningar råder. Vissa menar att private equity-bolag besitter hög kompetens och kapitalkraft som är oundgänglig för deras portföljbolag. Medan andra menar att all sorts värdeökning inom portföljbolagen endast grundar sig i kapitalomflyttning.²

Med anledning av dessa åsiktsskiljaktigheter finner vi att det vore intressant att försöka utröna huruvida det värdeskapande som sker inom private equity-bolagens portföljbolag är sprunget ur private equity-bolagens kompetens och inflytande eller om det endast är en kapitalangelägenhet. I händelsen att det förstnämnda förmenandet är det sanna, är det vidare intressant att finna vad för typ av kompetens som är relevant för eventuellt värdeskapande, och inom vilket område. Vi har valt att inrikta oss på private equity-bolagens corporate governance (dvs. bolagsstyrning) inom portföljbolagen, för att se hur detta arbete påverkar värdeskapande. Mycket av den forskning som har bedrivits inom området har negligerat den process inom private equity där bolagsstyrningen har som störst inverkan, nämligen den värdeskapande fasen.³ Därför anser vi att inriktningen blir än mer relevant.

I följande stycken ska vi kort redogöra för uppsatsens viktigaste moment – private equity, corporate governance och värdeskapande. Detta gör vi för att ge läsaren en övergripande

¹ SVCA, 'Den svenska private equity-marknaden', på SVCA.se. Jan 2011, besökt 26 november 2010, <http://svca.se/Kunskapscenter/Presentationer/>

² J. Adler, 'Storch om riskkapitalbolagensaffärer: "Det är ett pyramidspel".' På Di.se. Maj 2005, besökt den 10 december 2010, http://di.se/Default.aspx?pid=63204__ArticlePageProvider&epslanguage=sv

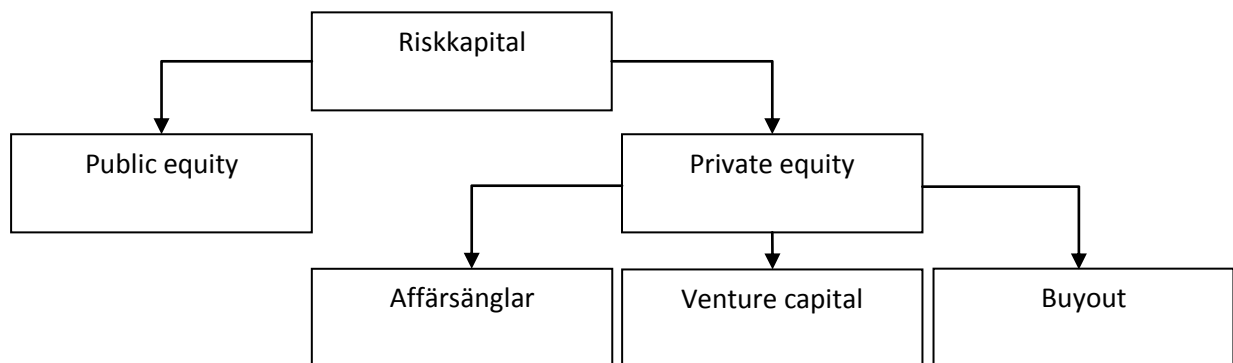
³ A. Berg, O. Gottschalg, 'Understanding value generation in buyouts' Journal of Restructuring Finance, vol. 2, n° 1 Mars 2005, pp. 9-37

förståelse kring de ämnen som ligger till grund för uppsatsen. Vi kommer att presentera en mer djupgående beskrivning av dessa i ett senare skede av uppsatsen.

1.2 Private equity

Private equity är ett samlingsbegrepp för investeringar som görs utanför börsen med aktivt ägarengagemang under en begränsad tidsperiod. I Sverige har begreppet kommit att bli synonymt med riskkapital (även om riskkapital formellt också innefattar public equity, dvs. investeringar i börsnoterade bolag). Denna svenska benämning ska inte förväxlas med engelskans venture capital, som är en undergrupp av private equity med fokus på företag inom en sådd-, start-up- eller expansionsfas, och som ofta har ett negativt kassaflöde. Private equities övriga undergrupper är affärsänglar och buyout.

Affärsänglar är privatpersoner, generellt med tidigare erfarenhet av entreprenörskap, som investerar i företag (till vilka de inte har familjeanknytning) i syfte att utveckla dem för att ge avkastning. Buyout-bolag investerar i företag som befinner sig i en expansions-, mognads- eller nedgångsfas, som generellt har behov av aktiva ägare med finansiell kraft och i regel har positiva kassaflöden. Gemensamt för de tre typerna är att företagen som det investeras i har god tillväxt- och utvecklingspotential.⁴



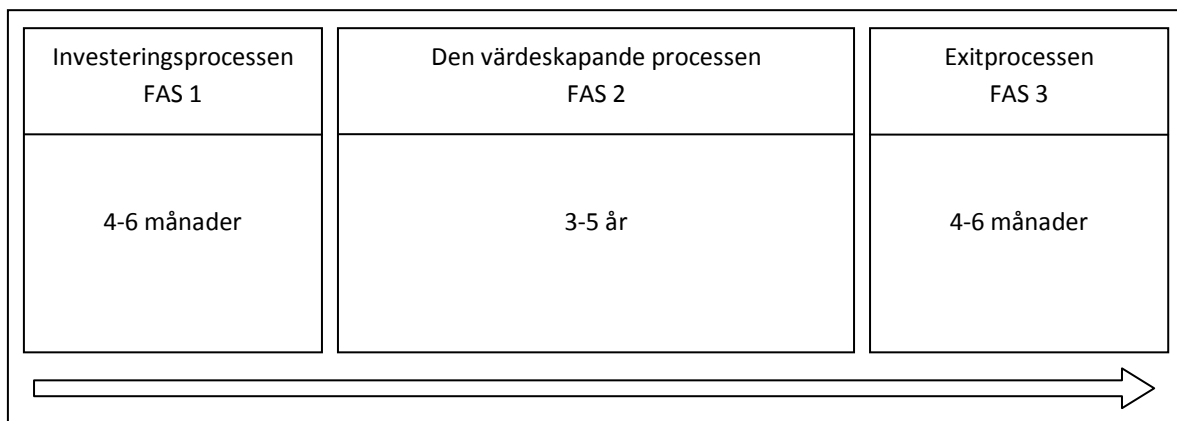
(Källa: SVCA, 'Den svenska private equity marknaden')

En buyout-process kan delas in i tre olika skeden eller faser. Under den första fasen, kallad investeringsfasen, sker en noggrann värdering och bedömning av företaget för slutgiltig förhandling. Investeringsfasen är normalt sett 4-6 månader lång. Den andra fasen, den värdeskapande fasen, handlar till stor del om bolagsstyrning, strategiutveckling, men också om åtgärder som berör den operationella och finansiella verksamheten. Den värdeskapande fasen kan beskrivas som själva ägandeperioden och är vanligtvis 3-5 år lång. Under den sista

⁴ SVCA, Om riskkapital- Frågor och Svar. Jan 2011, besökt 26 november 2010, <http://svca.se/Om-riskkapital/Fragor-och-svar/>

fasen, exitfasen, handlar det om att hitta rätt försäljningsform, t.ex. börsnotering (IPO), återsäljning till entreprenör, eller finansiell försäljning.⁵

Private equity har som investeringsform varit mycket lönsam. Jämfört med motsvarande index för smallcap-bolag, har private equity-bolagens portföljbolag de senaste fyra åren uppnått både högre tillväxt och lönsamhet.⁶



(Källa: SVCA, ' Den svenska private equity marknaden')

1.3 Corporate governance

Corporate governance, eller bolagsstyrning som den svenska översättningen är, handlar om att säkerställa att bolag sköts på bästa möjliga och mest effektiva sätt för aktieägarna.⁷ Det har framkommit som en effekt av separationen mellan ledning och ägare⁸ och essentiellt handlar det om att bolag som inte styrs av ägarna själva ändå ska sätta ägarna i fokus. Detta ger bättre förtroende för företagen på kapitalmarknaden och skapar på så sätt bättre omständigheter för dem att generera riskvilligt kapital från investerare.⁹

Särskilt inom företag med spritt ägande och utan starka ägare, råder det stor risk för att företagen inte drivs med ägarnas intressen i fokus. Därför ges aktieägarna ett kraftigt verktyg för att påverka, via möjligheten att kunna välja sin representation i företaget genom att utse en styrelse. Styrelsen är tänkt att övervaka ledningen och handla utifrån aktieägarnas intressen. Dess viktigaste uppgift är att utse en ledning som sköter det dagliga arbetet i företaget.¹⁰ Men styrelse och ledning kan ha avvikande intressen, ha andra uppfattningar om avkastningsnivå, ersättningar, finansiell struktur och risktagande. Aktieägarna ser t.ex. oftast helst att deras

⁵ SVCA, 'Den svenska private equity-marknaden'

⁶ SVCA, 'Den svenska private equity-marknaden'

⁷ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Bolagsstyrning.se- Bolagsstyrning. Dec 2010, besökt den 20 november 2010, <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning>

⁸ K. Kim, J. Nofsinger, D. Mohr, *Corporate governance, third edition*. Pearson Education Inc. New Jersey USA, 2010

⁹ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Op. cit.

¹⁰ Kim et al, op. cit.

investering skall vara säker, ha god avkastning och utdelning, och vissa ser ingen nytta i exempelvis stora bonusar till ledningen. En VD kan å andra sidan förespråka höga lönenivåer och ökat risktagande då han eller hon, privatekonomiskt, inte berörs på samma sätt vid eventuella förluster. Denna intressekonflikt kallas i facktermer för principal-agent-problemet, vilket är något som tydligare kommer att redogöras för i uppsatsens teorikapitel.

Med god bolagsstyrning minskar risken för att sådana intressekonflikter uppkommer. För att hjälpa bolagsstyrningen på traven har, förutom viss lagstiftning, olika former av regler och riktlinjer för corporate governance uppkommit i stora delar av världen. Detta har till stor del skett i form av s.k. koder för corporate governance.¹¹

1.4 Vad är värde och hur mäts det?

Det värde som skapas under en buyout-process kan ta sig uttryck i flera olika former. Värde kan skapas dels i reda pengar, i private equity-bolagens fall i form av exitvinster (skillnad mellan försäljningspris och inköpspris inklusive eventuella tilläggsinvesteringar) eller genom den löpande avkastningen som investeringarna i portföljbolaget genererar. Dels genom ickemonetära former genom optimerade arbetsprocesser. Värde kan också genereras i mer svårsmätbara ickemonetära former. Ett lyckat samarbete mellan ett private equity-bolag och ett portföljbolag kan exempelvis ha positiv inverkan på företaget som optimerade produktions- och arbetsprocesser, positivt arbetsklimat osv, faktorer som på sikt ökar den långsiktiga tillväxtpotentialen.

En rad andra former av värdeskapande skulle kunna räknas upp. Kontentan är att värde kan uppstå i ett otal former, vissa mer och vissa mindre konkreta. Denna stora vidd har en betydande inverkan på mätbarheten. Att mäta värdeökning i form av exitvinst och avkastning är inte svårt, att mäta värdet av ett förbättrat arbetsklimat och långsiktig tillväxtpotential är svårare. Samtidigt utgör begreppet en central del av vår uppsats och diskussionen på området har därför blivit ganska omfattande. Mot bakgrund av rådande begränsningar, med hänseende till uppsatsens omfattning och tidsram, har vi valt att mäta värdeskapande enligt följande – dels rent monetärt i form av exitvinst och årlig genomsnittlig avkastning, dels genom en kvalitativ bedömning av hur bolagsstyrning upplevs ha påverkat värdeskapandet.

1.5 Bolagsstyrningens roll som värdeskapare

Utöver den problematik som beskrivits ovan finns även andra komplikationer gällande urskiljande och mätbarhet av värde. Det värde som skapas under en buyout-process kan nämligen inte heller härledas till en enskild eller ens ett par olika faktorer. Det är snarare ett

¹¹ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 'Bolagsstyrning'. Dec 2010, besökt den 20 november 2010, <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning>

resultat av en rad olika parametrar som samverkar i en komplex process under buyout-transaktionens samtliga skeden.¹²

Bolagsstyrningens roll som enskild värdeskapare är i den meningen något svårbestämd. Därtill är många av de förändringar som sker i ledning och styrning svåra att koppla till några direkta ekonomiska värdeökningar. Det som dock är tydligt, vilket också framgår i mycket av litteraturen på området är att bolagsstyrning, om det utförs effektivt, skapar mycket goda förutsättningar för att reella ekonomiska värdeökningar ska kunna ske. Detta är någonting som vi kommer behandla och gå in på närmare under uppsatsens teoretiska kapitel.

1.6 Problemdiskussion

I arbetets inledning beskrevs hur private equity-bolag under ett historiskt perspektiv varit lönsamma ur en investeringssynvinkel. I jämförelse med motsvarande small cap-index har bolagen genererat såväl högre avkastning som tillväxttakt.¹³ Men huruvida denna värdeökning är en konsekvens av private equity-bolagens arbete råder det, som vi nämnde innan, delade meningar om. Vissa kritiker menar bland annat att värdeökningen uteslutande beror på en förändrad kapitalstruktur där portföljbolagen belånas hårt, och att private equity-bolagens övriga engagemang i bolagen inte har någon positiv inverkan.¹⁴ Kritik har även riktats mot tidsaspekten med private equity som ägarform, då det har ansetts medföra alltför kortsiktiga investeringshorisonter. Detta ska, enligt kritikerna, inte vara optimalt för marknaderna, då det inte leder till en tillräckligt långsiktig investeringskälla för bolagen på marknaden.¹⁵ Samtidigt har många andra en positiv inställning till branschen. Däribland private equity-bolaget Ratos VD Arne Karlsson, som svarar på den förstnämnda kritiken med uttalandet: "Det är nonsens att riskkapitalbolagen inte skapar några värden. Nästan 90 procent av avkastningen från våra exits kommer från intern industriell utveckling".¹⁶

Meningsskillnaden är tydlig och vare sig det bara är en förflyttning av resurser och risk till en mer gynnsam kapitalstruktur eller verklig utveckling och värdeskapande kvarstår faktumet att såväl avkastning som tillväxt för portföljbolagen varit högre än för den övriga marknaden. På förhand är det svårt att ställa några klara hypoteser kring det hela, även om vi gärna skulle vilja se att värdeökningen inte bara är en produkt av ökad belåning utan uppstår genom en kombination av ökat kunnande och andra synergieffekter. Något som tyder på det senare, alltså att private equity-bolagen faktiskt utför ett värdeskapande genom kompetent arbete, är tillgänglig statistik på området. Den svenska private equity-branschen utgör i dag 8 % av BNP

¹² Berg et al. pp. 5

¹³ SVCA, 'Den svenska private equity-marknaden'

¹⁴ J. Adler, 'Storch om riskkapitalbolagensaffärer: "Det är ett pyramidspel".'

¹⁵ M. Svensson, 'Krav i Bryssel på hårdare tag mot private equity'. På Affärsvärlden.se. April 2007, Besökt den 10 december 2010, <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2582451.ece>

¹⁶ J. Adler, op. cit.

med en årlig omsättning på 250 miljarder kronor.¹⁷ Branschens tillväxt, utbredning och omfattning bör om något peka på att bolagens arbete faktiskt leder till reell värdeökning.

I teorin finns stöd för båda sidor. Achim Berg och Oliver Gottschalg skriver i sin artikel, *Understanding Value Generation in Buyouts*, att värdeskapande kan uppstå genom interna processer i portföljbolagen utan private equity-bolagens involvering. Men också att det kan uppstå som ett resultat av en lyckad interaktion mellan de två parterna.¹⁸ Även Nicolaus Loos drar i sin studie, *Value Creation in Leveraged Buyouts*, liknande slutsatser.

Vi avser att genom vår uppsats granska och beskriva private equity-bolagens arbete i portföljbolagen. Fokus kommer ligga på de förändringar i corporate governance som sker under den värdeskapande fasen.

Tilläggs bör, att de resultat vi kommer fram till, den analys som görs och de slutsatser som dras i denna uppsats baseras på de ingående fallstudierna och kan inte appliceras generellt på branschen.

1.7 Syfte

Uppsatsens syfte är dels att granska och beskriva private equity-bolagens arbete med fokus på de förändringar i corporate governance som sker inom portföljbolagen, dels att studera om dessa insatser kan leda till värdeskapande.

1.8 Avgränsning

Vi kommer i uppsatsen avgränsa oss till private equity-bolag verksamma inom det så kallade buyout-segmentet (investeringar i etablerade företag i en expansions-, mognads- eller nedgångsfas). Vi bortser således från en granskning av de två andra investeringsformerna inom private equity, affärsänglar och venture capital. Givet uppsatsens omfattning anser vi oss inte ha utrymme nog för att på ett bra sätt beskriva även dessa investeringsformer. Vi ämnar med uppsatsen att enbart granska private equity-bolag på den svenska marknaden.

Vidare kommer fokus ligga på private equity-bolag utifrån ett corporate governance-perspektiv under den värdeskapande processen. Ingen granskning av bolagens interaktion under investerings- eller exitfaserna kommer följaktligen att ske. Figurerna på sida sju och åtta beskriver avgränsningen.

¹⁷ SVCA, Om riskkapital- Riskkapital i siffror. Jan 2011, besökt 26 november 2010, www.svca.se/Om-riskkapital/Riskkapital-i-siffror/

¹⁸ Berg et al. pp.10

1.9 Målgrupp

Uppsatsen är ämnad för studenter med intresse för private equity och corporate governance, men även för andra studenter med förkunskaper inom företagsekonomi. Vi hoppas också att uppsatsen ska väcka intresse hos personer aktiva inom private equity-branschen.

1.10 Disposition

Kapitel 2 – Metod

Metodkapitlet redogör för uppsatsens tillvägagångssätt.

Kapitel 3 – Teori

Teorikapitlet utgår från en närmare beskrivning av begreppen corporate governance, private equity samt principal agent-teorin. Det centrala i vår teoretiska referensram är dock de teorier som beskrivs leda till värdeskapande. Ett mindre ramverk har utformats för dessa där vi delar in dem i direkta och indirekta hjälpmedel.

Kapitel 4 – Presentation av fallföretagen

I detta kapitel presenteras uppsatsens fallföretag. Sekundärdata är främst hämtad från respektive företags årsredovisningar och hemsidor.

Kapitel 5 – Empiri

I empirikapitlet redogörs sammanfattande vad som framkom under datainsamlingen från fallföretagen. Kapitlet består av sex intervjuer uppdelade i tre enskilda case

Kapitel 6 – Analys

I detta kapitel analyseras insamlad empiri utifrån den teoretiska referensramen. En analysmodell beskriver upplägget för kapitlet. Analysen sker inledningsvis i de tre casen, avslutningsvis finns en sammanfattande diskussion.

Kapitel 7 – Slutsats

I detta kapitel presenteras uppsatsens slutsats och förslag på vidare forskning.

2 Metod

2.1 Ansats – deduktiv eller induktiv?

En studie kan ha två olika ”rena” ansatser som utgångspunkt, deduktiv eller induktiv.

Den deduktiva ansatsen utgår från teorier och slutar med en avstämning gentemot empirisk data. Tanken är att hypoteser och förväntningar skapas ur tidigare teorier och empiriska rön, dessa hypoteser prövas sedan mot egeninsamlad empirisk data för att se huruvida de stämmer. Utifrån resultatet, bekräftas eller förkastas sedan teorin. Viss kritik har riktats mot metoden då forskaren tenderar att enbart leta efter information som denne finner relevant, och på så sätt försöker bekräfta sina tidigare förväntningar.¹⁹

Den induktiva ansatsen har, till skillnad från den deduktiva, sin utgångspunkt i empirin. Här är tanken att forskaren, utan några tidigare förväntningar, ska gå ut i verkligheten och samla in empirisk data och sedan formulera teorier utifrån dessa. Avgörande är att inget ska begränsa den information som samlas in. Mycket av den kritik som riktats mot metoden består av föreställningen om att människan inte kan granska någonting helt utan förutfattade meningar och förväntningar.²⁰

Vi kommer i uppsatsen varken att använda oss av en renodlad deduktiv eller induktiv metod, utan av vad som kallas för en abduktiv metod. Den abduktiva metoden är ett mellanting av de två ovanstående ansatserna och tillåter författaren att växelvis skifta mellan teoretiska föreställningar och empiriska data.²¹ Givet uppsatsens struktur, där utgångspunkten görs i teori följt av en omfattande empirisk insamling och till sist landar i en avstämning mellan teori och empiri, anser vi att den abduktiva ansatsen är mest lämplig.

2.2 Kvalitativ eller kvantitativ metod?

Då vi har som avsikt att undersöka och tolka ett fenomen som vi på förhand inte har djupgående förkunskaper kring, och givet antalet undersökningsenheter har vi valt att använda oss av en kvalitativ metod. Denna metod är lämplig då avsikten med uppsatsen är att undersöka ett fenomen på djupet. Vidare beskrivs metoden som lämplig då utgången av undersökningen på förhand är oklar och då syftet är att genom tolkning försöka skapa större klarhet i ett fenomen.²² En kvantitativ metod hade istället krävt goda förkunskaper och en problemställning med önskan att urskilja breda resultat från ett stort antal undersökningsenheter.²³

¹⁹ D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?* Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen, upplaga 1:5. Studentlitteratur AB, Lund, 2002. pp.34-35

²⁰ D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?* pp. 35, 43

²¹ M. Alvesson, K. Skoldberg, *Tolkning och reflektion*, Studentlitteratur AB, Lund 1994

²² D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?* pp. 143-145

²³ D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?* pp. 55-61

Slutligen anser vi att den kvalitativa metoden är lämplig för uppsatsen då den möjliggör vissa ändringar och omformuleringar av uppsats och problemformulering.²⁴ Denna flexibilitet menar vi är lämplig då uppsatsen eventuellt kommer att anta vissa riktingsförändringar allteftersom datainsamlingen sker.

2.3 Fallstudie

Eftersom uppsatsen följer en kvalitativ ansats och då vi avser att undersöka hur ett fenomen ter sig i verkligheten i jämförelse med teorin, förefaller det rimligt att finna ett par fallföretag som kan exemplifiera eventuella samband. Detta gör vi genom fallstudier, en metod i sammanhanget så vanlig att den närmast betraktas som synonym med den kvalitativa forskningen.²⁵

Enligt Yin (1989) är en fallstudie en empirisk undersökning som behandlar och beskriver ett fenomen i sitt verkliga sammanhang.²⁶ En fallstudie tillåter även datainsamling från många olika variabler samtidigt och är därmed fördelaktig vid deskriptiv forskning.²⁷ Vidare beskrivs fallstudier som lämpliga då man vill förstå ett fenomen på djupet.²⁸ Dessa är faktorer som alla ligger i linje med uppsatsens ansats och syfte.

I fallstudien avser vi att belysa hur ledning- och styrningsarbetet har upplevts från två olika perspektiv, det vill säga dels från private equity-bolaget i egenskap av ägare, dels från ett portföljbolag i egenskap av private equity-ägt innehav. Fallstudien delas upp i tre enskilda case enligt bilden nedan.

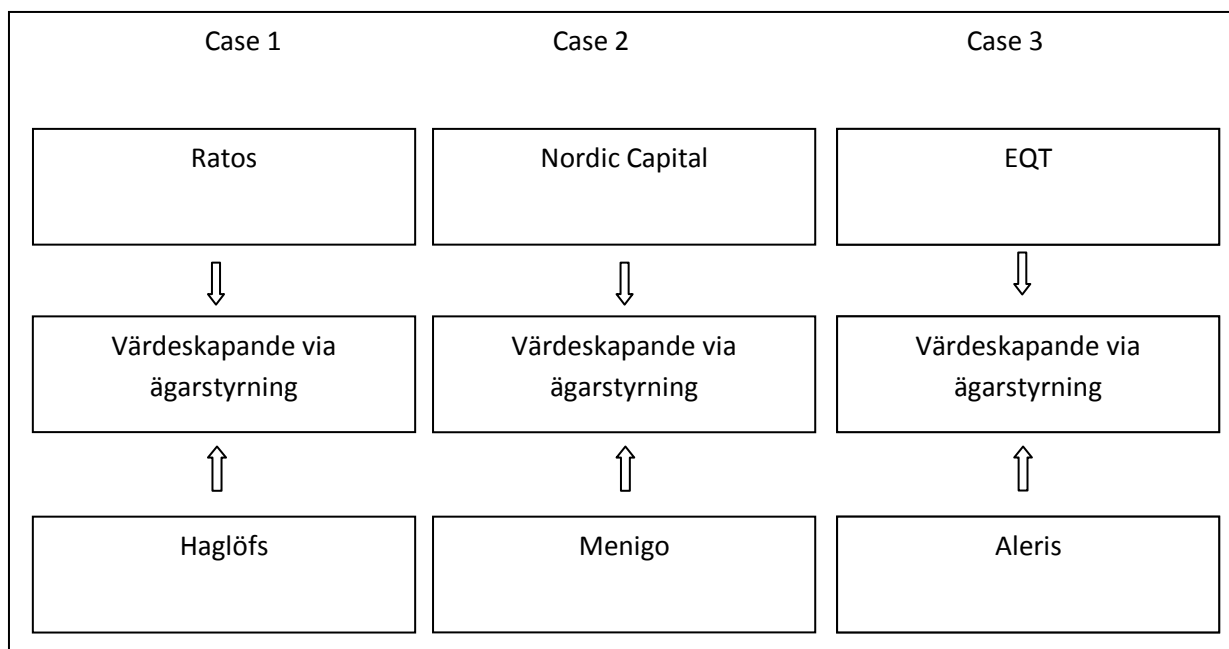
²⁴ D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?* pp. 142

²⁵ U. Lundahl, P.H. Skärvad, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, upplaga 3:11, Studentlitteratur AB, Lund 2009, pp. 185

²⁶ *ibid.*, pp. 187

²⁷ K. Halvorsen, *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur AB, Lund 1989 pp. 67

²⁸ Lundahl et al. *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, pp. 187



(Källa: Egen konstruktion)

2.4 Val av fallföretag

De aktuella private equity-företagen valdes först och främst på basis av deras relevans i förhållande till syfte och avgränsning, de är alla aktiva inom buyout-segmentet och lägger stor vikt vid aktiv bolagsstyrning. En klart avgörande faktor var också tillgången på relevant information. Vi hade via tidigare kontakter goda informationsingångar på de valda private equity-bolagen. Detta har, i vår mening, näst intill varit en förutsättning för att kunna etablera en första kontakt med företagen. De valda private equity-bolagen är Ratos, Nordic Capital samt EQT. Via de kontakter vi haft i företagen har vi sedan funnit lämpliga representanter för uppsatsen. Det vill säga personer med insikt i portföljbolagen. Genom private equity-bolagen fick vi hjälp att välja ut portföljbolag. De valda portföljbolagen är Haglöfs, Menigo och Aleris. Alla är tidigare innehav som avvecklats med vinst under de senaste fem åren (Nordic Capital har fortfarande kvar visst ägarintresse i Menigo). Att innehaven varit lyckade kan tänkas underlätta urskiljandet av positiva paralleller mellan specifika åtgärder och värdeökning. Genom private equity-bolagen fick vi också kontakt med personer med motsvarande nyckelroller inom portföljbolagen, det vill säga personer med insikt i ägandeförhållandet mellan de två parterna. Detta var en avgörande faktor för att kunna studera hur private equity-bolagens bolagsstyrning uppfattats och fungerat. Private equity-bolag kan knappast ses som en homogen grupp utan är snarare en heterogen grupp företag aktiva på den finansiella marknaden.²⁹ Den största skillnaden mellan våra fallföretag är att Ratos är börsnoterat medan EQT och Nordic Capital inte är det. Av portföljbolagen är Haglöfs verksamt inom sällanköpshandeln, Aleris inom vårdsektorn och Menigo inom

²⁹ S. Kaplan, A. Schoar, 'Corporate governance: From accountability to enterprise, Accounting and Business Research', vol.29, no.04, pp. 337-352.

livsmedelsdistribution. Skillnaderna mellan Ratos, EQT och Nordic Capital kommer vi att behandla närmare i vår analys, vilket tillför en ytterligare dimension i studerandet av ägarstyrning och dess inverkan.

2.4.1 Diskussion av företagsvalen

Vår första ansats vid val av fallföretag var att finna innehav som varit lyckade ur ett ekonomiskt perspektiv, med det menat att de har haft en hög årlig avkastning och genererat stora exitvinster. Detta för att underlätta mätbarheten och urskiljandet av samband mellan värdeökning och bolagsstyrningsarbete. De ursprungliga portföljbolagen var Haglöfs, Aleris och KappAhl. Alla mycket ekonomiskt gynnsamma innehav med stora exitvinster. Dock blev vi på grund av svårigheter i kommunikationen tvungna att bortse från KappAhl. Istället fick vi via Nordic Capital kontakt med ett nytt portföljbolag, matvarugrossisten Menigo Foodservice. Detta innebar vissa komplikationer gällande vår första ansats att mäta värdeökning i rent monetära termer. Menigo börsnoterades inte vid försäljningen utan såldes vidare till ett annat matvaruföretag. Detta innebar att tillgången på finansiella resultat, exempelvis exitresultat och avkastning var väldigt svåra att tillgå (Nordic Capital ger av praxis inte ut sådan information). På grund av detta beslöt oss för att ta med ytterligare en parameter för värdemätning. Genom att göra en kvalitativ bedömning av hur bolagsstyrningsarbetet upplevts ha skapat värde i Menigo, kan vi förhoppningsvis få indikationer och se samband mellan bolagsstyrningen och värdeskapandet även i det fallet. Mätningen av parametern riskerar att bli något vinklad då respektive företags representanter eventuellt kan måla upp en allt för positiv bild av situationen, detta är någonting som vi får vara uppmärksamma på. En positiv aspekt i företagsbytet var dock innehavstiden. Nordic Capital hade ett hundra procentigt ägarintresse i Menigo under mer än fyra år (de innehar fortfarande drygt 30 % av företaget), medan ägarperioden i KappAhl varade endast i ett år. Detta bör innebära att bolagsstyrningen fått bättre fäste och i högre grad påverkat arbete och resultat i Menigo.

2.5 Val av teori

Den teori vi använder oss av är vald i avsikt att bemöta uppsatsens syfte och problemdiskussion. Viss teori har även tillkommit för att redogöra för relevanta och återkommande begrepp såsom private equity och corporate governance, liksom en diskussion avsedd att klargöra för begreppet värde och värdemätning.

Tyngdpunkten i vår teoretiska referensram är förlagd till teorier ämnade att förklara hur värde kan skapas inom en buyout-process genom bolagsstyrning. Teorierna innefattar åtgärder som på ett eller annat sätt kan tillämpas genom bolagsstyrning under den värdeskapande processen. Dessa är vidare indelade i, vad vi har valt att kalla för, direkta och indirekta hjälpmedel.

2.6 Datainsamling

För att på bästa möjliga sätt besvara uppsatsens syfte kommer vi att använda oss av såväl primärdata som sekundärdata.

2.6.1 Sekundärdata

Vår avsikt är att genom sekundärdata beskriva corporate governance-arbete ur ett private equity-perspektiv. Vi vill klargöra för alla begrepp samt föra en inledande undersökning kring branschen och hur corporate governance-arbete, i teorin, kan leda till värdeskapande. Vi vill även, inför insamlingen av primärdata, se hur de olika fallföretagen officiellt förhåller sig till bolagsstyrning. Sekundärdata inhämtades från Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), private equity-bolagens och dess portföljbolags årsredovisningar, pressmeddelanden och hemsidor. Den teoretiska referensramen utgörs av litteratur och vetenskapliga artiklar.

2.6.2 Primärdata

Våra primärdata utgör merparten av vårt empiriska material består av intervjuer med nyckelpersoner från private equity-bolag och från portföljbolag. Avsikten är att få en bild av private equity-bolagens arbete från två olika perspektiv, dels från private equity-bolaget i egenskap av ägare, dels från portföljbolaget i egenskap av private equity-ägt innehav. Uppsatsens respondenter är följande:

Stig Karlsson, Industriell rådgivare, Ratos.

Mats Hedblom, VD, Haglöfs.

Måns Folkesson, Partner, Nordic Capital.

Fredrik Gren, VD, Menigo Foodservice.

Jannik Kruse Petersen, Senior Director, EQT.

Fredrik Järsten, Director of business development, Aleris.

2.7 Intervjumetod

En intervju kan ta sig uttryck i en rad olika former. Ett vanligt sätt att skilja på de olika intervjutyperna är att dela upp dem efter graden av standardisering. Karakteristiskt för en intervju med hög grad av standardisering är att såväl frågeformuleringen som ordföljden mellan frågorna är bestämda på förhand. Denna typ av intervju är lämplig vid insamlingen av hårda data från ett stort urval, till exempel vid undersökning av försäljningsvolym eller liknande. Icke-standardiserade intervjuer är betydligt mer flexibla i sin utformning, frågeformulering och ordföljd kan väljas under intervjuens gång, huvudsaken är de frågor som

ställs täcker informationsbehovet. Denna metod ger en mer nyanserad bild av en situation och ger tillfälle för en mer personlig bedömning.³⁰

Då vår avsikt med intervjuerna är att ta reda på och jämföra hur de olika bolagen upplevt private equity-bolagens arbete, dels från private equity-bolagens, dels från portföljbolagens perspektiv, känns det logiskt att utgå från en färdig mall. Dock avser vi att även kunna ställa följdfrågor för att få mer uttömmande svar. Lösningen blir följaktligen att använda oss av vad som kallas för en semistandardiserad metod. Frågorna är då bestämda på förhand men samtidigt finns utrymme för följdfrågor.³¹ På detta sätt bör vi relativt enkelt kunna tolka och jämföra insamlad data, och samtidigt få lite mer djup och personlig vinkling på svaren.

2.8 Från rådata till uppsatsens empirikapitel

De data som samlades in vid intervjutillfällena har bearbetats i enlighet med de metoder som beskrivs av Jacobsen (2002). Materialet var till en början väldigt omfattande och några resultat var i detta skede svåra att urskilja. För att få en mer lättöverskådlig bild av materialet transkriberades intervjuerna, som samtliga bandats, till text. Dessa texter sammanfattades och anpassades sedan efter upplägget i vår teoretiska referensram, dvs. med en uppdelning efter direkta och indirekta hjälpmedel. Samtligt intervjuunderlag finns bifogat i uppsatsens bilaga.

2.9 Validitet och reliabilitet

En viktig uppgift för uppsatsförfattare är att söka minimera eller eliminera eventuella problem med validitet, dvs. giltighet, och reliabilitet, dvs. tillförlitlighet. För att tillförsäkra sig om detta, är det viktigt att anta ett kritiskt förhållningssätt till insamlad data.³² Validitet kan vidare delas upp i inre och yttre validitet. Inre validitet behandlar hur väl författaren lyckas mäta det denne avsett att mäta.³³ Litteraturen beskriver att en hundra procentig inre validitet knappast kan uppnås i praktiken men att det är viktigt att klargöra graden av inre validitet och vara medveten om eventuella felmarginaler.³⁴ Den yttre validiteten behandlar huruvida studiens resultat är generaliserbara och går att applicera i andra sammanhang.

För att få en tydligare och mer generaliserbar bild av hur bolagsstyrning kan leda till värdeökning kan man tänka sig att denna uppsats hade behövt inkludera fler antal intervjuer. Givet omfattning och tidsram hade vi tyvärr inte möjlighet till detta. Dock, anser vi, att de respondenter som deltagit varit högst insatta och besuttit relevant information. Givet de förutsättningar som har förelegat har vi, i vår mening, lyckats mäta det som vi avsett att mäta på bästa möjliga sätt.

³⁰ Lundahl et al., *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, pp. 115-116

³¹ *Ibid.* pp. 116

³² D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?* pp. 255

³³ Lundahl et al., *op. cit.*, pp. 150

³⁴ Lundahl et al., *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer* pp. 150

Reliabilitet handlar om graden av tillförlitlighet och pålitlighet som råder vid en undersökning, frånvaron av slumpmässiga fel helt enkelt. Hög reliabilitet är en förutsättning för validiteten, och ett perfekt mätinstrument riskerar att bli värdelöst om det tillämpas på fel sätt.³⁵

Vi kan konstatera att intervjuobjekten, i alla de tre fallen, arbetar för private equity-bolagen, respektive för portföljbolagen. Därmed är deras åsikter sannolikt i arbetsgivarnas favör, vilket kan innebära att deras förhållningssätt till intervjufrågorna till viss del är färgade och svaren de ger inte är fullständigt objektiva. Det kan t.ex. leda till att private equity som fenomen blir överdrivet positivt uppmålat. Lundahl och Skärvad menar dock att det delvis är en självklarhet och något ofrånkomligt att berättande källor är tendentiösa och vinklade. När ett händelseförlopp skall återges måste alltid urval göras, och varje berättelse av ett händelseförlopp sker med utgångspunkt från ett visst perspektiv. Men vidare menar de att händelseförloppen kan vara vinklade av sådana skäl som att berättaren kan ha ett egenintresse av att vinkla framställningen på ett visst sätt.³⁶ Sådant kan fallet tänkas vara vad gäller våra intervjuobjekt. Ytterligare problem med intervjuer som källa, är att intervjuobjekten (vare sig subjektiva eller objektiva) är enstaka personer och deras tolkning av sekundärkällorna, som ger upphov till intervjusvaren, kan vara bristande. Lundahl och Skärvad menar att perceptionen är selektiv, vilket innebär att man bara ser vad man väntar sig se, vill se, är intresserad av att se eller har nytta av att se. På så sätt, menar de, är det lätt att göra felaktiga tolkningar av det som ses.³⁷

Ett annat potentiellt problem med primärdata är närhetsaspekten. Enligt Lundahl och Skärvad är en vanlig uppfattning, när det gäller att avgöra en berättande källas sanningshalt, att ju större närhet (i både tid och rum) som den berättande källan har haft till den studerade händelsen, desto större möjlighet har den att återge en korrekt bild av händelseförloppet. Denna närhet är dock inget tillräckligt kriterium på att det som återges är sant. Buyoutprocesserna avseende de portfölj företag som vi har studerat ligger nära i tiden. Aleris och Haglöfs avyttrades under 2010, även delförsäljningen av Menigo skedde 2010 och bolaget ägs fortfarande till 33 %. Således torde de inblandade intervjuobjekten ha processen i någorlunda färskt minne. Fyra av sex intervjuer gjordes via telefon, vilket kan tänkas skapa problem (och positiva effekter) av olika slag. Men Denscombe (2002) menar att telefonintervjuer ska vara lika tillförlitliga som intervjuer där intervjuobjektet är fysiskt närvarande.³⁸ Intervjuerna gjordes via Skype, och spelades in. Intervjuerna med representanterna från Aleris och Menigo gjordes ”öga mot öga”, och skedde i konferensrum tillhörande de respektive företagen. Även dessa spelades in.

Man får inte glömma bort att det inte bara är intervjuobjekten som bör kritiseras, utan även intervjuaren själv. Jacobsen (2002) menar att resultatet av och innehållet i en intervju påverkas av intervjuaren och kontexten intervjun befinner sig i. Dessa faktorer kallar han för

³⁵ Ibid, pp. 152

³⁶ Ibid.

³⁷ Ibid.

³⁸ M. Denscombe, *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur AB, Lund, 2002

intervjuareffekten och kontexteffekten. Intervjuareffekten baseras på att intervjuarens fysiska närvaro kan påverka intervjuobjektets beteenden och svar. Exempelvis kan denne få för sig att svara på frågorna på ett ”korrekt” sätt, eller såsom intervjuaren önskar. Om frågorna, å andra sidan, ställs via telefon blir intervjuobjektet avskärmad från intervjuaren och intervjuareffekten minimeras. Kontexteffekten innebär, i sin tur, att intervjuens plats påverkar intervjuens utgång. Ett möte i intervjuobjektets naturliga miljö beskrivs skapa en säkerhetskänsla hos objektet och denne tenderar att få en mer naturligt och avslappnat beteende. Om intervjun i stället bedrivs utanför den naturliga miljön riskerar objektet att få ett mer konstlat beteende.³⁹ Vi menar (med stöd från Jacobsen, 2002) att tack vare att intervjuerna, med undantag för två, utfördes via telefon (Skype), så minimerades dessa effekter. Vi blev avskärmade från våra intervjuobjekt och dessa fick därtill besvara frågorna i sin naturliga miljö.

I övrigt är det nämnvärt att våra intervjuobjekt, i egenskap av deras positioner som beslutsfattare inom respektive företag, kan tänkas vara mer pålitliga än en person vars befattning innebär mindre inflytande i företaget. Detta grundar vi på att ledande befattningar i allmänhet, bör innebära en högre grad av övervakande (och därmed rimligtvis mer insyn i företaget), samt en större möjlighet till att påverka inom företaget.

2.10 Källkritik

Då källkritiken mot primärdata tillfyllest inbegreps i stycket ”Validitet och reliabilitet”, så ägnas detta stycke åt kritiken mot sekundärdata. Vi finner, vad gäller denna, först och främst att de årsredovisningar och prospekt som vi har använt oss av bör vara av högsta gradens tillförlitlighet. Dessa är i första hand strängt övervakade av revisorer och i andra hand av granskande organ såsom Bolagsverket.

Vad gäller den tryckta litteraturen och artiklarna, kan man gå efter vissa av de linjer för källkritik som gäller för primärdata, nämnda under föregående rubrik. Närhetsaspekten är relevant även där. Författarna har i vissa fall själva gjort observationer och i vissa fall samlat in information från andra som kan tänkas vara gammal och måhända mindre relevant. Även perceptionsaspekten är viktig att ta upp. Författarna är enstaka personer och hur objektiva de än är motiverade att vara, påverkas tolkningarna av uppfattningar. Vidare är en del av litteraturen och artiklarna skrivna av utländska författare medan vi inriktar vår uppsats på enbart svenska case. Detta bör dock inte utgöra ett stort problem, bl.a. då inget av våra huvudämnen, private equity och corporate governance, märkvärt skiljer sig mellan länderna. (Dock skiljer sig uppsatta riktlinjer för corporate governance markant från land till land, detta är också något som vi kort tar upp, men är heller inte särskilt syftesrelevant för uppsatsen.)

Lundahl och Skärvad (1999) skiljer mellan förstahands- och andrahandskällor. En förstahandskälla bygger inte på en tidigare källa, vilket däremot en andrahandskälla gör.⁴⁰

³⁹ D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?*

⁴⁰ Lundahl et al. *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, pp. 224

Jacobsen (2002) förklarar vidare att förstahandskällan är information som har framtagits av en person som själv har varit närvarande vid en situation eller händelse som informationen baseras på. En andrahandskälla, menar författaren, är istället information från en person som inte har varit närvarande vid en händelse men som har hört om den från andra. Vi använder oss i denna uppsats flitigt av en artikel av författare Achim Berg och Oliver Gottschalg, och en studie av författare Nicolaus Loos. Dessa har, vid framställandet av sina texter, i sin tur använt sig av en mängd källor, vilket gör dem till andrahandskällor. Vi har använt oss av dessa texter, för att de samlar den mesta forskning gällande buyouts och värdeskapande, som är relevant för oss. Trots att dessa källor bör vara högst trovärdiga (i egenskap av vetenskaplig studie respektive vetenskaplig artikel), kan de ha bearbetat informationen på felaktigt sätt, gjort feltolkningar eller begränsats av andra sorters problem vid uppsamling av data.

Därutöver har nämnda författare högst sannolikt själva använt sig av andrahandskällor, vilket i vissa fall gör deras texter till tredjehandskällor (eller t.o.m. fjärdehands osv.). Jacobsen (2002) menar att ju längre bort vi kommer från förstahandskällan, desto fler personer har beskrivningen passerat, och att dessa personer gör sin egen tolkning, väljer ut sin egen information etc. I många fall är därför förstahandskällor att föredra. Samtidigt menar Jacobsen att det kan bero på problemställningen. I vissa fall kan det vara intressant att se hur en och samma händelse tolkas av olika personer. Då kan andrahands- och tredjehandskällor osv. vara lika nyttiga som förstahandskällor.⁴¹ Somliga av de källor vi har använt har varit av förstahandsslag, medan somliga (såsom Berg och Gottschalg och Loos) har varit av andrahandsslag. De senare har inneburit mängder av praktiska fördelar för oss vid framställandet av denna text, och vi hoppas och tror att de inte har medfört några större nackdelar i form av exempelvis bristande sanningsenlighet.

Vad gäller elektroniska källor har vi bl.a. använt oss av vissa branschföreningar, såsom Swedish Corporate Governance Board och SVCA (Swedish Venture Capital Association). Dessa källor kan tänkas vara vinklade till fördel åt branscherna de företräder. Således kan deras texter till viss del vara av subjektiv karaktär och eventuellt inte belysa diverse negativa aspekter knutna till det relevanta ämnet.

2.11 Metoddiskussion

Konstaterbart är att vår metod för att finna samband mellan corporate governance-förändringar i portföljbolagen och värdeskapande i desamma inte är optimal. För att kunna urskilja värdeskapande sprunget ur corporate governance-förändringar vore det att föredra att ha fler case (och dessutom case som tydligt skiljer sig åt i grad av framgång), för att få en nyanserad och grundlig bild av skeendet. Vidare skulle man, för att uppnå detta syfte, även kunna gå in djupare i detalj på vad i corporate governance-arbetet som faktiskt skapar värde. Önskvärt vore även att försöka finna ett sätt att skilja ut de övriga faktorer som skapar värde från corporate governance-faktorerna. En uppsats av denna egenart skulle även gynnas av att inbegripa något slags åtskiljning av olika typer av värden. Vår mätning av värde med hjälp av

⁴¹ D.I. Jacobsen, *Vad, hur och varför?* pp. 208

en monetär parameter (där värdeökningen räknas som exitvinst och årlig avkastning under innehavet) och en parameter i form av kvalitativt upplevt värdeskapande, har också sina begränsningar. Vi har påpekat såväl svårigheterna att definiera själva värdeskapandet som problemen med att mäta det.

Vi anser dock, givet uppsatsens omfattning och den tid vi har till vårt förfogande, att vår metod är den mest lämpade. Vi får en relativt nyanserad bild med tre olika case bestående av tre private equity-bolag och tre portföljbolag. Intervjuerna kommer vidare ge oss den insikt i casen som krävs för uppsatsen. Vi har använt oss av ”lyckade” innehav just för att kunna urskilja värdeökningar. Det blir mindre skillnad på dessa inputs men det ger oss möjlighet att bättre utvärdera de olika bolagens corporate governance-arbeten och avgöra vad som är lyckosamt med dem. Empirin kommer förhoppningsvis, tillsammans med den litteratur och de artiklar och studier osv som vi har att tillgå, vara goda komplement till varandra i arbetet med att nå vårt syfte.

Då resultat, analys och slutsatser i föreliggande arbete endast baseras på de ingående fallstudierna kan de dock inte säkerligen appliceras generellt på branschen. Härtill krävs fortsatta, bredare och mer djupgående studier.

3 Teori

3.1 Den värdeskapande processen

Den teoretiska referensramen är avsedd att, i linje med uppsatsens syfte och avgränsning, behandla de förändringar i bolagsstyrning som sker i ett private equity-ägt portfölj företag under den värdeskapande processen. Inga ansatser att behandla förändringar under vare sig investerings- eller exitfaserna kommer därför att göras. De processer som sker under dessa skeden är inte på samma sätt präglade av bolagsstyrning. Private equity-bolagens påverkan via corporate governance under dessa skeden beskrivs således som begränsad.⁴² Vi kommer därför göra en isolerad granskning av de förändringar i bolagsstyrning som äger rum under den värdeskapande processen. Vidare vill vi undersöka om förändringar i bolagsstyrning kan leda till värdeskapande.

Det totala värdet i en buyout-process uppstår som en produkt av en mängd olika faktorer. Berg och Gottschalg samt Loos nämner, i sin artikel och studie, ett tjugotal parametrar som på ett eller annat sätt påverkar portföljbolagets värde under innehavstiden. Vidare görs i både artikeln och studien en distinktion mellan dessa faktorer. Två varianter urskiljs; värdeskapande som uppstår i portföljbolagen oberoende av private equity-bolagens egenskaper, samt värdeskapande som uppstår som en konsekvens av private equity-bolagens involvering. Teorikapitlet är ämnat att behandla den senare varianten, alltså det värdeskapande som uppstår till följd av de konkreta egenskaper och handlingar som private

⁴² Berg et al. pp 5-6

equity-bolagens besitter och utför. Med bakgrund av Berg och Gottshalgs samt Loos texter har vi utformat ett ramverk för dessa faktorer. Vi har delat upp dem i, vad vi kallar för, direkta och indirekta hjälpmedel. De direkta hjälpmedlen innefattar aktiviteter som har en direkt inverkan på företagets resultat medan de indirekta hjälpmedlen inte skapar några reella resultatförändringar på egen hand, utan snarare ökar de primära hjälpmedlens förmåga till värdeskapande.

3.2 Private equity

I uppsatsens inledning förklarades att private equity är ett begrepp som innefattar alla investeringar som görs utanför börsen och där ägarna har ett aktivt engagemang i investeringen. I nästföljande stycken ska vi gå djupare in på private equity som fenomen och hur det ter sig, hur den svenska private equity-marknaden ser ut samt redogöra för generella uppfattningar om private equity. Vi kommer även ta upp vissa lönsamhetsmått kring private equity.

3.2.1 Kännetecken

När ett private equity-bolag investerar i ett företag blir detta företag per definition ett av private equity-bolagets portföljbolag. Ägandet, som i regel är aktivt, pågår under en begränsad tid samt delas in i tre olika faser eller processer. Dessa är investeringsfasen, den värdeskapande fasen och exitfasen. Investeringsfasen och exitfasen är vanligtvis ca 4-6 månader långa vardera medan den värdeskapande processen kan vara ca 3-5 år eller längre. Alla faserna är viktiga på sitt eget sätt, och måste behandlas med stor omsorg. Under investeringsfasen handlar det om att först identifiera rätt företag, att noga analysera det och värdera det för slutlig förhandling. I den värdeskapande processen handlar det i första hand om bolagsstyrning (corporate governance), finansiering, strategiutveckling, och i andra hand om expansion, fokus på operationell optimering samt strukturer och system. Under exitfasen handlar det om att hitta rätt försäljningsform och köpare, t.ex. börsnotering (IPO), återsäljning till entreprenör, eller finansiell försäljning.⁴³

3.2.2 Private equity i Sverige

Den svenska private equity-marknaden består av en mängd private equity-bolag. Några av de största är EQT, Ratos, Nordic Capital, Procuritas och IK Investment partners.⁴⁴ Tillsammans äger de svenska private equity-bolagen drygt 850 bolag, varav ca 700 är svenska. Dessa sysselsätter omkring 180 000 personer i Sverige och har en omsättning motsvarande 8 % av Sveriges BNP. Vidare investerade svenska private equity-bolag motsvarande 0,43 % av BNP,

⁴³ SVCA, 'Den svenska private equity-marknaden'

⁴⁴ Ratos, 'årsredovisning 2009'. På Ratos.se. 30 dec 2010, besökt den 21 dec 2010, http://www.ratos.se/upload/Filer/Rapport/Ar_09_sv.pdf?epslanguage=sv

2009, vilket gör att Sverige är ledande på den fronten i Europa näst efter Storbritannien. Bolagen förvaltar tillsammans ca 482 miljarder kronor.⁴⁵

3.2.3 Bra eller dåligt?

Som vi har varit inne på tidigare är private equity omtvistat som fenomen, då vissa menar att det potentiella värdeskapande som private equity-bolag kan generera blott är en effekt av en förändring i kapitalstrukturen, samt omfördelning av kapital.⁴⁶ Andra menar att private equity är viktigt för tillförsäkringen om kapitalsvaga företags överlevnad och ledningsotillräckliga företags utveckling. Argumenten är att det skapar mervärde på flera sätt. Bland annat sägs private equity stimulera tillväxten och både rädda och skapa arbeten. Därutöver bidrar private equity till en mer blandad och flexibel företagsmarknad, med bättre potential till riskminskning, vilket bl.a. kan generera ett större inträde av småföretag och högteknologiska tillväxtföretag.⁴⁷

3.2.4 En lönsam investering

Private equitys förespråkare hänvisar till de goda resultat som kännetecknar branschen. Private equity-bolagens portföljbolag har ca 2 % högre årlig omsättningstillväxt än motsvarande smallcap-index. De är dessutom generellt mer lönsamma och reagerar snabbare på svängningar i konjunkturen.⁴⁸ Detta är något som portföljbolagen verkar uppskatta. Enligt en studie från Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), 2010, så är private equity-ägda bolag mycket nöjda med situationen, både när det kommer till venture capital-ägda och buyout-ägda bolag. Vad gäller de buyout-ägda, så angav 9 av 10 att de ”är positiva till riskkapital som ägarform” och 7 av 10 angav att de ”hade inte haft samma utveckling utan riskkapital”.⁴⁹

Det goda ekonomiska utbytet inom portföljbolagen har, tillsammans med andra hänseenden, lett till att investeringar i private equity-fonder historiskt har varit lönsamma. En investerare i private equity-fonder har genom åren erhållit en avkastning på 3-4 % över börsindex. Därutöver erbjuder fonderna en möjlighet till riskspridning.⁵⁰ Denna bild gäller också utanför Sverige. Även amerikanska private equity-fondinvestorer har historiskt sett erhållit bättre avkastning än landets aktiesparare. Enligt Thomson Reuters årliga index över private equity-avkastning (PEPI) har de amerikanska private equity-fonderna haft en genomsnittlig årlig avkastning på 11,3 % de senaste 20 åren. Detta kan ställas i jämförelse med S&P 500-bolagen (Standard & Poor's 500 index inkluderar ett representativt urval av större ledande bolag på

⁴⁵ SVCA, Om riskkapital- Frågor och svar.

⁴⁶ J. Adler, 'Storch om riskkapitalbolagensaffärer: "Det är ett pyramidspel".'

⁴⁷ SVCA, 'Den svenska private equity-marknaden'

⁴⁸ SVCA, 'Den svenska private equity-marknaden'

⁴⁹ SVCA, 'Företag som ägs av riskkapitalbolag' På SVCA.se. Jan 2011, besökt den 26 november 2010, <http://svca.se/Kunskapscenter/SVCAs-rapporter/Portfoljbolagens-utveckling/>

⁵⁰ SVCA, Om riskkapital- Frågor och svar.

den amerikanska marknaden.⁵¹), som har haft en genomsnittlig årlig avkastning på 6,5 % de senaste 20 åren.⁵²

3.2.5 Styrning

Ett private equity-bolag väljer mellan två olika sätt på vilka de kan styra sina portföljbolag, där graden av aktivitet skiljer dem åt. Dessa kallas för hands on (eller aktiv styrning) och hands off (eller passiv styrning). Det första alternativet innebär att private equity-bolaget är involverade i beslutsfattandet. I många fall tillsätter hands-on-orienterade private equity-bolag egna ledamöter i portföljbolagens styrelser och i vissa fall tillsätter de även eget folk i ledningen. Hands-on-företag kräver alltid insyn i portföljbolagens fortgång och kräver att konsulteras i stora företagsfrågor, såsom val av strategi, tillsättande av ledning och investeringar etc.

Med det andra alternativet har ett private equity-bolag en mer passiv approach till styrningen och överlåter allt till portföljbolaget själva. Dessa private equity-bolag väntar i stället till exitprocessen innan de blir involverade. De kräver dock kontinuerligt finansiell information under tiden de äger företaget. Om informationen inte är till belåtenhet, inte tillfaller mottagarna i tid, eller andra problem uppkommer med portföljbolaget, byter private equity-bolaget ofta approach till ett mer hands on betonat arbete.⁵³

3.2.6 Management buyout och leveraged buyout

Management buyout

Management buyout (MBO) är en affär där ett (eller flera) private equity-bolag investerar i ett företag eller dotterbolag, tillsammans med det företags befintliga ledning. En stor fördel vid management buyouts är att den kunskap om företaget som ledningen besitter kan tas till vara efter köpet, ledningen har ofta större kunskap och insikt i företaget än köparna. Vid management buyouts lägger man investeringsfokus på portföljbolagets eget kapital.⁵⁴

⁵¹ Standard & Poor's, S&P 500. Jan 2011, besökt den 20 november 2010, <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-500/en/us/?indexId=spusa-500-usduf--p-us-l-->

⁵² Thomson Reuters, News & Ideas- Press releases, Aug 2010, besökt den 20 november 2010, http://staging.thomsonreuters.com/content/press_room/financial/2010_08_10_US_PE_performance_positive

⁵³ BVCA, 'A guide to private equity', På BVCA.co.uk. Dec 2010, besökt den 22 november 2010, <http://www.bvca.co.uk/PEVCExplained/features/AGuidetoPrivateEquity2010>

⁵⁴ SVCA, Om riskkapital- Ordlista. Jan 2011, besökt den 26 november 2010, <http://svca.se/Om-riskkapital/Ordlista/>

Leveraged buyout

Leveraged buyout (LBO) är en affär som finansieras med hög andel belåning, ofta upp till 90 %. Resterande kapital utgörs av det förvärvande företagens egna kapital. Vanligtvis ställs det uppköpta företagens tillgångar som säkerhet för lånen, vilket tillåter det förvärvande företaget att minimera sitt utlägg av kapital vid köpet. Räntebetalningar på lånen betalas från framtida kassaflöden från det uppköpta företaget.⁵⁵

3.3 Corporate governance

I uppsatsens inledande kapitel beskrevs att corporate governance är till för att bolag som inte styrs av dess ägare ändå ska sätta sina ägare i fokus. De flesta företag har idag ett ägarskap skilt från kontrollen av företaget. Detta frambringar något som kallas för principal-agent-problemet. Att använda sig av god corporate governance begränsar detta problem för företagen. Dessutom skapar det ett flertal andra positiva effekter för dem, såsom ökat förtroende för dem på kapitalmarknaden och större möjligheter att locka till sig riskvilligt kapital. De följande styckena ägnas, i tur och ordning, åt att beskriva principal-agent-teorin närmare samt att beskriva corporate governance ur ett private equity-bolags synvinkel.

3.3.1 Principal-agent

I och med separationen av ägarskap och kontroll skapas ett styrningsproblem kallat principal-agent-problemet, grundat i förhållandet mellan ägarna, kallade principaler, och ledningen, kallade agenter. I och med att ägarskapet inte finns hos ledningen saknas incitament för att ledningen ska verka efter aktieägarnas intressen och dessa kan då istället välja att prioritera egna intressen före ägarnas. Ägarna är principalen och ledningen är agenten som är anställd att agera utifrån ägarnas vilja och intressen och är tänkt att göra så genom direktiv från styrelsen. Principal-agent-teorin menar att det i organisationen finns ett medfött problem som kan uppstå som en effekt av ägarnas och företagsledningens avvikande målsättningar. Vid avsaknaden av incitament hos ledning och bristande övervakning av dess arbete kan ledningen handla efter eget tycke och utnyttja sin position till egen fördel och därmed missgynna företaget och framförallt aktieägarna. Det är styrelsens uppgift att övervaka så att ledningen sköter sitt uppdrag. Det finns ett antal styrningssätt för att motverka uppkomsten av principal-agent-problemet. Bättre kontroll, åtstramning av ledningens handlingsutrymme, incitamentskapande och övervakning från externa aktörer såsom banker, är alla väsentliga för att reducera principal-agent-problemen. Det är principalen, alltså ägaren som får stå för kostnaderna som uppkommer med de principal-agent-motverkande åtgärderna. Dessa kostnader tillsammans med de operationella förluster som principal-agent-problemet i sig skapar benämns som agentkostnader, dvs. kostnaderna som krävs för att handskas med

⁵⁵ N. Loos, *Value creation in leveraged buyouts- Analysis of factors driving private equity investment performance*, Der deutsche universitäts-verlag | Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 2005. pp. 11

problemet och kostnaderna som problemet skapar i sig. Reduceringen av agentkostnader ses av Berg et al som den i litteraturen mest diskuterade och beskrivna källan till värdeskapande i buyouts och borde därmed ses som en viktig del i private equity-bolagens värdeskapande processer.

3.3.2 Corporate governance och private equity

Corporate governance är mycket viktigt att hantera för ett private equity-bolag. Corporate governance inom själva private equity-bolaget handlar, som för ett vanligt företag, om säkerställandet av att intressekonflikter mellan det och dess ägare inte uppkommer (fondinvestorer eller aktieägare). Men när det kommer till corporate governance inom deras portföljbolag handlar det allmänt om säkerställandet av att intressekonflikter mellan private equity-bolaget och portföljbolaget inte uppstår. Detta i sin tur för att generera största möjliga vinst åt private equity-bolagets ägare. Det sker bl.a. genom involvering och övervakning av portföljbolaget, t.ex. genom tillsättandet av, eller platstagandet i, dess styrelse, genom tillsättandet av ledning, genom uppsättandet av särskilda mål och riktlinjer, och genom ständig uppföljning av resultat.

Hur ett buyout-inriktat private equity-bolag ser på corporate governance, och hur de företar sig det, skiljer sig från bolag till bolag, i synnerhet mellan hands-on-orienterade och hands-off-orienterade bolag (där graden av involvering och corporate governance i det närmaste är deras åtskiljande kännetecken). Skillnader i förhållningssätt förklaras även av hur stor ägare private equity-bolaget är i portföljbolaget, då möjligheten till fritt styre inom portföljbolaget begränsas gradvis ju mindre ägarandelen är. Slutligen varierar det mellan management buyouts och leveraged buyouts, då förmågan att tillsätta egen ledning påverkas beroende på vilket val av buyout-typ man gör (vid en management buyout är portföljbolagets ledning ofta med och investerar i buyouten, och kan kräva att få sitta kvar).

Gemensamt för samtliga är att unisona mål sätts upp för portföljbolaget och att de följs.^{56 57} Men i vilken grad bör private equity-bolag involvera sig i företaget för största möjliga nytta? Vilken är den optimala typen av corporate governance för mesta möjliga värdeskapande? Den värdeskapande processen hamnar i fokus och här samsas corporate governance-delen med andra mycket viktiga faktorer. I varje case kommer vi åskådliggöra corporate governance-beståndsdelar, skilja dem åt och, som syftet anger, söka urskilja om de skapar värde.

⁵⁶ EQT, EQT.se – Corporate Governance Model, Dec 2010, Besökt 23 nov 2010, <http://www.eqt.se/en/About-EQT/The-Value-Creation-Model/>

⁵⁷ Globalcorporategovernance.com – Corporate Governance and Private Equity, Dec 2010, Besökt 23 nov 2010, http://www.globalcorporategovernance.com/023_027.htm

3.4 Direkta hjälpmedel

De direkta hjälpmedlen utgörs av åtgärder som har en direkt och åskådlig inverkan på ett företags kassaflöde och resultat. Vi har delat upp dessa i finansiella och operationella strukturförändringar samt åtgärder för att öka fokus på kärnverksamheten.

Finansiella åtgärder

De finansiella åtgärder som vidtas sker ofta till följd av private equity-bolagens kompetens och breda kontaktnät inom den finansiella sektorn. Genom private equity-bolagens representation uppstår nya möjligheter att till exempel teckna fördelaktiga låneavtal och andra finansieringslösningar, något som inte hade varit möjligt för portföljbolaget på egen hand. Private Equity-bolagen är frekventa kunder på lånemarknaden och kan genom sin stora kunskap och sitt breda kontaktnät skapa konkurrens mellan olika långivare, och på så sätt nå fördelaktiga lånevillkor. I och med deras återkommande närvaro på lånemarknaden och tack vare deras generellt sett goda rykte som "låntagare", har de också en fördel jämte andra kategorier av ägare.⁵⁸ Stor vikt läggs på att finna och utforma en gynnsam kapitalstruktur med en optimal balans mellan skulder och tillgångar. En ökad skuldsättning ger, förutom styrningsmässiga fördelar i form av en övervakande effekt, även skattemässiga fördelar. Merton Miller och Franco Modigliani belyser i sin artikel, Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, ett positivt samband mellan ökad belåningsgrad och avkastning på eget kapital. Sambandet har sin förklaring i att räntebetalningar är avdragsgilla vilket resulterar i lägre skattekostnader.⁵⁹ Dock, menar många, motverkas dessa skattelättnader av de högre kapitalkostnaderna som belåningen medför.⁶⁰

Eller som ekonomen Alfred Rappaport formulerar det;

*"Borrowing per se creates no value other than tax benefits. Value comes from the operational efficiencies debt inspires".*⁶¹

Vidare beskriver Glen Arnold i sin litteratur att en ökad skuldsättning samtidigt innebär större risk för finansiella trångmål, vilket innebär situationer där företaget inte kan, eller har svårt att, genomföra avsedda åtgärder gentemot långivare.⁶²

Trots att många av besluten kring de finansiella åtgärderna tas i ett tidigt skede, ofta redan under investeringsfasen, är tillgången på gynnsamma finansiella lösningar en återkommande och viktig tillgång under hela den värdeskapande fasen.⁶³ Exempelvis är tecknandet av nya låneavtal en ständigt återkommande företeelse.

⁵⁸ N. Loos, *Value creation in leveraged buyouts*, pp. 26

⁵⁹ F. Modigliani, & M. Miller, 'Corporate income taxes and the cost of capital: A correction', *American Economic Review*, vol 53 June 1963 pp. 433-439

⁶⁰ N. Loos, *Value creation in leveraged buyouts*, pp. 26

⁶¹ A. Rappaport, 'The staying power of the public cooperation', *Harvard Business Review*. Vol. 68, no. 01, 1990 pp. 96-104

⁶² G. Arnold, *Corporate Financial Management, Third Edition*, Financial Times Prentice Hall, U.K., 2005

⁶³ Berg et al, pp.17-18

Operationella åtgärder

En sannolikt starkt bidragande faktor till värdeökning under buyout-processer härleds, enligt tidigare studier av Jensen, till de operationella omstruktureringar som sker i samband med processen.⁶⁴ Tesen i studien är att incitamenten för portföljbolagens ledning ökar till följd av de ökade ägarandelar eller andra finansiella fördelar som ofta följer av en buyout-process.⁶⁵ Detta leder i sin tur till förbättrade operationella resultat vilket följaktligen bör ha en positiv inverkan på företagets kassaflöde. Jensens tes får också stöd i en betydande mängd litteratur som har funnit ett positivt samband mellan just buyout-transaktioner och förbättrad operationell effektivitet.⁶⁶

Bland annat visar studier en markant förbättring gällande operationell effektivitet vid granskningen av företag före och efter en buyout-process. En betydande orsak till den ökade effektiviteten beskrivs enligt Loos härstamma från minskade ”overhead-costs”, det vill säga kostnader i kommunikationen och interaktionen mellan olika företagsnivåer. Private Equity-bolag beskrivs som mer flexibla och formbara i sin struktur än till exempel konglomerat.⁶⁷ Denna teori får även stöd i studier genomförda av Easterwood, Anju och Singer som även de påvisat att buyouts leder till lägre overhead-costs.⁶⁸ Åtgärder vidtas för att förbättra kontrollsystem, öka kommunikationsflödet inom företaget och minska tiden för beslutsfattande.⁶⁹

En ytterligare operationell åtgärd som beskrivs i Berg och Gottschalgs artikel berör förändringar i företags ledningsstruktur. I samband med en buyout-process förekommer ofta omstruktureringar i portföljbolagens ledning. Ineffektiva och underpresterande ledningsgrupper ersätts av nya och mer effektiva, det är inte ovanligt att dessa omstruktureringar är av ganska omfattande storlek. Vetskapen om att omstruktureringar kan ske tycks ha en positiv effekt på ledningen, i den meningen att de tvingas arbeta effektivare. En ineffektiv ledning beskrivs, föga förvånande, ha en påtagligt negativ inverkan på ett företags resultat.⁷⁰ Stora och ambitiösa affärsplaner i portföljbolagen tenderar att motverka mycket ineffektivitet i ledningens arbete, då större krav ställs på deras arbete. Dessutom ökar risken för att bli uppsagd om prestationen inte är upp till förväntan.⁷¹

Tilläggsförvärv är vanliga i buyouts, och en del förvärv är redan på förhand planerade att vara utgångspunkten för en buy-and-build-strategi. Portföljbolagen kan vilja utöka sin affärsverksamhet till nya områden, eller bara göra ett förvärv som innebär en kompetensökning. Konsolidering, dvs. sammanslagning av flera företag, är en inte alltför

⁶⁴ M. Jensen, 'Active investors, LBOs and the privatization of bankruptcy', *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 2 no.1, Mars-Maj 1989 pp. 35-44

⁶⁵ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts' pp. 22

⁶⁶ Berg et al, pp.20

⁶⁷ Berg et al, pp. 21

⁶⁸ J.Easterwood, C. John, Seth, Anju & Singer, F. Ronald, 'The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction', *California Management Review*, vol.32, no.1, Höst 1989 pp.30-43

⁶⁹ N. Loos, *op. cit.* pp. 23

⁷⁰ Berg et al. pp.23

⁷¹ N. Loos, *op. cit.*

ovanlig effekt av många private equity-bolags fokus på just buy-and-build då många synergier och andra operationella fördelar ofta följer en konsolidering.^{72 73} Private equity-bolag är också kända för upprättandet av stora och ambitiösa affärsplaner för sina portföljbolag. Ambitioner som ofta smittar av sig på portföljbolagens ledning och tenderar att reducera de ineffektiviteter som återfinns där.^{74 75}

Fokus på kärnverksamheten

En konsekvent och stark tillväxt, vare sig den sker internt eller externt, är avgörande för värderingen av ett portföljbolag vid en framtida exit.⁷⁶ Stor vikt läggs följaktligen på att generera hög tillväxt. En väsentlig del av detta arbete går ut på att urskilja de verksamheter inom vilka företaget har komparativa fördelar. På så sätt sällas mindre lönsamma verksamheter ut och säljs. Genom en minskning av sidoverksamheter och diversifiering ökar företaget i slutändan sin fokus på kärnverksamheten. Ett ökat fokus på kärnverksamheten behöver dock inte enbart innebära en nedskärning av verksamheter, för att öka sitt inflytande inom kärnverksamheten kan också företagsförvärv göras. Studier av John Easterwood och Seth Anju har även de funnit att ett ökat fokus på kärnverksamheten även kan skapa värde inom portföljbolagen genom att orelaterade sidoverksamheter avyttras.⁷⁷

Klara strategiska distinktioner har en tydlig inverkan på portföljbolagets resultat, och trots att de strategiska målen till stor del utformas redan under investeringsfasen är det under den värdeskapande fasen som de implementeras och ger resultat.⁷⁸

3.5 Indirekta hjälpmedel

De åtgärder som faller under benämningen ”indirekta hjälpmedel” förväntas inte ha någon direkt inverkan på ett företags finansiella resultat. Istället har dessa en funktion som ett slags grogrund för de direkta hjälpmedlen och ökar förutsättningen för att de i sin tur ska skapa värde. De indirekta hjälpmedlen har delats upp i två undergrupper, de som avser reducera agentkostnader samt de som har en mer rådgivande och övervakande funktion, dessa kallas för ”monitoring” och ”mentoring”.

⁷² G. Arnold, *Corporate Financial Management, Third edition*

⁷³ N. Loos, *Value creation in leveraged buyouts*.

⁷⁴ *Ibid.*

⁷⁵ M. Wahlbäck, *Management Buy-Out – om hur man skapar ledningsägda företag*, Norstedts Tryckeri AB, Stockholm, 1994.

⁷⁶ *Ibid* pp. 24

⁷⁷ J. Easterwood, C., Seth, Anju, ‘Strategic redirection in large management buyouts: The evidence from post-buyout restructuring activity’, *Strategic Management Journal*, vol. 14, no.4, 1993 pp. 251-274

⁷⁸ Berg et al pp.23-24

Styrelsens roll

Styrelsen är det högsta beslutande organet i ett företag, ledamöterna ses som aktieägarnas representanter i företaget och ska därför handla utifrån aktieägarnas intresse. Styrelsens syfte kan delas upp i fem grundläggande uppgifter:⁷⁹

1. Att anställa, utvärdera ev. avskeda ledning. VD-posten ses som den viktigaste att fylla.
2. Omröstning gällande stora operationella beslut t.ex. om nyförvärv.
3. Omröstning gällande stora finansiella beslut t.ex. nyemissioner etc.
4. Rådgivning, erbjuda ledningen hela styrelsens samlade kompetens.
5. Rapportering av företagets aktiviteter och finansiella situation till aktieägarna.

I och med styrelsens position som högsta beslutande organ inom företagets organisation står den också för den viktigaste interna övervakningen.⁸⁰ Det råder delade meningar om hur en bra styrelse är sammansatt, antal medlemmar, vilken bakgrund osv. Det finns dock en generell bild av att en effektiv styrelse består av självständiga individer, individer som inte innehar någon annan position inom företaget, vilket kan påverka deras beslutsfattande negativt eller på annat sätt äventyrar deras förmåga att fatta opartiska beslut.⁸¹ Styrelseledamöternas bakgrund är också av stor betydelse. Litteraturen beskriver vikten av icke branschspecifik kunskap, till exempel att ledamöter i ett industriföretags styrelse även har kompetens inom marknadsföring och redovisning. Ledamöter som bidrar med olika kunskap, färdigheter och erfarenhet är ofta en viktig del i skapandet av en framgångsrik och effektiv styrelse.⁸² En annan allmän bild av en effektiv styrelse är att en mindre styrelse ofta är en bättre styrelse. Med en mindre styrelse engageras varje ledamot mer och det s.k. free-rider-problemet, där en styrelseledamot blir passiv som effekt av en för stor styrelse, motverkas. Med en mer aktiv styrelse fattas bättre beslut och viss forskning tyder på att en mindre styrelse är mer effektiv än en stor.⁸³ Private equity-bolag är aktiva investerare och är representerade i sina respektive portföljbolags styrelser där de aktivt sköter private equity-bolagens bolagsstyrande funktioner såsom övervakning och rådgivning. Det sker vanligtvis en stor förändring i styrelsens sammansättning och storlek i samband med en buyout.⁸⁴ Även löpande förändringar beskrivs ske för att anpassa styrelsens sammansättning efter rådande omständigheter.⁸⁵

⁷⁹ Kim et al, *Corporate Governance, third edition*, pp. 42

⁸⁰ *Ibid* pp. 42

⁸¹ *Ibid* pp. 48

⁸² Kim et al, *Corporate Governance, third edition* pp. 47

⁸³ *Ibid* pp. 48-49

⁸⁴ F. Cornelli, O. Karakas, Private equity and corporate governance: Do LBO's have more effective board management?, på ECGI.org, Jun 2008, besökt 15 december 2010, [http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20\(Cornelli,%20Karakas\).pdf](http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20(Cornelli,%20Karakas).pdf)

⁸⁵ N. van der Walt, C. Ingley, 'Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors', *Corporate Governance: An International review*, vol. 11 no. 3, 2003, pp.218-234

Reducera agentkostnader

Agentkostnader uppstår till följd av det så kallade principal agent-problemet. Att minska agentkostnader är en väletablerad metod för att skapa värde under buyout-processer. Likt de övriga sekundära hjälpmedlen har dessa åtgärder inga direkt värdeskapande funktioner utan fungerar snarare som stöd åt de primära hjälpmedlen. Forskning har visat att agentproblem är högst relevanta företeelser under en buyout-process. De stora omstruktureringar som sker i samband med en buyout gör det samtidigt möjligt att på ett effektivt sätt vidta åtgärder för att minska dessa problem. Minskade agentproblem innebär minskade agentkostnader, som i slutändan bör resultera i en effektivare organisation och ett förbättrat resultat.⁸⁶

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

Agentkostnader i det fria kassaflödet kan uppstå när det finns ett överskott av likvida medel. Ur ett nyttomaximerande ägarperspektiv ska ett sådant överskott fördelas på ägarna. Dock är så inte alltid fallet, stora överskott och likvida medel har snarare en tendens att leda till en ökning av onödigt spenderande hos ledningen.

Den ökade skuldsättning som en buyout ofta innebär hjälper på ett effektivt sätt till att begränsa dessa tendenser. Företagets åtagande att betala av skulden tvingar ledningen att sköta företaget och ekonomin på ett sådant sätt som möjliggör dessa avbetalningar. Risken att ledningen handlar efter egna intressen eller med företagets medel minskar därmed kraftigt.⁸⁷ Därtill ökar skuldsättningen ledningens medvetenhet kring kostnaderna vid en eventuell konkurs, något som skapar ytterligare incitament att minska onödigt spenderande och öka arbetsgraden. Skuldsättningen ger också ett ytterligare övervakande organ i form av långivarna som övervakar sina intressen. Samtidigt skapar återbetalningskraven ett tydligt ekonomiskt ramverk inom vilket ledningen tillåts agera.

Det ska dock beaktas att en hög skuldsättning också kan få negativa effekter för ett företag. En ökad skuldsättning innebär även ökad sårbarhet. Minskad efterfrågan eller höjda räntor kan få förödande konsekvenser om skuldsättningsgraden är alltför hög. Därtill kan en hög sårbarhet och rädsla för ekonomiska nedgångar leda till ett kortsiktigt tänkande vilket riskerar att hämma företagets konkurrenskraft. Hög skuldsättning kan också leda till att ledningen blir alldeles för riskavers och väljer bort långsiktigt potentiellt lönsamma investeringsalternativ.

Vidare har studier av Jensen visat att sannolikheten för ogynnsam ekonomisk aktivitet är större i företag som genererar stora kassaflöden än i företag som genererar små kassaflöden.⁸⁸

Öka incitamenten

Ökade incitament hos ledningen beskrivs av såväl Loos som Berg och Gottschalg som en väsentlig del i arbetet kring minskade agentkostnader. Det är, för buyout-processens

⁸⁶ Berg et al. pp. 25

⁸⁷ N. Loos, *Value creation in leveraged buyouts* pp. 29

⁸⁸ M. Jensen, 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review*, vol.76, no.2, 1986 pp.323-329

lönsamhet, eftersträvt att forma en ledning som arbetar i linje med företagets ledning. Grundtanken är att skapa villkor för ledning och anställda som gör att deras ekonomiska situation delvis knyts samman med företagets prestation. På så sätt får de större anledning att arbeta effektivt och blir mindre benägna till passivitet och bristande engagemang. Vetskapen om att både negativa och positiva prestationer påverkar ens personliga ekonomi i respektive riktning skapar både en piska och morot. Ett tillvägagångssätt för att öka ledningens incitament är att öka deras ägarintressen i företaget. Ledningen uppmanas, eller snarare uppmanas att öka sina ägarandelar till en betydande andel.⁸⁹ Detta väntas per omgående öka ledningens egna kostnader för ineffektivitet och minska benägenheten till passivitet. Dessutom kan statusförändringen från chef till delägare innebära utökad fokus på effektivt arbete och bättre investeringsbeslut, detta återigen då företagets resultat blir mer förknippat med den privata ekonomin. Loos menar att felaktiga beslut till stor del fattas på grund av bristande incitament snarare än på grund av bristande kunskap.

*"All too often they fail to do the right thing because it is not in their economic interest or because there are no penalties for doing the wrong thing" - Nicolaus Loos.*⁹⁰

Dock, bör tilläggas, har en del kritik riktats mot att ledningens ägarintressen i företaget kan leda till felaktiga investeringsbeslut på grund av att de blir riskaversa.⁹¹

Förutom incitamentsprogram baserade på utökade ägarandelar, kan private equity-bolag också införa incitamentsprogram som på ett mer direkt sätt knyter an den löpande verksamheten till ekonomisk kompensation. Detta för att på ett mer effektivt sätt uppfylla de löpande målsättningar som finns inom företaget. Dessa kompensationsprogram behöver inte nödvändigtvis begränsas till ledningen utan kan implementeras inom företagets samtliga nivåer. Denna typ av kompensation är också mer observant för specifika beslut och kortsiktigare mål.⁹²

Studier av DeAngelo & DeAngelo (1987) visar även på att den höga kapitalinsatsen leder till att de värdeskapande handlingarna som utförs i företaget blir av större vikt för ledningen, och detta leder i sin tur till bättre verksamhets- och investeringsbeslut.⁹³

Huruvida program av denna art har en positiv inverkan på företags resultat i praktiken råder det delade meningar om. Dock har studier genomförda av Michael Jensen och Kevin Murphy, där de granskade över 2000 VD:ars kompensation i förhållande till respektive företags värdeökning, indikerat på ett svagt positivt samband mellan incitamentsprogram och resultatökning.⁹⁴

⁸⁹ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'. pp. 27

⁹⁰ N. Loos. *op. cit.* pp. 27

⁹¹ *Ibid.* pp. 28

⁹² Berg et al. pp. 29

⁹³ DeAngelo & DeAngelo (1987) pp?

⁹⁴ M. Jensen, K. Murphy, 'CEO incentives- it's not how much you pay, but how'. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.22, no.1, 2010, pp. 64-76

Monitoring

Som professionella ägare värnar självfallet private equity-bolagen om sina investeringar. Aktiva investerare som private equity-bolag tenderar att blir mer engagerade ju större deras andel i företaget är. En större investering uppmuntrar private equity-bolagen att vara mer aktiva i styrelsen och till en mer granskande övervakning. Vid en buyout är det vanligt att det sker en förändring och/eller förbättring av portföljbolagens bolagsstyrningsstruktur, då en bättre struktur skapar bättre förutsättningar för övervakning och kontroll. Ett private equity-bolags delaktighet i sitt portföljbolags styrelse ses som private equity-bolagets främsta verktyg för övervakning.⁹⁵ Det ger en direkt övervakande position av företagens ledning och ger tillgång till annars konfidentiell företagsinformation, alltså skapas en bra överblick över företaget med nödvändig information för utvärdering och strategibyggning. Företagens ledning är under ständig granskning, vilket underlättar för tillsättning av personer med adekvat kompetens.

Private equity-bolag är professionella, aktiva investerare och har i och med erfarenheter från andra buyouts betydande kunskaper och färdigheter i övervakning och kontroll av portföljbolag. Private equity-bolagen har därmed en komparativ fördel gentemot andra kategorier av ägare. Främst ses övervakning och kontroll som ett sätt att minska de agentkostnader som uppstår i företaget.

Mentoring

Mentoring, även kallat parenting advantage, handlar om det implicita värdeskapande som kan ske inom portföljbolaget tack vare private equity-bolagets stöd och vägledning. Detta kan ske i många olika former och i varierande utsträckning, bland annat beroende på vilken grad av involvering private equity-bolaget har i sina portföljbolag.

Entreprenörsanda

Många private equity-bolag väljer att uppmuntra ledningen i sina förvärvade företag att ta mer risker och att låta dem genomföra och utveckla sina egna idéer. I många ledningar finns det ett mycket begränsat utrymme för egna tankar och idéer, och många tenderar att vara mycket ovilliga att ta alltför stor risk. Detta är en konsekvens av att resurser och riktlinjer från andra sorters ägare och eventuella moderföretag ofta är mycket restriktiva. Private equity-bolagen sporrar entreprenörsandan i företaget och ser man potential i en innovativ lösning eller idé ges ledningen friheten och resurserna som krävs för att genomföra dessa. Många företagsledningar som har genomgått en buyout menar att deras frihet ökat markant och att de slipper många av de nackdelar som företagsbyråkrati för med sig.⁹⁶ Entreprenörsandan finns ofta ingrodd i företaget redan på förhand, private equity-bolaget möjliggör enbart så att den kan komma till användning och utvecklas.

⁹⁵ Berg et al. pp. 29-30

⁹⁶ Berg et al. pp. 31

Advising and enabling

Private equity-bolagen engagerar sig vanligtvis inte i portföljbolagens dagliga operationella verksamhet. För att ytterligare sporra den entreprenöriella andan ges ledning och de anställda istället ofta ett brett spelrum. Däremot uppstår det ofta informella och obyråkratiska kommunikationskanaler mellan portföljbolagets och private equity-bolagets respektive ledningar. Relationen mellan de två parterna blir ofta betydligt närmare än för motsvarande relation mellan exempelvis dotterföretag och huvudkontor, eller styrelse och övrig organisation i ”normala” ägarförhållanden.⁹⁷ Samtidigt ställs generellt sett högre prestationskrav på portföljbolagets ledning efter en buyout. De höjda kraven och vetskapen om att ersättare alltid finns tillgängliga, leder till att arbetsnivån inom företaget ofta trappas upp efter en buyout-process. Överlag kan sägas att målsättningen blir mer omfattande och offensiv efter en buyout, det är inte ovanligt att ett portföljbolag exempelvis förväntas dubbla sitt resultat inom fem år.

Även om engagemanget i portföljbolagets dagliga verksamhet är relativt begränsat är private equity-bolagets representanter ofta ständigt tillgängliga för råd och tips. De tillför ett ytterligare perspektiv och kan bidra med såväl branschspecifik kunskap som annan kompetens. Deras tidigare erfarenhet från liknande buyout-processer är en värdefull tillgång som är svår att nå genom andra ägarkonstruktioner. Ytterligare en mycket värdefull tillgång som private equity-bolag kan tillföra är deras väl utbredda nätverk. Extern expertis inom ett brett spektrum av områden finns, genom private equity-bolaget, tillgänglig med kort varsel. Nätverket kan också med fördel användas för att hitta lämpliga ersättare på lediga positioner eller för nyrekrytering.

4 Presentation av fallföretag

4.1 Case 1 – Ratos – Haglöfs

Nedan följer en presentation av fallföretagen i case nummer ett, Ratos och Haglöfs. Ratos förvärvade samtliga aktier i Haglöfs år 2001, samarbetet pågick i nio år innan Haglöfs år 2010 såldes till den japanska sportjätten Asics.

4.1.1 Ratos^{98 99}

Ratos härstammar från stålrossiten Söderberg & Haak som grundades 1866. Efter diverse förändringar i verksamhetens riktning börsnoterades investmentbolaget Ratos 1954. Sedan 1999 är bolaget verksamt inom private equity. Idag är Ratos en av Europas största börsnoterade aktörer på området. Totalt finns ägarintressen i 20 innehav med en sammanlagd

⁹⁷ Berg et al. pp.32

⁹⁸ Ratos, årsredovisning 2009

⁹⁹ Ratos, Ratos.se- Om Ratos. 29 mars 2009, besökt den 25 november 2010, <http://www.ratos.se/Om-Ratos/>

omsättning på 43 miljarder kr och 26 000 anställda. Utgångspunkten för investeringarna är den nordiska marknaden men med ambitionen att ha en global exitstrategi.

Affärsidén är kortfattat att skapa högsta möjliga avkastning genom ett professionellt, aktivt och ansvarsfullt utövande av ägarrollen i ett antal utvalda bolag. Ratos har en vision om att uppfattas som nordens bästa ägarbolag. Målsättningen är en genomsnittlig årlig avkastning på > 20 % för varje enskild investering (idag är genomsnittet 30 % för de 28 exits som genomförts sedan -99). Målsättningen för den egna aktien är att uppnå en högre totalavkastning än genomsnittet för OMX Stockholm. Vidare förespråkas en offensiv utdelningspolitik samt en öppen, korrekt, kontinuerlig, snabb och kvalitativ förmedling av information.

Ratos fokuserar på företag i en mogen eller expansiv fas, i det så kallade buyout-segmentet. Investeringsintervallet är 300-5000 Mkr i eget kapital och ägarandelen ska vara minst 20 %, gärna som majoritetsägare. Till skillnad från private equity-verksamheter med fondstruktur så har Ratos som noterad aktör inte en förutbestämd tidshorisont på innehaven, istället görs årliga bedömningar för huruvida innehaven beräknas nå upp till avkastningskravet på > 20 %. Därefter tas beslut om fortsatt engagemang eller eventuell exit. Ratos anser sig vara branschgeneralist och investerar i egenskap av detta i flertalet olika branscher. Önskvärda kriterier hos portföljbolagen är bland annat branschmässiga konkurrensfördelar och starka ledningar. Vidare sker ett aktivt arbete med implementeringen av incitamentsstrategier hos styrelse och ledning inom portföljbolagen.

Ratos organisation är utformad utefter de krav som ställs på dem som en aktiv och värdeskapande ägare, organisationen beskrivs som skräddarsydd för att på bästa sätt skapa värde under ett innehavs olika faser; förvärv – utveckling – avyttring. Ratos har 50 anställda uppdelade på en investeringsorganisation som bedriver arbetet med portföljbolagen och en organisation som sköter arbetet rörande finans, redovisning, kommunikation och övrig verksamhet.

4.1.2 Haglöfs^{100 101}

Haglöfs grundades 1914 i Dalarna. Den första produkten, en ryggsäck, syddes av grundaren Victor Haglöf själv och var tänkt att säljas till traktens skogsfolk och bönder. Idag är företaget Nordens ledande leverantör av outdoorprodukter. Produktsortimentet har vuxit och består idag av över 500 artiklar. Årligen tillverkas över en miljon produkter fördelade på bland annat ryggsäckar, skor, sovsäckar och kläder. Haglöfs har ca 120 anställda, omsättningen för 2009 uppgick till 590 Mkr. Haglöfs är genom egna bolag och distributörer verksamt på 19 marknader. Sverige och övriga Norden står för 55 % av omsättningen, övriga Europa för 40 % och Asien för 5 %. Huvudkontor och centrallager ligger i Avesta medan produktionen är

¹⁰⁰Haglöfs, 'Årsredovisning 2009', på Haglöfs.se. Dec 2009, besökt 16 december 2010, <http://212.116.80.220/getAnnualreport.asp?ID=7>

¹⁰¹ Haglöfs, Haglöfs.se- Om Haglöfs, Aug 2010, besökt den 16 december 2010, <http://www.haglofs.com/sv-SE/om-haglofs/>

förlagd till delar av Östeuropa och Asien. Försäljningen och distributionen sker primärt genom outdoor-specialister eller genom den något bredare sportfackhandeln på mognare marknader.

Haglöfs affärsidé är kortfattat att erbjuda ett ansvarstagande varumärke med produkter av hög funktionsgrad, god form och prisvärdhet till människor med ett aktivt uteliv. Målsättningen är att uppfattas som ett av de dominerande och mest innovativa varumärkena på de marknader företaget agerar på, och på så sätt ses som ett självklart alternativ för tilltänkta målgrupper. Den finansiella målsättningen är att uppnå en årlig rörelsemarginal (EBITA) på > 12 % med en genomsnittlig årlig tillväxt om minst 10 %.

4.1.3 Haglöfs tid med Ratos¹⁰²

Ratos tog i samband med förvärvet av Atle industri år 2001 över samtliga aktier i Haglöfs. Ratos behöll hela innehavet fram till 2010 då ett avtal om försäljning till den japanska sportjätten Asics tecknades. Priset, ca 1 miljard kr, innebar en exitvinst för Ratos om netto ca 765 Mkr. Den genomsnittliga årliga avkastningen för Haglöfs var under ägandetiden ca 30 %.

Haglöfs har under perioden utvecklats från att vara en ledande aktör inom Norden till att bli en av de ledande aktörerna inom outdoor-segmentet i Europa. Omsättningen ökade från 195 Mkr år 2001 till 590 Mkr år 2009. Under perioden ökade försäljningen utanför Norden från 21 Mkr till 236 Mkr och rörelseresultatet (EBITA) ökade från 11 Mkr till 65 Mkr.

4.2 Case 2 – Nordic Capital – Menigo

Case nummer två består av private equity-bolaget Nordic Capital och dess portföljbolag, matvarugrossisten Menigo. Menigo förvärvades 2006 från Ica-koncernen och år 2010 såldes 67 % av innehavet till Brakes Group (livsmedelsgrossist). Nordic Capital har i dagsläget ett resterande innehav på 33 % av aktierna i Menigo.

4.2.1 Nordic Capital^{103 104}

Nordic Capital grundades 1989 och är enkom verksamma inom private equity. Fokus ligger på den nordiska marknaden, med enstaka internationella tillskott, och investeringar sker i

¹⁰² Ratos, 'Ratos säljer Haglöfs till Asics- exitvinst ca 765 Mkr', på Ratos.se, 12 jul 2010, besökt 16 december 2010, <http://www.ratos.se/Pressrum/Pressmeddelanden/2010/Ratos-saljer-Haglofs-till-Asics----exitvinst-ca-765-Mkr/>

¹⁰³ Nordic Capital, Nordic Capital.se- Overview, Dec 2010, besökt den 23 november 2010, <http://www.nordiccapital.com/aboutus.asp>

¹⁰⁴ Nordic Capital, Nordic Capital.se- Investment Strategy, Dec 2010, besökt den 23 november 2010, http://www.nordiccapital.com/approach_approach.asp

medelstora till stora företag. Nordic Capital är, till skillnad från Ratos, inte börsnoterat utan kapitalet ligger bundet i fonder. I dagsläget förvaltas sju fonder med sammanlagt 22 innehav.

Nordic Capitals övergripande målsättning är att genom ett aktivt engagemang i portföljbolagen och deras ledningar, fungera som ett stöd och problemlösare av såväl operationella som finansiella hinder. Nordic Capitals avsikt är att skapa långsiktiga värden, antingen genom att skapa nya industriella konstellationer och på så sätt satsa på en strategisk positionering, eller genom att finna nya internationella tillväxtpotentialer för portföljbolagen.

Nordic Capital fokuserar på medelstora till stora företag och är aktivt inom det så kallade buyout-segmentet. Investeringar sker oberoende av industri och bransch. Dock har, tack vare en rad lyckade investeringar inom sektorn, en viss dragning mot hälso- och sjukvård uppstått. För att få en tydlig bild av ett portföljbolags potential, genomför Nordic Capital, inför varje investering, en grundlig genomgång av affärsdynamiken inom industrin med speciellt fokus på portföljbolagets operationella förbättringsmöjligheter och konkurrenssituation. Nordic Capital lägger stor vikt vid att etablera god kontakt med portföljbolagens ledning och har som avsikt att sätta upp gemensamma och ömsesidiga målsättningar, detta är nödvändigt för att skapa långsiktigt värde anser man. Nyckelfaktorer i Nordic Capitals agenda är att minska komplexiteten, effektivisera processer, minska kostnader samt se till att portföljbolagen har en lämplig finansiell struktur. Stor vikt läggs vid ett aktivt ägande och ett hands on-betonat styrande, och tillsammans med ett brett nätverk av externa rådgivare ska möjligheterna till ett långsiktigt värdeskapande öka.

I de sju fonder som Nordic Capital förvaltar finns i dagsläget ett sammanlagt värde på drygt 90 miljarder kronor. Huvuddelen av investeringarna består av pensionsfonder och försäkringsbolag, till antalet ett 60-tal från 13 olika länder. Merparten av kapitalet kommer från Europa (inklusive Norden) och USA.

Nordic Capitals organisation utgörs av medarbetare med expertis från bland annat private equity, mergers and acquisitions, investment banking, management consulting och industri. Därtill finns ett utbrett nätverk av externa rådgivare med en rad olika expertområden.

4.2.2 Menigo Foodservice

Menigo Foodservice är en svensk fullservicegrossist som erbjuder mat, dryck och restaurangutrustning till restauranger och servicehandlare. Menigo har ca 900 anställda och hade 2009 en omsättning på SEK 5 miljarder och tillhandahåller sina tjänster till mer än 16 000 kunder. Menigo finns representerade på 6 orter, Stockholm, Karlstad, Göteborg, Malmö, Sundsvall och Gävle.¹⁰⁵ Menigo Foodservice hette tidigare ICA-meny och var en del av ICA-

¹⁰⁵ Menigo, Menigo.se- Om Menigo, Dec 2010, besökt 25 november 2010, <http://menigo.se/ommenigo/sidor/default.aspx>

koncernen. 2006 köptes dåvarande ICA-meny ut från ICA-koncernen av Nordic Capital Fund VI, och blev då istället ett eget bolag kallat Menigo Foodservice.¹⁰⁶

4.2.3 Menigos tid med Nordic Capital

Nordic Capital Fund VI förvärvade ICA-meny 2006 och har sedan dess genomfört ett omfattande förändringsarbete för att skapa ett självständigt företag som kan stå på egna ben. Förändringar har skett i b.l.a. lager, distribution, och tilläggsförvärv har skett för att öka företagets produktsortiment i b.l.a. färskvaruområdet. Menigo har under Nordic Capitals ägande också avvecklat sin verksamhet i Norge, till följd av förlorade leverantörskontrakt vilket resulterade i en tappad omsättning på ca 80 % på den norska marknaden. Verksamheten i Norge omsatte tidigare, enligt VD Fredrik Gren, ca 2,2 miljarder svenska kronor och var därmed en svår förlust för Menigo.¹⁰⁷

2010 såldes 67 % av Menigo Foodservice till grossistjätten Brakes Group som är en av Europas ledande leverantörer av mat, dryck och utrustning till restauranger, storkök och servicehandeln. Brakes Group har en omsättning på SEK 24 miljarder. Menigo kommer fortsätta agera som en självständig aktör på den svenska marknaden, och kommer som en del av Brakes group kunna dra nytta deras stora erfarenhet, innovation och produktsortiment.¹⁰⁸

4.3 Case 3 – EQT – Aleris

Nedan presenteras fallföretagen i case nummer 3, EQT och dess tidigare portföljbolag Aleris. Ägandeförhållandet startade år 2005 när EQT förvärvade 88 % av aktierna i vårdkoncernen Aleris. År 2010 såldes hela innehavet i Aleris till branschkollegan Investor.

4.3.1 EQT

EQT Partners grundades av Investor AB i Sverige 1994 och är idag verksamma i Europa, Asien och Nordamerika. De har en fondstruktur, liksom Nordic Capital och är inte börsnoterade. De förvaltar 12 fonder och det samlade fondkapitalet uppgår till 13 miljarder euro.

EQT:s strategiska vision är att tillföra den mest lyckosamma investeringsorganisationen och nätverket av industrialister i de marknader där deras fonder är verksamma. Detta genom att kombinera entreprenörskap, industriellt tänkande och finansiell disciplin. De avskiljer sig till

¹⁰⁶ Nordic Capital, 'Menigo blir en del av Brakes Group- Europas ledande Foodservicekoncern', på [Nordiccapital.se](http://www.nordiccapital.se), Dec 2010, besökt 23 november 2010, http://www.nordiccapital.com/documents/100226_SV.pdf

¹⁰⁷ Intervju, VD Menigo Foodservice, Fredrik Gren.

¹⁰⁸ Nordic Capital, op. cit.

buyout-segmentet och inriktar sig på företag i sektorer och regioner där de redan besitter expertkompetens, för att se till att kunna göra genuina förbättringar i företagen.¹⁰⁹ De anser att de kan bidra med god kunskap och erfarenhet för företag som befinner sig i en attraktiv industri men som har brist på entreprenörskliv. Därutöver finner de att deras fonder kan backa upp dessa företag och fungera som en katalysator för förändring och förbättring.¹¹⁰ Genom att applicera sina metoder för ledningsstöd, sina rigorösa prestationsanalyser och sin solida finansiella disciplin menar EQT att de hjälper företagen att öka försäljning och vinst medelst internationalisering, strategiska förvärv och marginalförbättring. Målet är att göra företagen till globala eller regionala ledare inom sin bransch.¹¹¹

EQT använder sig i hög grad av sitt, enligt dem själva, alldeles unika industrinätverk av etablerade affärsledare, för att skapa en effektiv och engagerad styrelse i de olika företagen. Denna är tänkt att arbeta tillsammans med ledningen och EQT-representanterna för att bl.a. implementera vinnande strategiska koncept. Private equity-bolagets generella investeringshorisonter för sina portföljbolag är tre till åtta år. De menar att under den här tiden lyckas de oftast skapa betydande och hållbara förbättringar vad gäller verksamheten i bolagen. Detta är något de med lätthet kan backa upp med siffror. Under tiden portföljbolagen har varit i ägo av EQT har de i genomsnitt ökat de årliga intäkterna med 12 %, antalet anställda med 11 % och vinsten med 18 %. Avseende försäljningen av de olika portföljbolagen har EQT dessutom varit framgångsrika vad gäller avkastning på investerat kapital.¹¹² Något som ytterligare är högst värt att nämna är att EQT uppskattar att operationell utveckling och tillväxt står för mer än 75 % av värdeskapandet i portföljbolagen.¹¹³

4.3.2 Aleris

Aleris bildades i mars 2005. och är idag ett av Nordens ledande privata vårdföretag. De har verksamhet i Sverige, Norge och Danmark och har ca 5000 anställda. Den årliga omsättningen uppgår till ca 3,9 miljarder kronor. Företaget arbetar på uppdrag av kommuner, landsting och försäkringsbolag, och dess verksamhetsområden omfattar sjukvård, medicinsk diagnostik, äldreomsorg och psykisk hälsa. De driver specialistvårdcentra, radiologikliniker, fysiologienheter, laboratorier, äldreomsorg och fostringshem och psykiatribehandlingshem.¹¹⁴

¹⁰⁹ EQT – Årsredovisning, 2009

¹¹⁰ EQT, EQT.se- About EQT, Dec 2010, besökt 17 december 2010, <http://www.eqt.se/en/About-EQT/>

¹¹¹ EQT – Årsredovisning, 2009

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ EQT, EQT.se – EQT III säljer Aleris, Dec 2010, besökt 22 november 2010, <http://www.eqt.se/en/Media/Container/EQT-III-saljer-Aleris/>

¹¹⁴ Aleris, Aleris.se- Om Aleris, Dec 2010, besökt 15 december 2010, <http://www.aleris.se/Sverige/Om-oss/>

De har som mål att vara en attraktiv samarbetspartner till den offentliga sektorn och ett självklart val för patienterna. De anser sig sätta individen i fokus och arbetar efter ledorden professionella, engagerade, omtänksamma och nytänkande.¹¹⁵

4.3.3 Aleris tid med EQT

EQT förvärvade 2005 företagen ISS Healthcare och Care Partner AB. Man gjorde det genom fonden EQT III och tillsammans med den danska servicejätten, tillika det förstnämnda förvärvets grundare, ISS. Det samlade förvärvspriset uppgick till 1,5 miljarder svenska kronor.¹¹⁶ Förvärven slogs sedermera ihop och transformerades till det enhetliga företaget Aleris. Det var under tiden Aleris var i EQT:s ägo som företaget utvecklades till en ledande skandinavisk vårdaktör. Under dessa fem år ökade omsättningen med i genomsnitt ca 22 % per år och antalet anställda växte som ovan nämnt till ca 5000 personer.

I juli 2010 såldes Aleris till EQT:s branschkollega Investor. Försäljningspriset var 4,4 miljarder kronor. Därutöver skulle tillkomma en tilläggsköpeskilling¹¹⁷ med ett nuvärde på maximalt 100 miljoner kronor¹¹⁸, under perioden 2010-2012.¹¹⁹ Denna tilläggsköpeskilling har dock i efterhand visat sig, av för författarna diffusa skäl, långväga överstiga 100 miljoner kronor. I stället har den hittills uppgått till 665 miljoner kronor, enligt EQT:s intervjurespondent åt denna uppsats. Detta innebär en exitvinst på nästan 3,6 miljarder kronor. Den årliga avkastningen för Aleris var, under EQT:s innehavstid, i genomsnitt ca 31 %.¹²⁰

5 Empiri

5.1 Case 1

Nedan följer en sammanställning av intervjuerna som genomfördes med respondenterna på Ratos och Haglöfs.

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ Intervju, Jannik Kruse Petersen, EQT

¹¹⁷ En tilläggsköpeskilling är (enligt Wallsten, 1985) en kontraktsbelagd föreskrift som innebär att säljaren av ett företag ska erhålla ytterligare framtida kompensation baserat på huruvida företaget uppnår vissa framtida finansiella mål.

¹¹⁸ EQT, EQT.se- Media- News-2010-EQT III säljer Aleris, Dec 2010, besökt den 22 November 2010, <http://www.eqt.se/en/Media/Container/EQT-III-saljer-Aleris/>

¹¹⁹ Stockholm TT, 'Investor köpte vårdjätte', på E24.se, jul 2010, besökt den 2 januari 2011, http://www.e24.se/business/halsovard/investor-koper-vardjatte_2157485.e24

¹²⁰ Intervju, Jannik Kruse Petersen, EQT

5.1.1 Intervju, Ratos

Intervjun genomfördes med Stig Karlsson. Stig har arbetat på Ratos sedan 2001, de senaste två åren som industriell rådgivare, dessförinnan som investeringsansvarig för Haglöfs. Innan tiden på Ratos var Stig verksam på Atle Investment, även där som investeringsansvarig för Haglöfs (Ratos blev ägare av Haglöfs i och med förvärvet av Atle 2001). Stig har även varit styrelseordförande i Haglöfs under många år.

Inledande

Stigs generella uppfattning är att buyout-processen varit mycket lyckosam. I rena siffror har omsättningen, under Ratos innehavsperiod (2001-2010), ökat från knappt 200 Mkr till 590 Mkr. Han framhåller också att i princip hela Haglöfs moderna historia gjorts under private equity-ägarande, och att bolaget i den meningen är väldigt format av ägarformen. Stig beskriver att inget bolag präglats lika starkt av Ratos sätt att arbeta som Haglöfs, en arbetsmodell som till stor del formats av Ratos VD Arne Karlsson. Modellen användes under liknande former vid Atles ägarperiod där Arne Karlsson tidigare också var verksam.

Direkta hjälpmedel

Finansiella åtgärder

Under Ratos innehavsperiod genomfördes 2007 en refinansiering av Haglöfs. Tack vare starka kassaflöden kunde befintliga lån läggas om och en mer gynnsam kapitalstruktur, där belåningsgraden ökade, kunde skapas. Något som samtidigt möjliggjorde en kapitalöverföring till moderbolaget. Stig betonar samtidigt att private equity-branschen genomgående lägger stor vikt vid att finna en optimal kapitalstruktur med rätt fördelning av eget kapital och skulder. Ratos kompetens och kontaktnät beskrivs även ha varit en stor tillgång vid bankförhandlingar och andra finansieringslösningar.

Operationella åtgärder

Vid tillsättningen och ersättningen av personal på ledande befattningar har Ratos haft ett stort inflytande. Ansvar och de faktiska besluten har varit förlagda till VD men Ratos beskrivs ha varit delaktiga i hela processen och fungerat som bollplank och rådgivare vid beslutsfattandet. Ratos nätverket beskrivs här ha haft en avgörande roll och fungerat som rekryteringspool för nya ersättare. Bland annat rekryterades en ny CFO (ekonomichef) genom kontakter inom nätverket.

Fokus på kärnverksamheten

Under Ratos ägarperiod avvecklades ett av Haglöfs dotterbolag. Bolaget, Alfa (en skofabrik), hade köpts under Atles ägarperiod. Försäljningen gjordes då Ratos ansåg att verksamheten inte var långsiktigt utvecklingsbar, men även för att öka fokus på Haglöfs kärnverksamhet.

Indirekta hjälpmedel

Styrelsens roll

Styrelsens roll i Haglöfs, beskriver Stig, var helt i enlighet med aktiebolagslagens beskrivning. Beslut gällande saker som tillsättande/avsättande av VD, utformandet av strategier och bolagets målsättningar togs således av styrelsen. Dock beskrivs Ratos involvering i styrelsens arbete som omfattande. Genom att Ratos tillsatte styrelsen, medverkade i styrelsearbetet och därtill hade egna representanter i styrelsen formades dess arbete och beslutsfattande till viss del av Ratos. Dock, understryker Stig, ställdes inga absoluta krav gällande exempelvis finansiella måttal eller liknande från Ratos håll. Istället hade man mer av en rådgivande och stöttande roll, Ratos skulle ses som en resurs för styrelsen. Under Ratos ägandeperiod skedde även en som Stig uttrycker det, professionalisering, av Haglöfs styrelse. Ratos har en modell för styrelsearbete som implementerades omgående efter förvärvet. Löpande ändrades även styrelsens sammansättning, ledamöter byttes ut och styrelsen anpassades till att motsvara de krav som ställdes i företagets olika skeden.

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

Vad det gäller belåningens funktion som bolagsstyrningsverktyg menar Stig att om arbetet kring styrelse och målsättningar utförs på ett riktigt sätt, är belåningens funktion som ”piska” överflödigt. Dock bidrog den ökade belåningsgraden ledningens förståelse för hur viktig kapitalstrukturen är för avkastningen på eget kapital.

Öka incitamenten

Ratos har en genomgående positiv inställning till incitamentsprogram, detta är någonting företaget förespråkar och ämnar införa i alla sina innehav. Så även i Haglöfs fall där incitamentsprogram för ledningen infördes. Dessa var mycket lyckade betonar Stig och menar även att de var en klart bidragande faktor till att innehavet i Haglöfs blev så pass lyckat som det blev. Han beskriver Haglöfs som ett av Ratos mest lyckade innehav någonsin.

Monitoring

Den kommunikation och interaktion som skedde mellan Ratos och Haglöfs beskriver Stig som väldigt informell och en löpande kontakt upprätthölls under hela innehavsperioden. Vad det gäller uppföljning av Haglöfs resultat utformades inte heller här några formella system, resultaten utvärderades snarare kontinuerligt under den löpande kontakten mellan de båda bolagen.

Mentoring

Ledningen i Haglöfs gavs stor operativ frihet och Ratos involvering i detta arbete var mycket begränsad. I stället skedde arbete och interaktion genom styrelsen, Stig fungerade i egenskap av styrelseordförande även som resurs och bollplank till VD.

Avslutande

Stig menar att såväl Haglöfs ledning som Ratos i egenskap av ägare i stor utsträckning bidrog till Haglöfs utveckling. Han betonar att Ratos inte hade lyckas på samma sätt utan Haglöfs ledning som effektivt byggde varumärket, men även att Haglöfs hade haft svårt utan Ratos engagemang som aktiv och stöttande ägare. Vidare skildrar Stig samarbetet som en sällsynt lyckad symbios mellan ägare och ledning, externa faktorer beskrivs i sammanhanget haft mycket liten inverkan.

Till skillnad från andra kategorier ägare menar Stig att private equity-bolag kan bidra med ett ökat fokus på värdeskapande och långsiktighet. Vidare menar han att det finns en starkt positiv korrelation mellan bolagsstyrning och värdeökning.

Stig berättar att Ratos lägger stor vikt vid professionellt styrelsearbete, en mycket aktiv ansats görs till medverkan i portföljbolagens styrelser. Ingen direktstyrning tillämpas utan stor tilltro gällande den operativa verksamheten ges till respektive innehavs VD. Ratos ställer sina resurser och sitt nätverk till förfogande och har ett industriellt perspektiv på sina innehav.

5.1.2 Intervju Haglöfs

Intervjun genomfördes med Mats Hedblom. Mats har arbetat på Haglöfs sedan 1985 och har idag befattningen som VD.

Inledande

Mats allmänna uppfattning är att Ratos del i utvecklingsfasen, i positiv bemärkelse, hade en omfattande påverkan och innebörd för Haglöfs. Interaktionen mellan ägare, styrelse och verkställande ledning fungerade exemplariskt bra. Arbetet under Ratos ägande gick, mer eller mindre, i samma riktning som tidigare (när Atle var ägare) men skärptes till och antog en mer professionell prägel med en tydligare målbild, anser Mats. Över huvud taget ställer han sig väldigt positiv till riskkapital och har svårt att förstå mycket av den kritik som riktats mot investeringsformen. Samarbetet med Ratos beskrivs som exemplariskt, ledning och styrelse tilläts arbeta långsiktigt med stor entreprenöriell anda. Något som Mats menar kunde ske tack vare den öppna relation och stora förståelse som fanns mellan Ratos och Haglöfs styrelse.

Direkta hjälpmedel

Finansiella åtgärder

I samband med den refinansiering som genomfördes 2007 ökades belåningsgraden i Haglöfs. Detta gjordes för att möjliggöra en kapitalöverföring från Haglöfs till Ratos. Annat än att belåningsgraden ökade, menar Mats att åtgärden inte hade någon påverkan för verksamhetens riktning. Dock bidrog det till ett ökat tryck och fokus på kapitalets omsättningshastighet och

bindning, även fokus på kassaflödet blev större. Något som hade positiv inverkan på affärerna, anser Mats. Ratos var också en viktig resurs vid större bankaffärer och upphandlingar, det finansiella kunnandet beskrivs ha varit en stor tillgång.

Operationella åtgärder

Gällande nyrekrytering eller ersättning av personal på ledande befattningar var Ratos involvering mycket begränsad. Detta berörde den operativa verksamheten och sköttes enligt Mats av Haglöfs själva. Dock informerades Ratos fortlöpande om förändringar i ledningsstrukturen skedde. I samband med Ratos ägandeperiod beskriver Mats att Haglöfs målbild blev betydligt tydligare och, som han uttrycker det, ”mer utmejslad”.

Indirekta hjälpmedel

Styrelsens roll

Styrelsens roll, beskriver Mats, trappades upp flera snäpp och blev mer professionell. Den var inte särskilt branschkundig utan snarare sammansatt på ett väldigt lyckat sätt. Olika representanter företrädde olika sektioner, detaljledet, juridik, inköp, produktion och så vidare. Branschkunneten stod till stor del Mats själv för. Interaktionen skedde enbart via VD (Mats) och det fanns stor klarhet i vad styrelsens respektive den operativa ledningens uppgift var.

Reducera agentkostnaderna i det fria kassaflödet

Mats menar att belåningen inte fyllde en funktion som bolagsstyrningsfunktion. Han påpekar dock att den ökade belåningsgraden bidrog till en större observans för finansiella måltal, vilket hade en positiv inverkan på affärerna.

Öka incitamenten

Huruvida de incitaments- och bonusprogram som infördes under Ratos ägandeperiod hade någon konkret inverkan på arbetet i Haglöfs är svårt att bedöma anser Mats. Dock påpekar han att Ratos fick en miljard kronor vid försäljningen av Haglöfs och att mycket av det arbetet som skett under innehavsperioden uppenbarligen var väldigt lyckat. Att mäta de kvantitativa resultaten av incitamentsprogrammen är svårt. Dock kan de möjligen haft en inverkan då de, enligt Mats, ökade förståelsen hos ledningsgruppen för vad värdeskapande innebar. Även den hårdare resultatbevakning som Ratos bidrog till kan i viss mån effektiviserat resultatuppföljningen och på så sätt också resultatutfallet.

Monitoring

Mycket av den interaktion och kommunikation som fanns mellan Haglöfs och Ratos skedde via den bolagsansvarige Ratos hade tillsatt. Vidare beskriver Mats att den kommunikation som skedde mellan parterna var mycket avslappnad och informell, han betonar samtidigt

vikten av att kunna anpassa sig till omgivningen, vilket han anser att Ratos gjorde på ett mycket bra sätt. Inga särskilda system för resultatuppföljning, annat än den fortlöpande avstämning som skedde vid styrelsemöten och liknande, fanns. Dessa styrelsemöten beskrivs dock som ganska formella i sin utformning och eventuella avvikningar från budget och prognoser gick igenom noggrant.

Mentoring

Ratos nätverk anser Mats inte ha bidragit i någon större utsträckning gällande den operativa verksamheten. Dock fanns ett visst kommersiellt värde i kontakterna då varumärket Haglöfs, som han beskriver det, flöt ut i nätverket. Ägarna bidrog med sina kunskaper, ofta på det finansiella eller organisatoriska planet. Ratos och dess nätverk kunde i den meningen användas mer som ett bollplank. Allt det organisatoriska arbetet låg hos Haglöfs. Ratos var heller inte särskilt involverade i ledningens arbete, Mats beskriver istället att Ratos arbete nästan uteslutande skedde genom styrelsen. Deras roll var att sätta samman en väl fungerande styrelse. I den meningen var Ratos, anser han, också ganska passiva som ägare med hänseende på den operativa verksamheten.

Avslutande

Mats menar att ledningen har gjort huvuddelen av jobbet under ägandeperioden och således också bidragit mest till värdeökningen. Dock anser han att såväl styrelsen som ägarna har haft en väldigt bidragande roll i processen, och betonar att Haglöfs aldrig hade varit i den positionen de är idag utan styrelsen och Ratos engagemang. Inte heller hade man värderats till en miljard kronor utan Ratos och styrelsens hjälp fortsätter Mats.

En fördel som Mats ser med ett private equity-bolag som ägare är den ökade marknadskännedom ägarförhållandet leder till. Den enda nackdelen han kan komma på är den ibland utomstående föreställningen hos folk att ägandeförhållandet med ett private equity-bolag innebär ett väldigt kortsiktigt perspektiv, något som han menar inte alls varit fallet med Ratos.

Den största förändringen som skedde under Ratos ägande var en ökad fokus på värdeskapande och ett tydlig utformande av strukturer och strategier för att uppnå detta.

Mats menar att det absolut går att urskilja direkta kopplingar mellan det bolagsstyrningsarbete som skett under innehavsperioden och värdeökningen. Han beskriver också att hela processen fungerat exemplariskt och att det är mycket svårt att i fallet Ratos – Haglöfs hitta några negativa aspekter.

”Det är nästan skolboken rakt över och det går inte att hitta någonting som spruckit, får man en miljard så kan det inte ha varit så mycket fel” Mats Hedblom, om arbetet mellan Ratos och Haglöfs.

Det enda kritiska kan vara att relationen mellan ägare och bolag blir allt för stark och att de beslut som fattas i och med det inte alltid är de affärsmässigt bästa, menar Mats.

Avslutningsvis understryker Mats betydelsen av att finansiella ägare ska kunna anpassa sig till bolagen. Detta menar han är en förutsättning för att skapa sig en förståelse och komma nära företaget. Något som i sin tur är en förutsättning för att nå lyckade resultat.

5.2 Case 2

5.2.1 Intervju Nordic Capital

Intervjun genomfördes med Måns Folkesson, partner på Nordic Capital. Måns har arbetat på Nordic Capital sedan 2001. Han har själv inte varit aktivt delaktig i investeringen utan istället övervakat den genom att följa all rapportering från bolaget.

Inledande

Menigo AB förvärvades 2005 av Nordic Capital. Enligt Måns är inte investeringen hittills en av deras mer lyckade, men han säger också att det återstår att se hur lönsam investeringen blir då Nordic Capital fortfarande äger 33 % av aktierna i Menigo. Måns menar att Nordic Capitals bolagsstyrningsarbete börjar redan vid den grundliga analys (due diligence) som görs vid investeringstillfället.

Direkta hjälpmedel

Finansiella åtgärder

Måns menar att företagets kapitalstruktur bestäms utifrån en mängd faktorer såsom vilka löpande investeringar som behöver genomföras, hur bolagets kassaflöde ser ut och hur hög belåning bolaget klarar av utan att det får en negativ inverkan på kassaflödet. Den främsta fördelen med en hög belåning är enligt Måns den höga avkastningen den kan ge på det satsade kapitalet, den så kallade hävstångseffekten. Nackdelen med hög belåning blir tydlig under sämre perioder, om företaget går dåligt och private equity-bolaget tvingas skjuta till kapital. En annan negativ aspekt är den minskade flexibilitet som en hög belåningsgrad medför. Nordic Capitals komparativa fördelar inom finansbranschen beskrivs av Måns som en stor tillgång vid kommunikationen med banker, till exempel vid låneförhandlingar.

Finansieringen av Menigo skedde med hjälp av en blandning av eget kapital och lån. Finanskrisen har haft stor inverkan på hur utformningen av finansieringen av portföljbolagen sker. Menigo har en belåningsgrad på ca 50 %, en ganska låg nivå som troligtvis varit högre om det inte varit för turbulensen på finansmarknaden. Måns förklarar att belåningsgraden, generellt sett, har minskat i deras portföljbolag. Från att tidigare legat på runt 75 % belåning har man i dagsläget ofta en belåningsgrad på ca 50 % i sina innehav. Han påpekar också att det även finns investeringar där det inte sker någon belåning alls, investeringar där det måste ske så pass stora investeringar och förändringar att företaget inte kan ha så mycket banklån.

Operationella åtgärder

Nordic Capital vill köpa företag där den befintliga ledningen är med på vad som behöver göras i bolaget. Detta har enligt Måns med riskhantering att göra. Genom att stödja den redan sittande ledningen, menar han, att risken med investeringen reduceras.

Nordic Capital har ett stort inflytande kring tillsättning och ersättning av personal på ledande befattningar. Den praktiska ledningen av företaget utförs av VD men Nordic Capital kan instruera och vägleda genom sin interaktion med styrelsen. Efter det första året gick dåvarande CFO Fredrik Gren in som VD för Menigo, Måns påpekar dock att detta inte berodde på att den tidigare VD:n presterade undermåligt, utan att Menigo var inne i en sådan fas där Fredriks kompetens som VD passade bättre. Nordic Capitals nätverk spelade således en viktig roll för att finna en, som ansågs, bättre lämpad ersättare.

Fokus på kärnverksamheten

När Menigo förvärvades skedde omfattande strukturella förändringar. Nordic Capital hade som mål att skapa ett eget självständigt företag med egna meriter, från att ha varit en del av ICA-koncernen. Namnet ändrades från ICA-Meny till Menigo Foodservice. Man genomförde förändringar i lagerhållning, varumärke och etablerade en ny IT-plattform. Sedan utökade man också Menigos egna produktsortiment till områden som inte redan ingick i det dåvarande utbudet.

Indirekta hjälpmedel

Styrelsens roll

När Menigo förvärvades 2006 skedde en omfattande förändring av styrelsens sammansättning. Måns säger att detta är en av de första åtgärder som utförs i samband med ett förvärv. I alla Nordic Capitals portföljbolag, följaktligen även Menigo, blir den person som skött investeringsprocessen tillsammans med ytterligare en företrädare från Nordic Capital företagets representanter i styrelsen. På de resterande ledamötsplatserna i Menigos styrelse tillsattes folk med eftersträvbar kompetens gällande exempelvis branschkunskap eller finansiering. Här använde Nordic Capital sitt breda nätverk för att lokalisera personer med lämplig kompetens. Måns menar att tillsättningen av Menigos styrelse fungerade som i vilket annat bolag som helst. I linje med Nordic Capitals övriga strategi hölls styrelsen i Menigo ganska liten, detta då en liten styrelse, enligt Måns, för en bättre diskussion och är mer flexibel än en stor. Redan innan Nordic Capital förvärvar ett portföljbolag skapas en affärsplan över vad som önskas med förvärvet, så var även fallet med Menigo. Den affärsplan som utformades i buyout-processens tidiga skede följdes kontinuerligt upp av styrelsen. På så sätt kontrollerades att uppsatta mål följdes.

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

När det gäller belåning som en form av bolagsstyrningsverktyg är detta inget Nordic Capital använder sig av, varken i Menigos fall eller för några andra portföljbolag, berättar Måns. Belåningen får aldrig bli så pass hög att den begränsar ledningens svängrum, fortsätter han. Måns menar dock att belåningen medför en viss övervakande effekt, detta då bankerna i egenskap av utlånare fungerar som ytterligare ett granskande organ. Nordic Capital får genom banken en andra åsikt om investeringen är bra eller dålig.

Öka incitamenten

Nordic Capital ställer sig mycket positiva till incitamentsprogram och dessa återfinns i samtliga av deras portföljbolag, det är en del av Nordic Capitals affärsplan menar Måns.

Det ställdes ett krav på Menigos högsta ledning, nämligen att de investerade i bolaget för att på så sätt skapa en gemensam intressesituation för Nordic Capital och Menigos ledning. Måns menar att en investering i företaget ur ledningens egen ficka knyter dem hårt till verksamheten, det ger också Nordic Capital en försäkring att ledningen är hängiven affärsplanen och företaget. Måns menar också att det inte hade varit samma drivkraft i ledningen om de hade varit, som han uttrycker det, ”vanliga tjänstemän”. Han liknar ett delägarskap hos ledningen med den hos en egenföretagare, där ledningens möjligheter att tjäna pengar är mer kopplad till sin egen prestation. Investeringskravet som ställdes på Menigos ledning är inte unikt utan ställs på ledningen i samtliga Nordic Capitals innehav berättar Måns.

Monitoring

Redan innan Menigo förvärvades etablerade Nordic Capital kontakt med företagens ledning. Där fördes en inledande diskussion kring de åtgärder som ansågs nödvändiga att genomföra, men även för att ”kontrollera” att ledningen var villig att genomföra dessa förändringar. Måns menar att det är redan var i detta skede som Nordic Capitals bolagsstyrningsarbete började, i och med upprättandet av ett ”alignment of interest” mellan Nordic Capital och Menigos ledning. Nordic Capital är en krävande men engagerad ägare som vill ha ordning och reda, menar Måns.

Mentoring

Gällande interaktionen mellan Nordic Capital och Menigo berättar Måns att all kontakt skedde genom bolagets styrelse. Ledningen gavs stor frihet och Nordic Capital, som Måns uttryckte det, rundade aldrig ledningsgruppen och la sig aldrig direkt i det operationella arbetet. All kontakt och påverkan skedde istället genom styrelsen. Dock fördes en regelbunden kontakt mellan Nordic Capitals representanter och ledningen i Menigo under mer informella former, såsom, lunchmöten, telefonkontakt och e-mail. Nordic Capitals representanter fungerade här som ett slags bollplank för Menigos ledning. Enligt Måns gavs vid denna kontakt direktiv på ett mer underförstått sätt, inga direkta order gavs, utan istället gavs förslag på vad som kunde göras. Måns berättar att Nordic Capital alltid står bakom

ledningen till fullo. Deras största roll är att tillföra kapital och möjliggöra för VD och ledning att förverkliga sina mål. Huvuddelen av de praktiska åtgärderna ansvarar sedan bolaget själva för. Därför lägger Nordic Capital också stor vikt vid att finna kompetenta ledningspersoner till sina portföljbolag.

Avslutande

Utfallet av Nordic Capitals investering i Menigo påverkades mycket av oförutsedda effekter på marknaden till följd av finanskrisen. Trots att Menigos produktgrupp uppskattades som icke-cyklisk, (det konsumeras mat oavsett rådande ekonomiskt klimat) fick finanskrisen oanade konsekvenser på verksamheten, menar Måns. Dock bör påpekas att Nordic Capital, finanskrisen till trots, var nöjda med hur företaget fungerade och utvecklades. Då de fortfarande innehar ett 33 % ägarintresse i Menigo, är utfallet av deras investering inte heller helt klart.

När det kommer till frågan vad Nordic Capital kan tillföra till sina portföljbolag så nämner Måns pengar, men han säger också att det inte är kapitalet som gör Nordic Capital till en sådan lyckad ägare. Istället är det företagets sätt att arbeta som har störst inverkan. Att inte runda ledningen, engagemang, tillsättandet av en liten effektiv styrelse med bransch-kunniga ledamöter och deras egna representanter. Nordic Capital är också experter på kapitalstruktur och annan finansiellverksamhet med bank.

Nordic Capitals fonder har en livstid på 10 år, när dessa 10 år är slut måste de portföljbolag som ägs av fonden avvecklas. Det finns ingen flexibilitet kring tidshorisonten på investeringarna. Men han menar att tiden räcker till för att Nordic Capital ska kunna genomföra sitt bolagsstyrningsarbete i både Menigo och alla övriga portföljbolag. Nordic Capital ser sig själva som ett komplement till andra ägarformer, det är därför inte tänkt att de ska äga företagen mer än vad de gör. Private equity passar som ägarform när det ska ske en större förändring i bolaget, precis som i Menigos fall, där det skedde omfattande strukturella förändringar. När dessa är gjorda kanske en annan ägarform passar bättre menar han.

Nordic Capital styr alla sina portföljbolag på samma sätt. Måns menar att utfallet på de olika investeringarna snarare beror på marknadsfaktorer än på olika kvalitet avseende bolagsstyrningsarbetet. Han betonar att bolagsstyrningsarbetet är det private equity handlar om, alla finansiella delar är en annan sak.

5.2.2 Intervju Menigo Foodservice

Intervjun genomfördes med verkställande direktör på Menigo, Fredrik Gren. Fredrik har varit anställd på Menigo sedan 2006. Han värvades initialt som CFO av de nya ägarna, Nordic Capital.

Inledande

Fredrik berättar om de omfattande förändringar som skett i Menigo sedan Nordic Capital tog över som ägare. Menigo behövde som självständigt företag genomföra ett genomgripande omställningsarbete som helt baserades på deras egen affärsidé. 2010 såldes 67 % av Menigo till fullservice-jätten Brakes-group.

Direkta hjälpmedel

Finansiella åtgärder

Vid köpet av Menigo belånades företaget för att kunna finansiera köpet. Kapitalstrukturen ändrades till en 50/50-fördelning mellan eget kapital och skulder. Fredrik såg inga konstigheter med belåningen av Menigo utan menar att de klarade av denna väl utan att det hämmade deras finanser. Menigo är inte ett kapitalintensivt bolag som kräver många långsiktiga investeringar och företaget har ett mycket starkt kassaflöde som klarar av denna grad av belåning.

Operationella åtgärder

Fredrik Gren blev själv rekryterad till CFO-posten av Nordic Capital och kom sedan att tillsättas som VD. Efter det att Fredrik tillsattes på VD-posten började han att genomföra omfattande förändringar efter att ha arbetat fram en strategisk plan för bolaget. Lager lades ned, verksamheten i Norge likaså, tillsammans med ytterliga omstruktureringar i logistik mm. Majoriteten av ledningen ersattes också, utav 12 personer ersattes 10. De allra flesta positionerna tillsattes av personer som redan fanns i företaget, bara två headhuntades fram. Menigo gjorde sig också av med hälften av de 50 högsta cheferna inom företaget och ca 40 % av alla anställda sades upp. Fredrik har också arbetat för att minska de overhead-kostnader som fanns i Menigo och på så vis reducera de kostnader som uppstår till följd av ineffektiv kommunikation. Förändringarna skedde i samförstånd med styrelsen som yrkade på att Fredrik skulle genomföra alla de förändringar han föreslog på en gång, trots hans varningar om att driftstörningar kunde uppstå.

Två veckor in i Fredriks tjänst som VD förlorade man viktiga kunder i Norge vilket gjorde att omsättningen i landet sjönk med 1,7 miljarder kr. Man fattade då beslutet att helt lägga ned verksamheten i Norge.

År 2010 var det år, som Fredrik menade, att Menigo först kunde dra nytta av alla de förändringar som genomförts under Nordic Capitals ägande. Detta yttrade sig i ett positivt, och under hela 2010, stigande resultat. Vi fick tyvärr inte ta del av några siffror då det var konfidentiell information. Fredrik visar dock upp en graf som visar en positiv och ökad utveckling för 2010. Det som Fredrik menar var nästa steg i företagets utveckling var en konsolidering med en av de stora europeiska fullservice-aktörerna. Detta för att stärka Menigos position internationellt och mot leverantörer. Försäljningen av 67 % av företaget till

Brakes group var ett industriellt förankrat strategiskt beslut med alla de synergier och fördelar som en ägare som Brakes kan tillföra. Fredrik talar om Brakes group som en turbomotor för Menigos utveckling. Det faktum att båda företagen hade mycket liknande organisation och var av samma typ ökade incitamenten för en sammanslagning. En sådan skulle möjliggöra för eventuella synergieffekter, menade man, enligt Fredrik. Vidare nämner Fredrik att han var involverad i hela försäljnings-/sammanslagningens processen.

Indirekta hjälpmedel

Styrelsens roll

Nordic Capital ersatte vid förvärvstillfället hela den sittande styrelsen. De tillsatte en styrelse med, förutom sina två egna representanter, en mycket industriellt förankrad kompetens. Ledamöterna kunde grossistbranschen och de flesta hade tidigare VD-erfarenhet. Fredrik kände att styrelsens lilla storlek och relevanta kompetens gjorde att han inte behövde lägga fokus på att förklara och handskas med styrelsen då de redan från början kunde frågeställningarna och hade ett nära samarbete med ledningen. I början av Nordic Capitals ägandeperiod skedde oerhört många styrelsemöten som hela tiden granskade och följde upp företagets utveckling. När väl verksamheten börjat rulla på som planerat, efter investeringar och omstruktureringar etc., började styrelsearbetet fungera mer grundläggande och var inte lika intensivt.

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

Fredrik tycker inte att belåningen har använts som en form av bolagsstyrningsverktyg. Belåningen var aldrig så hög så att den påverkade ledningens arbete. Däremot menar Fredrik att banken blev mer involverad i och med den ökade belåningen. Det skedde en mer kontinuerlig kommunikation med banken där de underlättades om utveckling och annan, för dem, relevant information.

Öka incitamenten

Nordic Capital inför incitamentsprogram i samtliga av sina portföljbolag där ledningen uppmanas att bli delägare. Fredrik tycker programmen skapar en prestationsförbättring hos ledningen. Han menar att det sätter styrelse, ägare och ledning i samma båt. Därutöver skapar det mer engagemang hos ledningen, och försäkrar att de som styr mot samma mål som ägarna. Nordic Capital är väldigt noga med att använda sig av samma incitamentsstruktur som de själva har. Det finns också negativa sidor av incitamentsprogrammen enligt Fredrik. Han nämner flera personer som kände sig inlåsta av programmen och menar att dessa då fick en omvänd, negativ effekt. Han säger att det gäller att strukturera programmen så att de skapar en positiv ”uppsida” och inte blir en belastning för individen.

Monitoring & Mentoring

Fredrik beskriver relationen med styrelsen som väldigt behaglig. Rapporteringen sker dels genom rapporter, protokoll etc. och dels genom en mer informell kommunikation mellan styrelse och ledning där dialog förs på en mer vardaglig basis. Han känner att han handlade i samförstånd med styrelsen och att han själv var med och utformade den press som sattes på honom. Fredrik känner också att han hela tiden hade styrelsens och ägarnas stöd.

Avslutande

Nedläggningen av verksamheten i Norge har haft en stor inverkan på Menigos utveckling. Fredrik menar att den norska verksamheten hade blivit starkare om de hade haft möjlighet att genomföra samma slags arbete som de gjorde i Sverige. Enligt Fredrik är fördelen med att vara ägd av ett private equity-bolag att det är en ägarform som tillåter förändring. Private equity-bolag har möjlighet att satsa mycket kapital mer riskvilligt, eftersom de, till skillnad från många andra ägare, har möjlighet att sprida sin risk i ett flertal olika portföljbolag. Ett private equity-ägt bolag behöver inte heller ta hänsyn till lika många andra intressenter som ett börsnoterat bolag behöver. Man behöver inte ta hänsyn till aktieägare, analytiker etc, utan kan genomföra förändringar som aldrig vore möjliga i ett börsnoterat bolag.

Fredrik menar att Nordic Capital har bidragit till en ökad fokusering i företaget och gett ledningen de förutsättningar som krävs för att på ett långsiktigt sätt utveckla Menigo på bästa möjliga sätt. De har varit villiga att satsa på Menigos framtida potential, och haft tålamod med att låta ledningen genomföra de förändringar som krävs för att uppnå den.

Fredrik anser inte att Nordic Capitals begränsade tidshorisont har påverkat hans arbete i någon negativ bemärkelse. Det arbete som genomfördes var väldigt långsiktigt och även om det skedde en ägarförändring 2010 så har Menigo gjort sitt bästa resultat någonsin. Detta menar Fredrik är ett resultat av allt långsiktigt arbete som de lagt ner under Nordic Capitals ägande.

Enligt Fredrik är private-equity som ägarform en starkare, långsiktig drivkraft för värdeskapare än vad som ansetts historiskt. Han menar att det inte räcker med att påverka kapitalstrukturen utan man måste faktiskt påverka resultaträkningen, det är det som skapar värde. Private equity-bolagen engagerar sig och vågar genomföra de förändringar som krävs för att företagen ska bli framgångsrika och låter det ta sin tid. Som Fredrik säger: ”private equity som ägarform vågar spänna bågen lite hårdare än vad andra ägarformer klarar av” och ”private equity möjliggör förändring och det är framförallt genom denna ’enabling’ som de skapar värde”.

5.3 Case 3

Nedan följer en sammanställning av intervjuerna som genomfördes med respondenterna på EQT och Aleris.

5.3.1 Intervju, EQT

Intervjun genomfördes med Jannik Kruse Petersen. Jannik arbetar sedan 2004 som Senior Director på EQT i Danmark. Han var med i gruppen som gjorde förvärvet av Aleris, där han initialt endast hade en roll som delägare. Något senare utökades hans arbetsuppgifter till den graden att han kom att få titeln projektledare. Han satt även med i styrelsen i Aleris sedan dag ett, där han var en av EQT:s två representanter.

Inledande

Jannik anser att Aleris var ett oerhört intressant case och rentav en klassisk ”private equity-saga”. Han finner att insatserna under den värdeskapande fasen var starkt bidragande till att företaget gick så bra som det gjorde. Aleris trefaldigade nästan sin omsättning under EQT:s ägandeperiod (med en omsättningsökning på ca 22 % per år¹²¹) och detta är något som Jannik knappast tror hade kunnat ske utan EQT:s hjälp.

EQT förvärvade ISS Healthcare, det som skulle komma att bli Aleris, tillsammans med ISS, Nordens största serviceföretag. ISS Healthcare var en avknoppning från ISS. Initialt ägdes EQT företaget 50/50 tillsammans med ISS. Kort därefter slog man samman ISS Healthcare med ett annat företag, vid namn Care Partner AB. Därefter förvärvade EQT (tillsammans med Goldman Sachs) själva moderbolaget ISS, varvid man såg det som den bästa lösningen att köpa ut hela den sammanslagna enheten ISS Healthcare/Care Partner och på egen hand äga företaget till 100 %. Ett halvår efter detta bytte man namn på enheten till Aleris och slutförde all form av integration mellan de två företagen.

En professionell styrelse tillsattes. Under EQT:s ägarperiod förvärvade Aleris 19 företag, i syfte att stärka och forma företaget på det sätt styrelsen tyckte var strategiskt korrekt. Således, menar Jannik, påverkade den värdeskapande processen Aleris på ett mycket omfattande vis.

Direkta hjälpmedel

Finansiella åtgärder

Vad gäller kapitalstruktur så anser Jannik att belåning är något mycket bra i de allra flesta fall, då det ökar avkastningen på eget kapital. Detta är en vetskap som Jannik och hans kollegor på EQT definitivt tar med sig vid fastställandet av ett portföljbolags kapitalstruktur. Sedan gäller

¹²¹ EQT, EQT.se- Media- News-2010-EQT III säljer Aleris, Dec 2010, besökt den 22 November 2010, <http://www.eqt.se/en/Media/Container/EQT-III-saljer-Aleris/>

det dock att se till att kapitalstrukturen är avpassad till portföljbolagens möjligheter till kassaflödesgenerering. Först och främst måste företaget kunna betala skulderna som framkommer av en specifik mängd belåning. Men sedan måste kapitalstrukturen även anpassas till en företagsplan. I Aleris fall såg man exempelvis att det fanns en mängd tilläggsinvesteringsmöjligheter på marknaden. Därför valde man att ha lite lägre belåning initialt, samt att komma överens med bankerna om att ha ett slags omkretsande, latent kreditfacilitet som man kunde använda till att finansiera dessa tilläggsinvesteringar, i det fall behov uppstod. Jannik menar att, om man hade belånat Aleris med seniorskuld (för bankerna prioriterad fordran) direkt, så hade man kanske inte kunnat göra de tilläggsförvärv som man gjorde under vägens gång. Men det gäller även, generellt när man bestämmer ett företags kapitalstruktur, att försöka förutsäga sådant som anläggningskostnader (behöver man t.ex. expandera utomlands för att kunna bygga en fabrik?) och kassaflöde, för att kunna bygga in det i kapitalstrukturen och matcha den till företagets profil. Initialt efter förvärvet av Aleris, var fördelningen ca 2/3 skuld och 1/3 eget kapital.

Operationella åtgärder

Oftast använder EQT sitt nätverk för att identifiera potentiella kandidater till exempelvis VD- och ekonomichefspositionerna i sina portföljbolag, men det är sällan som de faktiskt tillsätter personer från nätverket i de positionerna. I detta fall hittade man en VD (Lena Hofsberger) från nätverket som var högst kvalificerad för att leda arbetet initialt, under integrationsfasen och den första fasen av utveckling. Senare under utvecklingen av företaget insåg styrelsen att det krävdes en annan typ av kompetens inom den högsta ledningen, varpå man (under 2008) tillsatte den nuvarande VD:n Stanley Brodén. I övrigt användes nätverket för att identifiera individer som personerna inom nätverket hade arbetat med eller var bekanta med. Ett fåtal tillsattes i Aleris.

Operationella åtgärder/fokus på kärnverksamheten

Tidigt gjordes några stora strukturella förändringar för att skapa ett mer enhetligt företag av Aleris. Den största förändringen var integrationen av ISS Healthcare och Care Partner. Sedan gjordes, som nämnt, hela 19 företagsförvärv, och detta är något som i allra högsta grad får klassas som en strukturell förändring menar Jannik. I övrigt bestod grundstrukturen i företaget efter det att man hade fullgjort integrationen.

Indirekta hjälpmedel

Styrelsens roll

Innan Jannik beskriver de uppgifter som ett portföljbolags styrelse har är han noga med att påpeka att det är ledningen som styr företaget på en daglig basis. Styrelsens roll är att kontrollera och övervaka den strategiska utvecklingen i företaget och att utmana ledningen. Därutöver ska styrelsen säkerställa att den affärsplan, som alla har kommit överens om, verkställs på ett sätt och i ett tempo som är i enlighet med planen. När det sker förändringar i

företaget och dess omgivning ska styrelsen vidare se till att affärsplanen anpassas och att man gör detta relativt omgående. Sedan är EQT:s roll som ägare att se till att man, vid varje givet tillfälle, har "rätt" personer i styrelsen. Eftersom världen och företagen konstant förändras kan styrelsemedlemmarna tappa sin relevans och lämplighet efterhand. I Aleris fall lade man exempelvis till en norsk styrelsemedlem då man tog steget in i Norge. Aleris styrelse professionaliserades, som nämnt, direkt efter genomförd integration. Däremot behöll styrelsen hela tiden en relativt informell beskaffenhet under innehavstiden. Därutöver menar Jannik att själva styrelsearbetet skedde i en mycket utmanande miljö, där det var viktigt att ledningen kunde försvara sina ståndpunkter. Vidare var det viktigt att se till att man kunde göra vissa investeringar som affärsplanen inte angav, och på det sättet var det, enligt Jannik, en mycket livlig styrelsemiljö jämfört med många andra styrelser.

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

Jannik ser inte belåning/skuld som ett governance-verktyg i sig. Däremot anser han att det sker en tydlig effekt av att hålla strikt fokus på kassaflödesgenerering och finansiell styrning när ett företag har bank-covenants¹²² att sköta och manövrera runt. Detta tillförsäkrar att alla beslut görs med nödvändig omtanke ägnad åt de potentiella finansiella konsekvenserna och alla finansiella effekter av budgetar, investeringar etc., samt att dessa beslut är utformade med största noggrannhet. Det negativa med detta är å andra sidan att företaget kan bli tvingat att göra suboptimerade beslut vad gäller exempelvis frågor om rörelsekapital för att möta covenants vid givet tillfälle. Företaget blir liksom tvunget till kortsiktiga beslut som uppskattas av finansiärerna, men som kanske inte är de optimala besluten långsiktigt.

Öka incitamenten

Jannik ställer sig starkt positiv till incitamentsprogram, och han anser att de absolut fungerar om de är korrekt utformade. Något som är viktigt för EQT, menar han, är något de kallar för att skapa en intresseallians (alignment of interest). Den ser till att alla som är inblandade i affären och alla som kommer att bli instrumentala i innehavet, får incitament. Det är ett krav att alla styrelsemedlemmar, och uppmuntrat att hela ledningen, investerar egna pengar i företaget. Om företaget exempelvis konsulterar en av sina industrialister i styrelsen, huruvida en investering är lämplig att göra, är det mer rimligt att han tar det säkra före det osäkra om han själv har skjutit in pengar i projektet. I Aleris fall hade 25 personer från styrelse, ledning och EQT, investerat i incitamentsprogrammet. Jannik menar att, det är viktigt att vara nöjd med sitt jobb och sin chef etc. för att ha stark arbetsmoral, men för att ge sitt allt så är incitament något essentiellt.

¹²² En covenant är, enligt boken *understanding financial statements*, en särskild säkerhetsåtgärd som banker eller andra långgivare tar gentemot dess låntagare. En sådan säkerhetsåtgärd kan bestå i exempelvis ett löfte från låntagaren att en särskild aktivitet ska, eller inte ska, utföras. Detta kan handla om t.ex. upprätthållandet av vissa nyckeltal, såsom förutbestämda nivåer i arbetande kapital, eller att vara kapabel att betala ut ett minimum av en förutbestämd summa i utdelningar till aktieägare. Om dessa uppfylls kan långgivaren ha större trygghet i att även räntor på deras utgivna lån till låntagaren kommer att betalas.

Monitoring

EQT har ett flertal system för att följa upp sina portföljbolags utveckling, vilka även gällde för Aleris. Uppföljningen sker först och främst genom månadsvis rapporteringar som oftast är mycket detaljerade. Generellt efter ett förvärv definierar man relevanta KPI:s (Key Performance Indicators) som beskriver företagets prestationer. Dessa, tillsammans med diverse finansiella siffror, innefattas i månadsrapporterna, vilka Jannik anser vara mycket viktiga för EQT. Det är vidare högst avgörande för EQT att, som Jannik uttrycker det, ”se de gröna ljusen bli halvgula innan de blir röda”. Att kunna ingripa snabbt om man upptäcker eventuella varningstecken, för att minimera skador. Detta menar Jannik är en anledning till varför private equity-ägda bolag generellt går bättre i efterdyningarna av en finanskris än andra bolag. Förutom månadsrapporterna sker uppföljningen genom styrelsemöten, där man går igenom ämnen i detalj, samt genom TROIKA-möten, där EQT får en uppdatering om allt som försiggår och som är av betydelse. Dessutom äger uppföljningssamtal rum med VD och ekonomichef (och andra relevanta personer), en tid efter varje tilläggsförvärv.

Mentoring

Interaktionen mellan EQT och Aleris skedde på tre fronter. Först och främst genom styrelsen. Efter ett företagsförvärv är styrelsemötesfrekvensen generellt hög. När bolaget sedan hamnar på rätt spår trappar man ner på mötena. Så var även fallet med Aleris. Den andra fronten utgjordes av en undergrupp till styrelsen, kallad TROIKA. Denna bestod av styrelseordföranden, VD:n och teamet eller en partner från EQT. Dessa träffades regelbundet för att dels se till att beslut som fattades under styrelsemötena faktiskt verkställdes, dels för att agera som en ventil för VD:n. Om denne behövde vägledning på något vis kunde TROIKA:n fylla den funktionen. Enligt Jannik är TROIKA är ett extremt bra komplement till ett företags bolagsstyrning. Förutom styrelsemöten och TROIKA-möten fanns även diverse ad hoc-situationer, där man t.ex. bestämde olika finansfrågor tillsammans med ekonomichefen, samt vissa mindre strategifrågor etc.

Avslutande

Jannik menar att, för att ett portföljbolag ska utvecklas på bästa sätt, är det ytterst viktigt att ha en god synergi mellan att ha rätt ägare som sätter in en passande industriell styrelse och att ha rätt ledning för verkställning. Vad gäller externa faktorer, anser Jannik att de påverkar, men att inte mycket kan göras åt dem. Däremot spenderar man mycket tid inför ett förvärv, på att analysera var företaget är positionerat i en bransch och i vilket läge branschen befinner sig i. Exempelvis kan en möjlighet plötsligt visa sig i Sverige medan en reglering sker i Danmark osv. Sådana saker påverkar portföljbolagets utveckling, menar Jannik.

Enligt honom innebär ett private equity-ägarskap en extrem fokusering på värdeskapande och en väldigt hög grad av snabbhet. Vidare menar han att det finns tre aspekter som säkerställer att just detta fortgår, nämligen att ha rätt personer inblandade, att ha rätt strategi och att ha rätt incitament. Dessa tre komponenter är grundstenarna för värdeskapande inom ett portföljbolag.

Vad gäller snabbhet, menar Jannik, att om en investering behöver göras, så kan ett snabbt beslut ske och man kan ha kapitalet som krävs för det inom 48 timmar, i princip. Vidare har man tillgång till vem som helst inom bolaget, när som helst. I ett börsnoterat företag skulle det exempelvis kunna ta uppåt två månader för att anskaffa nödvändigt publikt kapital för att kunna göra ett förvärv. Flexibiliteten i beslutstagandet och fokuseringen, tillsammans med mekanismer att se problem innan de uppstår samt förmågan att agera snabbt är alla viktiga egenskaper hos private equity-bolag. Dessa egenskaper skiljer, enligt Jannik, private equity-bolagen från andra företag, och är vad som får dem att bättre skapa värde.

Under EQT:s ägo utvecklades Aleris, från att ha varit ett svenskt, lokalt företag, via 19 tilläggsförvärv, till att bli ett pannordiskt företag. Företaget som initialt hade 1,5 miljard kronor i omsättning har idag mer än 4 miljarder kronor i omsättning. Detta, menar Jannik, gör Aleris till en klassisk private equity-saga och en utmärkt värdeadderande historia.

5.3.2 Intervju, Aleris

Intervjun gjordes med Fredrik Järsten, Aleris affärsutvecklingschef (director of business development). Fredrik anställdes på Aleris i februari 2006. Hans tidigare erfarenheter inkluderade då private equity samt rådgivning inom corporate finance i ca sju år vardera.

Inledande

EQT kontaktade Fredrik när de behövde en person som kunde ta hand om och ansvara för ett s.k. buy-and-build-case, det som sedermera skulle bli Aleris. Som affärsutvecklingschef hjälpte han till att driva företaget framåt och ansvarade för den förvärvsdrivna tillväxten. Efterhand utökades ansvaret från att främst sy ihop alla förvärvsaffärerna till att även koordinera all organisk tillväxt, i form av anbud på koncernnivå, samt att sköta samtliga strategiska projekt på koncernnivå och alla strategiövningar.

Han ser det som mycket positivt att ha haft just EQT som ägare. Dock är han noga med att inte göra något ställningstagande avseende private equity i allmänhet, men EQT kan han i vilket fall varmt rekommendera. Den värdeskapande processen utgjordes, enligt Fredrik, av hela den tiden från det att EQT förvärvade Aleris fram till och med exit, då målet hela tiden var att skapa värde.

Direkta hjälpmedel

Finansiella åtgärder

Fredrik menar att EQT gjorde vissa förändringar i Aleris kapitalstruktur efter förvärvet. Företaget gick in i en kapitalstruktur som vanligt med belåning från bankerna. Fredrik menar att en hög belåning knappast är någon fördel för dem som jobbar med företaget på det dagliga planet. Med banker som ständigt trycker på och undrar hur det går utgör det snarare en exta

arbetsbelastning. På det högre planet medför det dock mängder av fördelar, menar han. Först och främst innebär det att man kan göra mer än vad man annars kan göra, vad gäller finansiering osv. De många företagsförvärven Aleris gjorde hade blivit svåra att genomföra utan belåning, menar Fredrik. I vilket fall är han lycklig över att de inte hade den stenhårda finansieringen som man kan se i vissa andra private equity-fall. Men när bolaget inte går enligt plan får man bankerna på sig, och det är inte alltid säkert att man klarar deras covenants etc. Det är något som kräver sina förändringar för att säkerställa att man gör, bl. a. ändrade arbetssätt. Aleris gjorde dessutom en nyemission på vägen, konkluderar Fredrik.

Operationella åtgärder

Fredrik menar att EQT var starkt involverade i nyrekrytering. Exempelvis tog de in Fredrik själv, men den viktigaste punkten var enligt honom bytet av VD. När de gick in i Aleris använde de en VD (Lena Hofsberger) som var mycket bra under det första stadiet av utveckling, och mycket skicklig på att få ihop många olika verksamheter till en enhet. Men för att ta nästa steg, att göra ett större bolag och utveckla det till en bra "exitkandidat", så krävdes en annan typ av kompetens. I det läget tillsattes en ny VD (Stanley Brodén), som hade den kompetensen. Den rekryteringen stod helt och hållet EQT för och den medförde starkt positiva effekter. Vidare menar Fredrik att det var ett av EQT:s stora bidrag att i högsta grad just kunna vara involverade i rekrytering av personal på ledande poster.

Indirekta hjälpmedel

Styrelsens roll

Vad gäller Aleris styrelse förklarar Fredrik att det inte skedde några syftesförändringar med den, men att man många gånger ändrade dess uppsättning. En hel del omfördelning av roller inom styrelsen skedde samt några tillägg av styrelsemedlemmar. Fredrik upplevde att EQT helt klart var väldigt lyhörda för vad som behövde förändras i styrelsen och att de därefter genomförde de förändringarna. De var i högsta grad aktiva med att koordinera styrelsen, menar han, vilket gav positiva effekter. Några småförändringar skedde i övrigt med styrelsen avseende beslutsstöd under vissa processer. Detta gällde till exempel anbudsprocessen, där man införde att styrelsen endast var tvungen att godkänna anbud över en viss beloppsnivå, snarare än att styrelsen behövde godkänna alla anbud. Slutligen vill Fredrik påpeka att det var ett styrelsearbete som var aktivt i sin utövning och användning.

Öka incitamenten

På frågan om incitamentsprogram infördes, svarar Fredrik med övertygelse ja. Han menar att alla private equity-bolag i princip agerar på så sätt. I Aleris fall infördes ett s.k. management participation program, där ledningen bland annat fick investera i aktier. Detta uppfattade Fredrik som något enbart positivt. Han menar att det är en resa man gör tillsammans med ägarna, och att ledare och befattningshavare strävar åt samma håll som ägarna. Det var ingen som såg det som en belastning, men samtidigt var värdeuppgången inte given. Därför

funderade ibland de anställda på hur utvecklingen skulle gå. I slutändan, menar Fredrik dock, att alla såg det som mycket positivt. Fredrik själv hade alltid en stark tro på att företaget skulle gå bra. Detta incitamentsprogram täcker ledning och styrelse. Sedan är det, enligt Fredrik, upp till dem själva att jobba med incitament gentemot personalen ut i linjen, genom t.ex. traditionella bonusprogram.

Monitoring

Gällande uppföljningssystem så fanns det, enligt Fredrik, inbyggt i EQT:s private equity-struktur att verkligen följa upp per månad. Detta gjorde man via s.k. månadsrapporter, som var högst formella. Därutöver fungerade TROIKA-mötena som ett slags rapportsystem vid de tillfällena man där gick igenom s.k. CEO-reports (VD-rapporter), som skickades ut varje månad.

Mentoring

Interaktionen mellan Aleris och EQT var dels formell, menar Fredrik, där vissa viktiga personer träffades en gång i månaden i de så kallade TROIKA-mötena. Där gick man igenom vad som hade hänt med affärsverksamheten och vad som hade hänt på förvärvssidan, samt vissa övriga projekt. Vid dessa möten togs många av ägarbesluten. Sedan skedde interaktionen genom styrelsen, då man ca varannan månad hade styrelsemöten. Därutöver, menar Fredrik, att det skedde mycket kommunikation mellan alla möten, på projektbasis i det fall det uppstod en situation (t.ex. en finansiell situation visavi bankerna, en större förvärvssituation, eller en struktur-/affärssituation). I övrigt gav Aleris EQT löpande information, bl.a. genom nämnda månadsrapporter, eller om EQT frågade efter särskilda siffror och liknande.

Fredrik anser att Aleris absolut har kunnat dra nytta av EQT:s nätverk, som på ett övergripande plan innefattar oerhörd industriell och finansiell kompetens. Nätverket hjälper även EQT att tillsätta rätt styrelse i portföljbolagen. Därutöver är deras finansiella kontakter med alla banker, rådgivare osv ovärderlig för ett portföljbolag. Sedan är Fredrik noga med att påpeka att även den ersättande VD:n, Stanley Brodén, tog med sig ett stort branschnätverk in i företaget med sina 40 års branschfarenhet.

Under innehavsperioden bidrog EQT definitivt med stöd och kunskap till ledningen, enligt Fredrik. Framförallt på det finansiella planet och som en speaking partner i övriga frågor, såsom strategi etc. EQT gav ledningen mandatet att själva driva rörelsen och agerade snarare som en stöttepelare och erbjöd hjälp. De var ett viktigt stöd i dialogen med bankerna etc. Styrelse- och TROIKA-arbetet var naturliga forum för EQT-representanterna där de kunde uttrycka sina åsikter. Utbytet av värderingar och synpunkter var stort, vilket var positivt bidragande för Aleris utveckling.

Avslutande

Vad gäller vilken aktör som hade störst påverkan på utvecklingen, menar Fredrik att det handlade om en kombination. EQT tillsatte en ledning som de trodde på, som kunde driva allt framåt på värderesan. Klart är att ledningen ytterst måste ha den största inverkan, men EQT har å andra sidan tillsatt de flesta personerna där. Dessutom drev de på det hela framåt mot en exitplan. Gällande externa faktorer nämner Fredrik att marknaden självklart alltid har en påverkan på utvecklingen.

Fredrik tycker att private equity-bolag generellt kan tillföra kapital på ett helt annat sätt än andra ägare. Dessutom har de stor kunskap om all sorts financial engineering etc och är aktiva ägare genom att ta plats i styrelsen. Vidare är de mycket duktiga på att hitta individer som kan hjälpa till i utvecklingen, och skickliga på att balansera antal industrialister och finanskunnigt folk i styrelsen (denna kompetens skiljer sig dock från private equity-bolag till private equity-bolag, enligt Fredrik). Den enda nackdelen, som Fredrik finner, med att arbeta inom ett private equity-ägt företag, är branschspecifikt. Under vägens gång blev det då och då nämligen ifrågasatt av omgivningen, huruvida sjukvård verkligen skall vara ägd av private equity. Vid de tillfällena var man tvungen att vässa argumenten för varför det såg ut som det gjorde.

Den största förändringen som skedde under innehavstiden var när Aleris gick in i Danmark inom health care, anser Fredrik. Norgeförvärvet skedde så väldigt initialt men får också räknas dit. Vidare menar Fredrik att det ofta blir förvärven som lyfts fram när man talar om de största förändringarna i ett case. I övrigt menar han att det ständigt sker oerhört många förändringar, både större och mindre, i ett sådant buy-and-build-case som Aleris var.

Totalt sett är Aleris mycket nöjda med att ha haft EQT som ägare, menar Fredrik, och han tror absolut att det finns en koppling mellan corporate governance-arbetet och Aleris värdeökning. Han tror att det är mycket är EQT:s förtjänst att de kunde visa det resultat som de nådde till slut. 22 % per år blev omsättningsökningen med facit i hand, ett minst sagt lyckligt exitutfall. EQT är ett private equity-bolag han starkt kan rekommendera, men han vågar inte uttala sig om private equity-bolag i allmänhet. Det viktigaste för private equity-bolag är att hitta objekten, menar han. Att betala ett bra pris för en utvecklingsbar tillgång. Aleris var ett sådant fall, där de var högst proaktiva, hittade den tillgången och lyckades göra något väldigt bra av den.

Analys

I detta kapitel analyseras insamlad sekundär- och primärdata. Vår avsikt är att se huruvida insamlad empiri stämmer överens med uppsatsens teoretiska referensram. Inledningsvis presenteras och motiveras den analysmodell som ligger till grund för kapitlet. Analyskapitlet är vidare indelat efter uppsatsens tre empiriska case. Varje case kommer till en början att presenteras var för sig. Utformningen kommer följa det ramverk vi utformat och använt i uppsatsens referensram och empiriska sammanställning, det vill säga med en genomgång av

de direkta och indirekta hjälpmedlen. Varje delområde inleds med en empiridiskussion, följs av en analysdiskussion och avslutas med en avslutande analysdiskussion. När samtliga tre case är presenterade och analyserade följer en sammanfattande analys och diskussion för samtliga case, detta för att ge läsaren en mer överskådlig helhetsbild.

6 Analys

6.1 Analysmodell

Analyskapitlets första avsikt är att sammanställa de ibland något fragmenterade empiriska resultaten till en mer lättöverskådlig helhetsbild. Detta ombesörjs genom en empiridiskussion där vi case för case går igenom de indirekta och direkta hjälpmedlen. Varje delområdes empiridiskussion följs av en analysdiskussion.

Analysdiskussionen använder sig av den teoretiska referensramen som utgångspunkt för att diskutera de empiriska resultaten, vi vill se till vilken grad empiri och teori samstämmer. En analys med en inledande empiridiskussion får stöd i litteraturen, bland annat menar Andersen (1998) att utformningen underlättar för en kritisk granskning av analysens objektivitet.¹²³ Vidare menar Jacobsen (2002) att individuella empiriska resultat bör sammanställas, detta är nödvändigt för att en aggregerad analys ska kunna utformas.¹²⁴

En sammanställande diskussion kring analys och resultat från samtliga tre case finns i analyskapitlets sista del. Detta görs i syfte att skapa den överskådliga helhetsbild som eftersträvas. Att enbart analysera casen var för sig hade inte möjliggjort detta.

I kapitlet kommer även hänsyn tas till private equity-bolagens likheter och skillnader gällande struktur och investeringsformer. På så sätt kan analysen av private equity-bolagens bolagsstyrningsarbete inom portföljbolagen bli mer nyanserad.

6.2 Case 1 – Ratos – Haglöfs

6.2.1 Direkta Hjälpmedel

6.2.1.1 Empiridiskussion

Finansiella åtgärder

I samband med den refinansiering av Haglöfs som genomfördes år 2007 skedde även vissa förändringar i bolagets kapitalstruktur. På Ratos initiativ ökade belåningsgraden, syftet var att utforma en mer gynnsam kapitalstruktur. Samtidigt möjliggjorde det en kapitalöverföring till Ratos från Haglöfs. Förutom att belåningsgraden ökade tycks åtgärden inte ha haft någon

¹²³LB. Andersen, *Den uppenbara verkligheten – Val av samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur AB, Lund 1998

¹²⁴DI. Jacobsen, *Vad, hur och varför?*

större inverkan på Haglöfs. Stig Karlsson på Ratos poängterade att detta är en vanlig åtgärd och att hela private equity-branschen genomgående lägger stor vikt vid utformandet av optimala kapitalstrukturer. Mats Hedblom menar att den ökade belåningsgraden endast var positiv såtillvida att den bidrog till ett ökat fokus på företagets finansiella måltal. Vidare framgick ur empirin att representationen av ett private equity-bolag var en stor resurs vid olika sorters bankförhandlingar. Båda parter var överens på den punkten. Stig menar att man vid dessa förhandlingar också hade stor nytta av sitt breda nätverk.

Operationella åtgärder

Gällande tillsättningen och ersättningen av personal på ledande befattningar menar Stig att Ratos haft ett stort inflytande. De faktiska besluten var förlagda till Haglöfs VD men Stig beskriver att Ratos varit delaktiga under hela processen och fungerat som rådgivare och bollplank. Även här nämner han att Ratos nätverk spelat en viktig roll och fungerat som rekryteringspool för nya ersättare. Bland annat rekryterades en ny CFO genom kontakter inom nätverket. Mats ger en något annan bild av situationen. Han menar att Ratos involvering i processen var klart begränsad. Även om de informerades fortlöpande vid förändringar, innefattade arbetet den operationella verksamheten och sköttes uteslutande av Haglöfs.

Under Ratos ägandeperiod skedde vissa omstruktureringar. Bland annat avvecklades ett dotterföretag till Haglöfs. Stig berättar att bolaget, Alfa (en skofabrik), avvecklades då man inte såg någon långsiktig lönsamhet i verksamheten, men även i syfte att förtydliga och öka fokus på Haglöfs kärnverksamhet. Åtgärderna tycks ha fått fäste i praktiken, ur empirin framgick att Mats ansåg att hela Haglöfs målbild förtydligades och blev mer utmejslad under Ratos ägandeperiod.

6.2.1.2 Analytdiskussion

Finansiella åtgärder

De finansiella åtgärder som genomförts i Haglöfs samstämmor till stor del med teorin på området. Såväl Loos som Berg och Gottschalg beskriver i sina artiklar att private equity-bolag generellt lägger stora resurser på utformandet av gynnsamma kapitalstrukturer i sina portföljbolag.¹²⁵ ¹²⁶ Så var även fallet i Haglöfs där belåningsgraden ökade. Sambandet mellan belåningsgrad och värde finns beskrivet i den ekonomiska litteraturen. En ökad belåningsgrad leder enligt Modigliani och Miller till en ökad avkastning på det egna kapitalet.¹²⁷ Arnold menar samtidigt att en ökad skuldsättning också innebär större risk för finansiella trångmål.¹²⁸ Vidare beskrivs i litteraturen att det finns ett tillstånd i kapitalstrukturen där kostnaden för eget kapital överstiger de skattelättnader som uppkommer i samband med ökad belåningsgrad.

¹²⁵ Berg et al., pp. 18.

¹²⁶ N. Loos, *Value creation in leveraged buyouts*.

¹²⁷ F. Modigliani & M. Miller, *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*.

¹²⁸ G. Arnold, *Corporate Financial Management, Third edition*.

Dock framgår ur empirin att kapitalstrukturen troligen inte bestämdes med skattelättnader som främsta anledning. Snarare bidrog Haglöfs starka kassaflöden till att de befintliga lånen kunde läggas om och skuldsättningsgraden öka. De starka kassaflödena tyder även på att Haglöfs inte befunnit sig inom risk för finansiella trångmål, en ökad belåning bör i den meningen vara ”riskmässigt” befogad. Enligt Berg och Gottschalg bestäms kapitalstrukturen redan under buyout-processens investeringsfas, dock menar författarna att förändringar även kan ske under senare skeden. Ur empirin erhålls att den enskilt största förändringen tycks ha skett i samband med refinansieringen 2007, ett relativt sent skede. Det föreligger således en empirisk samstämmighet med den process som Berg och Gottschalg beskriver. Vidare beskriver Berg och Gottschalg att representationen av ett private equity-bolag är en stor tillgång för portföljbolagen vid diverse bankförhandlingar. Teorin får stöd i empirin där både Mats och Stig beskriver just detta.

Operationella åtgärder

Gällande Ratos involvering vid tillsättning eller ersättning av Haglöfs ledning råder det en viss meningsskillnad mellan de två respondenterna. Stig menar att Ratos hade ett stort inflytande vid omstruktureringar i Haglöfs ledning, de faktiska besluten togs av VD men Ratos beskrivs ha varit delaktiga under hela processen. Mats beskriver Ratos involvering i sammanhanget som mer begränsad. Dock påpekar han att Ratos informerades fortlöpande om förändringar skedde. Klart är att Ratos på ett eller annat sätt varit involverade i processen, men att graden av involvering upplevts olika i de respektive bolagen. Enligt Berg och Gottschalg är omstruktureringar i portföljbolagets ledningsstruktur en vanlig företeelse i samband med en buyout-process. I omstruktureringarna, som ofta är av betydande omfattning, byts ineffektiva ledningar ut mot nya mer effektiva. Vetskapen om att dessa omstruktureringar förekommer beskrivs i litteraturen även ha en positiv inverkan på ledningens arbete då det beskrivs bli mer effektivt.¹²⁹ De litterära teorierna och de empiriska resultaten tycks inte riktigt gå hand i hand på denna punkt. Även om Ratos var involverade i processen tycks graden av involvering inte ha varit alltför stor. De tycks snarare ha haft en mer passiv roll och via styrelsen agerat bollplank och rådgivare. Vidare tycks inte omstruktureringarna ha varit av någon omfattande storlek. Inte heller finner vi några tecken i empirin som tyder på att ledningens arbete i Haglöfs skulle ha effektiviserats i samband med buyout-processen. En viss involvering, om än indirekt, har dock skett i bolaget. Stig beskriver att Ratos har haft nytta av sitt nätverk, från vilket man också fann Haglöfs nya CEO. Teorin får således ett visst stöd från empirin, dock tycks varken private equity-bolagets involvering eller betydelse i sammanhanget varit lika omfattande som litteraturen beskriver.

Fokus på kärnverksamheten

I såväl Berg och Gottschalgs artikel som Loos studie beskrivs att en konsekvent och stark tillväxt är avgörande för portföljbolagen då den till stor del ligger som grund för framtida värderingar.^{130 131} En viktig åtgärd för att främja tillväxten är urskiljandet av verksamheter

¹²⁹ Berg et al. pp. 23

¹³⁰ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'. pp. 24

inom vilka företaget har komparativa fördelar. Genom en minskning av sidoverksamheter och diversifiering ökar företaget sin fokus på kärnverksamheten. Vidare beskriver författarna att klara tydliga och tydliga strategiska distinktioner har en tydlig inverkan på ett företags resultat.¹³² Dessa teorier får stöd i empirin. I fallet Ratos – Haglöfs genomfördes en ganska omfattande strukturell förändring då företaget avvecklade dotterbolaget Alfa. Från Haglöfs sida menar Mats att det under Ratos ägandeperiod utformades en betydligt mer tydlig målbild för företaget. Litteratur har funnit positiva paralleller mellan ökat fokus på kärnverksamhet och ett företags värde. John Easterwood och Seth Anju beskriver i sin artikel “Strategic redirection in large management buyouts: The evidence from post-buyout restructuring activity” att just ett ökat fokus på kärnverksamheten kan skapa värde inom portföljbolagen genom att orelaterade sidoverksamheter avyttras.¹³³

6.2.2 Indirekta hjälpmedel

6.2.2.1 Empiridiskussion

Styrelsens roll

Styrelsen beskrivs av såväl Ratos som Haglöfs ha varit en mycket central del i samarbetet mellan det två bolagen, bland annat skedde mycket av den kommunikation och interaktion mellan bolagen den vägen (vi återkommer till detta). Gällande styrelsens roll i Haglöfs, beskriver Stig att den var helt i enlighet med aktiebolagslagens beskrivning. Styrelsen fattade således beslut gällande saker som tillsättande och avsättande av VD, utformandet av strategier samt bolagets målsättningar. Stig beskriver Ratos involvering i styrelsen som betydande. Genom att Ratos bland annat tillsatte styrelsen, medverkade i styrelsearbetet och därtill hade egna representanter i styrelsen formades dess arbete delvis av Ratos. Dock ställdes inga direkta mål gällande exempelvis finansiella resultat poängterar Stig. Ratos skulle istället ses som en resurs för styrelsen.

Under Ratos ägandeperiod skedde löpande förändringar i styrelsens sammansättning, detta gjordes för att anpassa styrelsen efter rådande förutsättningar och skeden. Stig menar att Haglöfs styrelse ”professionaliserades” under Ratos ägandeperiod. Också på denna punkt får Stig medhåll från Mats, som även han menar att styrelsens roll trappades upp flera snäpp och antog en mer professionell prägel. Vidare påpekar han att sammansättningen var lyckad såtillvida att ett brett ”kunskapsspektrum” täcktes, med representanter med kunnande inom allt från juridik till produktion. Branschkunskapen stod han till stor del själv för, menar Mats.

Reducera agentkostnaderna i det fria kassaflödet

Vad det gäller belåningens funktion som bolagsstyrningsverktyg, menar Stig att, om arbetet

¹³¹ Berg et al. pp 24

¹³² Berg et al. pp. 23-24

¹³³ Easterwood et al. ‘Strategic redirection in large management buyouts: The evidence from post-buyout restructuring activity’.

kring styrelse och målsättningar utförs på ett riktigt sätt, är belåningens funktion som ”piska” överflödigt. Dock påpekar Stig samtidigt att den ökade belåningsgraden bidrog till ledningens förståelse för hur viktig kapitalstrukturen är för avkastningen på eget kapital. Detta tycks ha fått fäste i praktiken då Mats påpekar att belåningsgraden bidrog till ett ökat fokus och observans för Haglöfs finansiella måltal.

Öka incitamenten

Under Ratos ägandeperiod infördes incitamentsprogram för Haglöfs ledning. Stig menar att dessa var mycket lyckade och en klart bidragande faktor till att innehavet i Haglöfs blev så framgångsrikt. Mats har ett mer ambivalent förhållningssätt till incitamentprogrammets effekt. Att mäta de kvantitativa resultaten av incitamentsprogrammen är svårt, menar han. Dock påpekar han samtidigt att Ratos fick en miljard kronor vid försäljningen av Haglöfs, och att mycket av arbetet som skedde under innehavsperioden uppenbarligen var lyckat. Incitamentsprogrammen kan ha haft en viss inverkan då de, enligt Mats, ökade förståelsen hos ledningsgruppen för vad värdeskapande innebar.

Monitoring & Mentoring

Båda parter beskriver att relationen och kommunikationen som utvecklades mellan de båda bolagen var mycket avslappnad och informell. Detta var något som värdesattes från båda sidor. Mats betonade vikten av att kunna anpassa sig till sin omgivning, vilket han anser att Ratos gjorde på ett mycket bra sätt. Något formellt system för resultatuppföljning tycks inte funnits, istället skedde denna kontinuerligt under den löpande kontakten mellan företagen. Dock beskriver Mats att de styrelsemöten som genomfördes som formella i sin utformning och eventuella avvikelser från budget och prognoser gick igenom noggrant.

6.2.2.2 Analysdiskussion

Styrelsens roll

Ur empirin framgår att det grundläggande syftet för Haglöfs styrelse var i enlighet med det som beskrivs i aktiebolagslagen. Syftet samstämmer således också med de fem punkter som Kim et al. beskriver i sin bok, ”Corporate Governance”. Vidare påvisades i empirin att styrelsens sammansättning förändrades i syfte att bemöta de krav som ställdes på företaget i olika skeden, en anpassning som även får stöd i litteraturen.¹³⁴ I teorin påvisas även vikten av att ha en styrelse som täcker ett brett kunskapsspektrum där även icke branschspecifik kunskap ingår.¹³⁵ Detta var också någonting som Mats framhöll, han menade att styrelsesammansättningen i Haglöfs var lyckad just såtillvida att representanterna besatt stor kunskap inom ett brett kunskapsområde. Vidare påpekade Mats att det fanns en stor klarhet i vad styrelsens respektive ledningens roll i företaget var. Klara distinktioner ökar förutsättningen för oproblematiserad kommunikation inom företaget. Detta stöds av Easterwood

¹³⁴ Van der Walt et al. 'Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors' pp. 9-10

¹³⁵ Kim et.al. pp. 47-48

och Singer som menar att kommunikationsvägarna inom ett företag kan bli mer direkta i samband med en buyout-process.¹³⁶

Reducera agentkostnaderna i det fria kassaflödet

Loos beskriver i sin studie hur belåningsgraden kan minska agentkostnaderna i det fria kassaflödet. Då mycket av de likvida medlen går till räntebetalningar och amorteringar, minskar möjligheterna till onödigt spenderande. Teorin får även stöd från Jensen (1986) som menar att sannolikheten för ogynnsam ekonomisk aktivitet är större i företag som genererar stora kassaflöden än i företag som genererar små kassaflöden.¹³⁷ Vidare beskriver Loos att en ökad belåningsgrad ökar ledningens medvetenhet kring kostnaderna av konkurs, vilket beskrivs ha positiv inverkan på ledningens arbetsvilja.¹³⁸ Ur empirin finner vi inget stöd för att den ökade belåningsgraden fungerat som incitament eller ökat arbetsgraden.

Stig menar, i motsats till teorin, att belåningens funktion som piska är överflödigt om styrelsearbetet utförs på ett riktigt sätt. Inte heller finner vi stöd för att skuldsättningsgraden skulle ha reducerat onödigt spenderande. Haglöfs visade genomgående goda resultat och genererade starka kassaflöden under Ratos innehavsperiod, och vi finner inget belägg för att någon ogynnsam ekonomisk aktivitet föregått. Dock beskriver både Stig och Mats att den ökade belåningsgraden ökade ledningens förståelse för företagets kapitalstruktur och finansiella måttal, Mats påpekar även att detta haft en positiv effekt på Haglöfs affärer. Mycket talar således för att belåningsgradens funktion som pådrivare varit begränsad, istället tycks skuldsättningen ha ökat förståelsen för vikten av kapitalstruktur och andra finansiella måttal, vilket i sin tur har haft en positiv effekt på Haglöfs resultat.

Öka incitamenten

Såväl Loos som Berg och Gottschalg beskriver att ökade incitament hos ledningen är en väsentlig del i arbetet kring minskningen av agentkostnader. Grundtanken med incitamentsprogram är att skapa villkor för personal och ledning i företaget som gör att deras privata ekonomi, till viss del, kopplas samman med företagets prestation. Två huvudsakliga tillvägagångssätt beskrivs i litteraturen. Dels att skapa incitament genom att ledningen ökar sina ägarintressen i företaget, dels genom att införa program som på ett mer direkt sätt knyter an den löpande verksamheten med ekonomisk kompensation.¹³⁹ Under Ratos ägandeperiod infördes incitamentsprogram i Haglöfs. Detta, påpekade Stig, är någonting som Ratos förespråkar starkt och avser införa i samtliga innehav. Stig menar också att införandet av incitamentsprogram i Haglöfs var en klart bidragande faktor till att innehavet blev så pass lyckat som det blev. Även Mats menar att incitamentsprogrammen kan ha haft en positiv inverkan på arbetet i Haglöfs, dock påpekar han att det var svårt att mäta de kvantitativa resultaten av incitamentsprogrammen. Det råder således en samstämmighet mellan teori och

¹³⁶ Easterwood et al. 'The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction', pp.30-43s

¹³⁷ M. Jensen, 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', pp.323-329

¹³⁸ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'. pp. 29

¹³⁹ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts', pp. 28

empiri, i den meningen att de har ansetts ha haft en positiv inverkan på arbetet. Dock tycks det ha varit svårt att urskilja eller mäta några direkta effekter av programmen.

Monitoring & Mentoring

I enlighet med de teorier som beskrivs i Loos studie samt Berg och Gottschalgs artikel framställs den relation som tog form mellan bolagen som väldigt informell och avslappnad. Mats påpekade att ledning och personal på Haglöfs fick stort handlingsutrymme, vilket gynnade den entreprenöriella anda som fanns inom företaget. Just dessa informella kommunikationsvägar beskrivs som en fördel i ägarförhållandet mellan private equity-bolag och portföljbolag. Relationen som uppstår i ägarförhållandet beskrivs bli betydligt närmare än för motsvarande relation mellan exempelvis huvudkontor och dotterbolag.¹⁴⁰ Även om såväl litteratur som empiri förklarar att private equity-bolagets involvering i den dagliga verksamheten är mycket begränsad, betonas vikten av dess funktion som stöd och rådgivare. Vidare beskrivs private equity-bolaget ha stor nytta av sitt nätverk vid detta arbete.¹⁴¹ Även denna teori får stöd från empirin. Mats påpekar att just Ratos nätverk bidrog med kompetens, oftast inom det finansiella eller organisatoriska planet, samt att de ofta användes som bollplank.

6.2.2.3 Avslutande diskussion

Såväl Stig som Mats har en genomgående positiv bild av buyout-processen. Båda betonar att processen fungerade exemplariskt och att fallet Ratos – Haglöfs i den bemärkelsen kan tänkas vara en aning speciellt. Exempelvis beskriver Stig innehavet i Haglöfs som ett av Ratos mest lyckade samarbeten, och Mats påpekar att den största negativa aspekten var att relationen mellan de två bolagen var så pass stark att den ibland riskerade hämma de affärsmässiga besluten. Över huvud taget var det svårt att finna några betydande negativa aspekter i samarbetet, vilket också bekräftades av respondenterna. Båda beskriver de externa faktorernas inverkan på utvecklingen som klart begränsad, istället framhäver de värdet av samarbetet mellan de två parterna. Även om Mats menar att Haglöfs ledning utfört huvuddelen av arbetet betonar han att de aldrig hade lyckats i samma utsträckning utan Ratos stöd. Stig beskriver, även han, hur den ena parten varit beroende av den andra för utvecklingen i Haglöfs, och skildrar samarbetet som en sällsynt lyckad symbios mellan ägare och ledning. Båda respondenterna påstår sig även kunna urskilja tydliga samband mellan det bolagsstyrningsarbete som skett och värdeskapandet i Haglöfs. Vidare understryker Mats vikten av den frihet och den förståelse som Ratos gav och hade för företaget, Ratos får även beröm för det långsiktiga tänkandet som fanns under ägandeperioden.

Ser vi till de parametrar vi har satt upp för att mäta värdeskapande kommer vi fram till följande. För att börja med den kanske mest svårdefinierade parametern, en kvalitativ mätning av upplevt värdeskapande inom innehavet, är utfallet tydligt. Respondenterna från båda parter framhåller innehavet och samarbetet mellan de två bolagen som exemplariskt. Och med

¹⁴⁰ Berg et al. pp. 32

¹⁴¹ Berg et al. pp. 33

hänsyn till att de båda har svårt att se några negativa aspekter i samarbetet samt att de anser sig se tydliga samband mellan bolagsstyrningsarbetet och värdeskapandet, måste det upplevda värdeskapandet beskrivas som klart positivt. Fortsätter vi till de monetära parametrarna exitvinst och genomsnittlig årlig avkastning (IRR) kan vi fastställa följande. Haglöfs har haft en årlig genomsnittlig avkastning (IRR) på ca 30 %. Ställer man detta i förhållande till Ratos generella målsättning på 20 % kan vi konstatera att utfallet helt klart varit lyckat. Exitvinsten för Haglöfs blev 765 miljoner kronor, en siffra som måste anses vara väldigt lyckad.

Sammantaget görs det tydligt ur empirin att Ratos innehav i Haglöfs varit mycket lyckat, alla de parametrar vi har satt upp för mätningen av värdeskapande uppfylls. Och även om det, vilket diskuterats i tidigare stycken, är svårt att mäta omfattningen av värdeskapandet anser vi att det, i detta fall, finns en klar koppling mellan bolagsstyrningen och värdeskapandet

6.3 Case 2 – Nordic Capital – Menigo

6.3.1 Direkta hjälpmedel

6.3.1.1 Empiridiskussion

Finansiella åtgärder

Vid förvärvet av Menigo förändrades bolagets kapitalstruktur. Enligt bolagets VD Fredrik Gren var belåningsgraden av till lika stor del eget kapital som skulder. Fredrik ser inga ”konstigheter” i den ökade belåningen, utan förklarade att Menigo klarade av den ökade skuldsättningen väl då de genererade starka kassaflöden. Han påpekar också att likviditet aldrig har varit ett problem för Menigo. Vidare anser han inte att den ökade belåningen ledde till några begränsningar för företaget på grund av mer ansträngda finanser. Säkerställandet av det föregående är ett av flera kriterier som Måns Folkesson på Nordic Capital beskriver som essentiellt vid bestämningen av ett portföljbolags kapitalstruktur. Dessa kriterier utgår även bland annat från hur bolagets kassaflöde ser ut, vilka löpande investeringar företaget behöver och hur mycket belåning bolaget tål. Alla dessa granskades och togs i beaktning vid utformningen av Menigos kapitalstruktur. Både Måns och Fredrik menar att belåningen gjorde banken mer involverad på ett positivt sätt, där kommunikationen förbättrades och blev mer kontinuerlig. Enligt Måns var den främsta fördelen med en hög belåning den höga avkastningen den genererade på det egna satsade kapitalet. Men han påpekar att, generellt sett, kan hela den grundläggande investeringskalkylen förändras om Nordic Capital som ägare måste skjuta till ytterligare kapital för att portföljbolaget ska kunna sköta sina avbetalningar.

Operationella åtgärder

Både Fredrik och Måns betonar att det skedde stora strukturella förändringar i allt från Menigos styrelse, ledning, varumärke till lager. De påpekar samtidigt att dessa förändringar var nödvändiga för att Menigo skulle bli ett starkt och självständigt företag. Menigos verksamhet utvecklades och utökades för att innefatta sådant som ansågs saknas. Måns och

Fredrik anser att nedläggningen av verksamheten i Norge har haft en påtaglig negativ inverkan på Menigos utveckling.

Fredrik rekryterades till CFO för Menigo och kom sedan att tillsättas som VD. Han rekryterades av Nordic Capital, och kom från deras stora personalnätverk. Ersättandet och uppsägningen av annan personal skedde på Fredriks initiativ, dock i samförstånd med företagets styrelse och därmed också Nordic Capital. Men han utnyttjade inte Nordic Capitals nätverk för rekrytering, utan rekryteringen skedde istället inom företaget, med undantag för två tjänster där personerna headhuntades fram. Detta stämmer överens med Måns påståenden om att Nordic Capital stödjer ledningen, men att om det behövs, tillsätter/ersätter de personal.

6.3.1.2 Analysdiskussion

Finansiella åtgärder

De finansiella förändringar som skedde i Menigo går till stor del att koppla till de teorier som diskuteras i såväl Berg och Gottschalgs som Loos artiklar. Förändringen i Menigos kapitalstruktur skedde dock framförallt som ett sätt för Nordic Capital att öka avkastningen på det egna satsade kapitalet. En ökad andel belåning skapar en hävstångseffekt på avkastningen. Ju större belåningen blir desto högre blir avkastningen. Det ska dock beaktas att avkastningen måste vara högre än räntekostnaderna för att hävstången ska få effekt.¹⁴² En ökad belåning medför, enligt Arnold, en större risk för företaget om det börjar gå dåligt, något som Nordic Capital är medvetna om och tar i beaktning vid utformningen av kapitalstrukturen. De vill inte sätta sig själva i en situation där banken har möjlighet att sätta företaget i konkurs.¹⁴³ Nordic Capital påpekar att de inte vill påverka finanserna i den mån att det hämmar företaget och ledningen, och att de därför är väldigt beräknande när de bestämmer kapitalstrukturen i ett företag.

Måns håller Nordic Capitals expertis gällande kommunikationen med banker som en stor tillgång. Private equity-bolag utnyttjar sitt kunnande inom den finansiella sektorn bland annat för att förhandla fram bättre lånevillkor. Villkor som hade varit svåra för portföljbolagen att förhandla fram på egen hand. Portföljbolaget får ta del av de kontakter och den kunskap som private equity-bolaget besitter, vilket, av litteraturen, beskrivs som en fördel med ägarförhållandet.¹⁴⁴ ¹⁴⁵ Menigo upplevde ett större engagemang från banken efter det att buyouten genomförts. Enligt VD Fredrik Gren var engagemanget en effekt av den ökade belåningen. Han såg engagemanget enbart som positivt då kommunikationen mellan de båda parterna ökade. De litterära teorierna som beskrivs i Loos studie, gällande banken som övervakande orkan, tycks således få stöd i empirin.

Operationella åtgärder

¹⁴² F. Modigliani, & M. Miller, 'Corporate income taxes and the cost of capital: A correction', pp. 433-439

¹⁴³ G. Arnold, *Corporate Financial Management, Third Edition*,

¹⁴⁴ Berg et al. pp 17

¹⁴⁵ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'.

De omstruktureringar och operationella förändringar som skedde i Menigo var en del i den affärsplan som upprättades av Nordic Capital redan innan förvärvet. Förändringarna genomfördes för att kunna göra Menigo till ett självständigt företag som kunde stå på egna ben. Man ville förbättra effektiviteten, utöka sitt produktsortiment, förbättra lagerhållningen och distributionen mm. Just upprättandet av tydliga affärsplaner beskrivs i litteraturen vara av stor betydelse vid buyouts.¹⁴⁶ I litteraturen nämns hur private equity-bolagens ofta omfattande planer för sina portföljbolag har en positiv inverkan på ledningens arbete. Krav på att de utstakade målsättningarna ska nås beskrivs höja ledningens prestation och samtidigt eliminera många av de ”managerial inefficiencies” (ledningsineffektiviteter) som återfinns i bolaget.¹⁴⁷ I Menigos fall var Fredrik helt klart med på vad som behövde förändras i bolaget, och han genomförde de flesta förändringar på eget initiativ (om än i samförstånd med styrelsen).

Vidare hävdas i litteraturen att private equity-bolagen lägger stora resurser på ersättandena och tillsättandena av portföljbolagens ledning. Som konsekvens av detta påstås ledningarnas vilja att genomföra drastiska förändringar och fatta svåra beslut gällande företagets operativa verksamhet öka.¹⁴⁸ I Menigo fanns tydliga exempel på detta. Fredrik Gren blev tillsatt av Menigo och var tidigt införstådd med vad Nordic Capital ville uppnå med företaget och vad som krävdes för att nå dit. Det omfattande omstruktureringsarbetet som har skett i Menigo är till stor del Fredriks förtjänst. Han har fattat svåra beslut när han har sagt upp och ersatt personal och avslutat hela verksamheter, men han har alltid handlat med företagets bästa i åtanke. Private equity-bolag spelar en stor roll i att skapa strategisk fokus i portföljbolagen. Denna fokus följs ofta av en mer utstakad strategi när det gäller att kombinera det operationella arbetet med minskade kostnader, en högre grad av innovation samt ett ökat produktvärde. Private equity-bolagen fattar, tillsammans med ledningen, beslut som resulterar i en klarare strategisk plan vilket beskrivs ge stora fördelar för företaget.¹⁴⁹ Tydliga exempel på detta återfinns i Menigo. Fredrik har i samförstånd med styrelsen haft en klar bild över vad målsättningen med Menigo var, och tillsammans har de fattat de beslut och genomfört de förändringar som ansetts nödvändiga. Förändringarna innefattar förvärv inom produktgrupper som ansågs saknas, och lagerhantering samt distribution. Alla dessa förändringar verkar för att skapa en mer strategisk fokusering till företagets fördel.¹⁵⁰ Fredriks arbete har också gått ut på att minska höga overheadkostnader som han menar har funnits i Menigo. Effektivare kommunikationsvägar är också en, enligt litteraturen, viktig faktor för att uppnå operationell effektivitet. Vidare beskriver litteraturen hur private equity-bolag tenderar att bidra med just detta i sina portföljbolag.¹⁵¹ ¹⁵² Fredrik menar att det först är år 2010 som alla dessa förändringar burit frukt i form av ett uppåtgående, positivt resultat.

¹⁴⁶ M. Wahlbäck, *Management Buy-Out – om hur man skapar ledningsägda företag*, Norstedts Tryckeri AB, Stockholm, 1994.

¹⁴⁷ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'.

¹⁴⁸ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'.

¹⁴⁹ *ibid.*

¹⁵⁰ *ibid.*

¹⁵¹ *ibid.*

¹⁵² *ibid.*

Nordic Capital är inte främmande för att ersätta personal men gör så endast om det verkligen krävs. Måns säger att risken med förvärvet minskar om man istället för att tillsätta en helt ny ledning, stödjer den befintliga. Fredrik Gren är i Menigo det enda tydliga exemplet där Nordic Capital verkligen utnyttjade sin makt för att tillsätta en person på en ledande befattningsposition. Efter det har tillsättandet/ersättandet av ledning skett på Fredriks eget bevåg, men i samförstånd med styrelse. Även om Nordic Capital inte själva har varit främsta initiativtagare till ersättning/tillsättning av ledning har de en indirekt involvering genom tillsättningen av Fredrik som VD. Att ersätta befattningshavare i ledningen grundar sig ofta, enligt Berg och Gottschalg, i ett missnöje med den sittande ledningens prestation och förhoppningen om att en ny ledning kommer leda till förbättrad operationell effektivitet.¹⁵³ I Menigo ersattes stora delar av ledningen i samband med det stora förändringsarbetet som utfördes i och med Nordic Capitals förvärv av företaget. Det var alltså en del i de strategiska beslut som togs för att förbättra de operationella och kommunikativa delarna i Menigo. Berg och Gottschalg menar att operationell effektivitet har en direkt inverkan på lönsamheten och kassaflödet, något som Fredrik också påstår att Menigo har märkt av under 2010.¹⁵⁴

6.3.2 Indirekta hjälpmedel

6.3.2.1 Empiridiskussion

Styrelsens roll, Monitoring & Mentoring

När det kommer till styrelsesammansättningen i Menigo följer den de riktlinjer och kriterier som Måns berättar att Nordic Capital utgår ifrån när de sätter samman en ny styrelse. Fredrik verkar vara väldigt nöjd med hur styrelsearbetet har utförts och han verkar ha dragit nytta av saker som Nordic Capital vill uppnå när de tillsätter en ny styrelse. Han menar, vidare, att han har haft stor nytta av ledamöternas kompetens då de, som han uttrycker det, har hamnat närmare frågeställningen. Styrelsen kan bättre sätta sig in i hans egna och företagets situation, tack vare deras tidigare erfarenheter. Den lilla styrelsen, som Nordic Capital förespråkar, verkar också ha lett till en prestationsökning då Fredrik förefaller vara nöjd med deras engagemang och förståelse.

Fredrik känner också att han hela tiden har haft styrelsen stöd, vilket är något Nordic Capital eftersträvar att ledningen i deras portföljbolag ska göra. Relationen med styrelsen tycker Fredrik kändes behaglig, och kommunikationen med rapporter och protokoll etc. kändes för honom naturlig. Denna rapportering stämmer överens med rapporteringen som Nordic Capital eftersträvar. När det kommer till den mer informella kontakten mellan Fredrik och styrelsen kände han inte att styrelsen, och framförallt inte Nordic Capitals representanter, gav honom direktiv och press i något slags underförstådd mening. Enligt Fredrik verkade sådant inte nödvändigt, utan menar att både han själv och styrelsen var överens vad som förväntades av honom, den press som fanns har han själv varit med att sätta.

¹⁵³ Berg et al. pp 22

¹⁵⁴ Berg et al. pp 19

Reducera agentkostnaderna i det fria kassaflödet

Måns säger att Nordic Capital inte använder belåning som något slags bolagsstyrningsverktyg, och att Menigo inte är något undantag. Han får medhåll från Fredrik, som även tillägger att den ökade belåningen inte hämmat eller på något sätt påverkat ledningens arbete negativt.

Öka incitamenten

De incitamentsprogram som Nordic Capital använder sig av i alla sina portföljbolag implementerades även i Menigo, där en del av ledningen köpte in sig i bolaget och därmed blev delägare. Både Fredrik och Måns är överens om att incitamentsprogram skapar en gemensam intressesituation för ägare och ledning, och att det ger en garanti för Nordic Capital att de och ledningen strävar efter samma mål. Båda anser också att incitament skapar en prestationsförbättring hos ledningen. Dock är det bara Fredrik som talar om nackdelar med incitamentsprogrammen, där han berättar om folk som känt sig inlåsta. I dessa fall menar Fredrik att incitamentsprogrammen istället fick en omvänd, negativ effekt. Han påpekar vikten med att strukturera programmen på rätt sätt, så att de positiva effekterna överstiger de negativa. Han verkar dock, överlag, vara nöjd med de incitamentsprogram som införts i Menigo.

6.3.2.2 Analytdiskussion

Styrelsen i Menigo har sammansatts efter de egenskaper som Nordic Capital eftersträvar i sina portföljbolags styrelserum. De vill ha en liten styrelse, med personal som besitter relevant och hög kompetens. Nordic Capital bygger sina styrelser efter det som, enligt litteraturen, ofta anses resultera i en effektiv styrelse. En liten styrelse inbringar en mängd fördelar gentemot en stor styrelse, bland annat engagerar den ledamöterna mer och tar effektivt hand om det s.k. ”free rider-problemet”, som innebär att ledamöter tenderar att bli passiva i större styrelser. En mer aktiv styrelse fattar bättre beslut och som nämns i teoridelen, tyder viss forskning på att mindre styrelser är mer effektiva.¹⁵⁵ Detta stämmer väl överens med de fördelar som Måns menar att Nordic Capital ser med mindre styrelser. Enligt honom blir diskussionen bättre i en sådan, vilket tydligt märktes beträffande kommunikationen mellan styrelse och ledning i Menigo. Fredrik är väldigt nöjd med styrelsens arbete och menar att deras engagemang och närhet till bolaget resulterade i en mer konstruktiv diskussion med ledningen.

Detta ligger även i enlighet med forskningen av Easterwood, Sing och Anju som beskriver att kommunikationsvägarna ofta blir mer direkta vid en buyout.¹⁵⁶ Styrelsens ursprungliga kompetens gjorde, enligt Fredrik, att relationen och kommunikationen mellan styrelsen och ledningen blev bra direkt. Eftersom många i styrelsen hade sin kompetens förankrad i branschen eller i andra relevanta områden, hamnade de mycket nära de frågeställningar

¹⁵⁵ Kim et al, *Corporate Governance, third edition*.

¹⁵⁶ Easterwood et al, 'The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction', pp.30-43

företaget stod inför. Fredrik känner att han i många lägen kunnat dra nytta av styrelsens kompetens. Måns Folkesson menar att vid tillsättningen av en styrelse i ett Nordic Capital-ägt portföljbolag är det kompetensen som står i fokus. Kompetensen till styrelsen tas in från Nordic Capitals stora nätverk av kompetenta personer. Styrelseledamöter som bidrar med bred kunskap och erfarenhet beskrivs ofta utgöra en viktig del i skapandet av en effektiv styrelse.¹⁵⁷

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

Berg och Gottschalg beskriver i sin artikel hur private equity-ägda bolag ofta använder hög skuldsättning som bolagsstyrningsverktyg. Belåningen beskrivs minska onödigt spenderande och spill, då mycket av de likvida medlen går till betalning av lånekostnaderna.¹⁵⁸ Nordic Capital har inte som mål att använda en hög belåning i sina portföljbolag som ett bolagsstyrningsverktyg och Menigo var inget undantag. Man ville inte på något sätt hämma ledningens handlingsutrymme och Måns menar att det skulle få en motverkande effekt. Både Måns och Fredrik ser det ökade engagemanget från banken till följd av belåningen av Menigo som något positivt. Enligt Måns fungerade banken som en ytterligare investeringskommitté vilken bevakade förvärvet och den tilltänkta affärsplanen. Fredrik upplever att kommunikationen med banken ökade, och att banken mer utförligt underlättades om bolagets utveckling och framsteg. Förutom detta såg han inga begränsningar med belåningen. Det brukar talas om att banken vid buyouts fungerar som en ytterligare extern övervakare,¹⁵⁹ något som således får tydligt stöd ur empirin i detta fall.

Hanterandet av agentkostnader verkar vara något som Nordic Capital tar itu med redan innan förvärvet sker. Måns förklarar att de etablerar kontakt med ledningen redan under due-diligence-fasen för att se hur de förhåller sig till de planer och idéer som Nordic Capital planerar att implementera vid ett eventuellt förvärv. Nordic Capital menar att det är redan i detta skede som deras bolagsstyrningsarbete börjar. På så sätt menar Måns att risken för att intressekonflikter mellan dem och portföljbolaget ska uppstå vid senare förhandlingar minskar.

Öka incitamenten

Incitamentsprogram är tänkt som ett sätt att på det ekonomiska planet knyta de individer som ingår i programmen till företaget.¹⁶⁰ I Menigo användes incitamentsprogram där ledning uppmanades att satsa eget kapital i företaget. Sådana typer av program beskrivs göra det kostsamt för ledningen att vara ineffektiv och manar på för ett större engagemang. Vidare beskrivs incitamentprogrammets främsta uppgift vara att skapa en gemensam intressesituation för ägare och ledning och på så vis reducera de agentkostnader som återfinns i bolaget.¹⁶¹ Incitamentsprogram är en del av Nordic Capitals affärsmodell och Måns menar

¹⁵⁷ Kim et al, op. cit.

¹⁵⁸ Berg et al. pp .26

¹⁵⁹ Berg et al. pp .18

¹⁶⁰ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'.

¹⁶¹ *Ibid.*

att de ser mycket stora fördelar med programmen. I likhet med litteraturen, menar även Nordic Capital, att de skapar en gemensam intressesituation och fungerar som en garant för företaget att ledningen är hängivna affärsplanen. Fredrik har också en positiv inställning till incitamentsprogrammen, han påstår sig även se resultat i form av prestationsförbättringar och ett större engagemang hos ledningen.

En samstämmighet mellan teori och empiri finns således i detta fall. Dock, bör tilläggas, att Fredrik även ser negativa tendenser i och med programmen. Han berättar om individer som känt sig instängda av programmen och menar att de då har fått en omvänd, negativ effekt. Denna känsla kan tänkas ha sin grund i att Menigo inte har haft en spikrak positiv utveckling, och att lönsamheten under några år varit negativ. Nordic Capital anser att incitamentsprogrammen gör att ledningen arbetar hårdare även vid motgångar. I litteraturen beskrivs även hur negativa tendenser kan uppstå i ett företag som en konsekvens av incitamentsprogram, ofta talar man då om felaktiga affärsbeslut på grund av minskad riskvilja.¹⁶² De negativa effekterna som har framgått ur empirin tycks dock inte grunda sig i detta. Således tycks teorin inte få stöd i empirin på just den punkten. Fredrik är införstådd med att det är en risk man tar med dessa typer av incitamentsprogram, men han påpekar att Nordic Capital inte har satt uppsagd personal i trångmål utan genomfört rättvisa överenskommelser.

Monitoring

Måns beskriver att det nästan uteslutande är genom styrelsen som Nordic Capital verkar. I Menigo kombinerades ett naturligt rapporteringssystem med en mer informell kontakt mellan ledning och styrelse. Berg och Gottschalg beskriver att en förändring i bolagsstyrningsstrukturen i portföljbolagen möjliggör för private equity-bolagen att minska agentkostnaderna genom en förbättring av kontroll och övervakning. De menar att bolagen här har en komparativ fördel gentemot andra ägarformer, såtillvida att private equity-bolagens erfarenheter från tidigare förvärv ger dem bättre förutsättningar och kunskaper för övervakning och kontroll.¹⁶³ Förändringen i Menigos styrelsesammansättning gav Nordic Capital goda förutsättningar för att bättre kunna övervaka ledningens arbete och beslutsfattande. Samarbetet mellan ledning och styrelse upplevdes av Fredrik som mycket tät och nära. Styrelsen var mycket engagerad, och Nordic Capitals representanter i styrelsen kompletterades av ledamöter vars kompetens möjliggjorde en bättre förståelse och ett bättre underlag för beslutsfattande. Det nära samarbetet med både formell och informell kontakt utgör hela grunden för Nordic Capitals övervakande av sin investering. Kontroll och övervakning påverkar företaget inifrån och resultatet blir beroende av private equity-bolagets kunskaper inom området.¹⁶⁴ Måns menar att just deras arbetssätt är en av de största fördelarna med att vara ägt av Nordic Capital, ett arbetssätt som han menar bidrar till bättre förutsättningar för kontroll och övervakning.

¹⁶² Berg et al. pp. 27-28

¹⁶³ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'.

¹⁶⁴ Berg et al. pp. 30

Mentoring

En av de saker som Måns lägger stor vikt vid när han talar om Nordic Capitals arbetssätt i Menigo är det faktum att de aldrig rundade VD:n och störde i den operationella verksamheten. Nordic Capital ville att ledningen skulle vara handlingsfri och kraftfull och gavs därför stort utrymme. I samband med buyouts talar litteraturen ofta om att det sker en förändring mot en mer entreprenöriell anda då ledningen ofta agerar med större frihet och självständighet.¹⁶⁵ Dessa teorier får alltså stöd ur empirin. Nordic Capital förlitar sig på att ledningen ska utföra ett bra jobb och fatta de rätta besluten. Måns menar att företaget tillför kapital och hjälper VD:n förverkliga det han vill göra med företaget. Detta har enligt Fredrik gett resultat under senaste året, då Menigo, som han uttrycker det, skördar frukterna av allt hårt förändringsarbete i form av ett växande resultat.¹⁶⁶

Private equity-ägande beskrivs, i Berg och Gottschalgs artikel, ofta karaktäriseras av stor närhet till verksamheten och ledningen.¹⁶⁷ Vidare beskrivs detta skapa en mer konstruktiv interaktion då mycket kommunikation sker på ett mer informellt plan.¹⁶⁸ Detta tycks även ha varit fallet i Menigo. Styrelsen och Nordic Capitals representanter arbetade hela tiden väldigt nära ledning. Styrelsen och ledningen var hela tiden på samma nivå när det gällde målsättning och de krav som ställdes på ledningen. Fredrik beskriver att den press som sattes på honom hade han själv varit med att sätta. Enligt Måns vill Nordic Capital ha förändring direkt, vilket stämmer överens med att private equity-bolag generellt sätt ställer högre prestationskrav på ledningen efter en buyout har skett.¹⁶⁹ Eftersom Fredrik först kom in i bolaget efter att Nordic Capital värvat honom, var han införstådd från första början över vad som behövde ske i bolaget för att det skulle bli framgångsrikt. Fredrik är också ett tydligt exempel på hur Nordic Capital använt sig av sitt nätverk för att hitta personal med rätt och relevant kompetens för ledande positioner inom företaget. Samma sak gäller för sammansättningen av styrelsen, där Fredrik menar att Nordic Capitals kompetens och erfarenhet har underlättat hans arbete väsentligt och haft en klar positiv inverkan på Menigo.

6.3.2.3 Avslutande diskussion

Från det att Menigo förvärvades 2006 tills det att 67 % av bolaget avvecklades 2010, menar Måns att innehavet inte varit ett av de mer lyckade. Dock, fortsätter han, finns fortfarande relativt stora ägarintressen kvar i bolaget (33 %) och hur lönsam investeringen till slut blir återstår att se. Fredrik berättar att ett omfattande omställningsarbete, helt baserat på deras egen affärsidé genomfördes i bolaget. Måns anser att finanskrisen fick oanade effekter på bolaget. Dock påpekar han att Nordic Capital, finanskrisen till trots, är nöjda med hur företaget utvecklades och fungerade. Vidare berättar Måns att Nordic Capital styr alla sina

¹⁶⁵ N. Loos. op. cit.

¹⁶⁶ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'.

¹⁶⁷ Berg et al. pp. 29

¹⁶⁸ ibid. pp. 29-30

¹⁶⁹ ibid. pp. 32

portföljbolag på liknande sätt och att utfallen i den meningen till större del beror på externa faktorer än på varierande kvalitet gällande bolagsstyrningsarbetet. Han betonar också att private equity till stor del handlar om bolagsstyrning, de finansiella delarna är en annan sak menar han. På denna punkt får han medhåll från Fredrik som påpekar att det inte räcker med att ombilda kapitalstrukturen i ett bolag för att skapa värde.

Fredrik anser att Nordic Capital som ägare har kunnat skjuta till mer kapital och på ett effektivare sätt, gentemot vad andra sorters ägare hade kunnat. Även Måns nämner pengar som en fördel med Nordic Capital som ägare. Men han säger också att det inte är pengarna, utan företagets arbetssätt, som gör dem till lyckade ägare. Att inte runda ledningen, visa engagemang, tillsätta små effektiva och bransch-kunniga styrelser samt att bidra med finansiell kompetens. Måns får även på denna punkt medhåll från Fredrik, som menar att Nordic Capital hjälpt att öka fokus i bolaget och samtidigt gett ledningen det utrymme och den tidshorisont som tillåtit bästa möjliga utveckling.

Måns berättar att Nordic Capitals fonder har en tidshorisont på maximalt 10 år. Det finns ingen flexibilitet kring tidshorisonten på investeringarna. Men han menar att tiden räcker till för att bolagsstyrningsarbetet ska kunna utföras på ett lyckat sätt. Måns fortsätter med att berätta att private equity är lämplig som ägandeform när stora förändringar ska ske i ett bolag, likt i Menigo. Andra ägandeformer kan passa bättre när dessa förändringar genomförts. Inte heller Fredrik anser att den begränsade tidshorisonten påverkat arbetet i Menigo. Istället menar han att det arbete som utfördes var väldigt långsiktigt. Trots de ägarförändringar som skedde 2010 gjorde Menigo sitt bästa resultat någonsin, vilket Fredrik anser är ett resultat av just det långsiktiga arbetet. Avslutningsvis berättar Fredrik att private equity-bolag engagerar sig och vågar genomföra de förändringar som krävs för att företagen ska bli framgångsrika, samt låter det ta sin tid.

Som vi har diskuterat tidigare ter sig detta case något annorlunda gällande urskiljandet av värdeskapande. Av de tre parametrar vi ämnar granska kan vi i detta case enbart göra en tydlig observation av en, den kvalitativa mätningen av upplevt värdeskapande inom innehavet. De monetära parametrarna exitvinst och årlig genomsnittlig avkastning finns inte att tillgå i detta fall. Det har sin grund i att Nordic Capital inte ger ut sådan information vid försäljningar som sker utanför börsen, dvs. när ett portföljbolag säljs utan att börsnoteras. Därtill har Nordic Capital fortfarande kvar ett 33-procentigt ägarintresse i Menigo och utfallet av innehavet är därmed inte helt klart ännu. Bortser vi från de monetära parametrarna kan vi med utgångspunkt i ovanstående diskussion konstatera följande. Måns påstår sig, trots stora motgångar i och med den finansiella krisen, vara nöjd med hur företaget utvecklades och fungerade. Menigo redovisade 2010, enligt Fredrik, sitt bästa resultat någonsin vilket han menar är en konsekvens av det långsiktiga arbete som skett under de senaste åren. Båda anser sig vara nöjda med relationen och hur arbetet fungerat bolagen emellan. Inga nämnvärda negativa aspekter med detta arbete har nämnts av någon utav respondenterna. Båda respondenter tyckte sig även kunna se paralleller mellan bolagsstyrningen och värdeskapandet i bolaget.

Vi kan med detta fastställt bara utgå från att Fredriks och Måns positiva syn på Nordic Capitals ägande och hur dess effekter på Menigo speglar ett positivt upplevt värdeskapande inom innehavet, samt att bolagsstyrningsarbetet har lett till värdeskapande – även om detta har låtit dröja något.

6.4 Case 3 – EQT – Aleris

6.4.1 Direkta hjälpmedel

6.4.1.1 Empiridiskussion

Finansiella åtgärder

Aleris kapitalstruktur formades med en förhållandevis låg grad av belåning initialt, enligt Jannik Kruse Petersen på EQT. Detta pga. att man tyckte att det fanns ett flertal tilläggsinvesteringsmöjligheter för företaget. I stället hade man en latent kreditfacilitet som man kunde använda för att finansiera tilläggen. Jannik anser att om man hade gått in för en högre belåning tidigt i Aleris fall, så hade man måhända inte kunnat genomföra vissa nödvändiga tilläggsförvärv och investeringar. Vidare matchades kapitalstrukturen till Aleris företagsprofil och ca 2/3 skuld och 1/3 eget kapital användes initialt. Fredrik Järsten på Aleris var i intervjun noga med att påpeka att detta med utformande av kapitalstruktur aldrig är något väldigt enkelt. Han menar, till skillnad från Jannik, att en lägre belåningsgrad kanske inte hade kunnat finansiera de tilläggsförvärv som Aleris gjorde, och att man ”kan göra mer” med hög belåning. Så detta blir något av en definitionsfråga och en tidsaspektsfråga. Fredrik ser tillbaka på belåningsgraden som relativt hög (vilket säkerligen var fallet senare under innehavet), medan Jannik ser den initiala belåningsgraden som relativt låg. Dock var finansieringen (belåningsgraden underförstått, förf. anm.), enligt Fredrik ”inte av extremt slag”, men samtidigt var man tvingade till vissa förändringar för att klara bankernas covenants osv.

Operationella åtgärder

Vad gäller rekrytering och ersättning av ledning förklarade Jannik att det är ofta som man använder EQT:s nätverk för att identifiera potentiella kandidater för ledningspositioner, men sällan som man faktiskt anställer dem. I Aleris fall hittade man en VD från nätverket som var högst lämpad för första skedets arbete, men som tappade sin relevans då företaget blev större. Då krävde styrelsen tillsammans med EQT en ny VD, och EQT gick in och hittade en extern person för detta i Stanley Brodén. Fredrik Järsten är mer övertygad om EQT:s nätverks betydelse och poängterar att EQT hade stor involvering i nyrekryteringarna, vilket han anser var ett av EQT:s viktigare bidrag. Vidare finner han att deras många bankkontakter och övriga finansiella kontakter var mycket viktiga.

Vad gäller strukturella förändringar i Aleris, framhålls de många företagsförvärv som gjordes (19 stycken), samt den tidiga sammanslagningen mellan ISS Healthcare och Care Partner och den nödvändiga påföljande integrationen företagen emellan för att få Aleris till ett enhetligt

företag. Så det var relativt turbulent vad gäller strukturformning i tidigt skede, därefter höll grundstommen sig lik, menar Jannik. Fredrik påtalar att intåget i de nya marknaderna, Danmark och Norge, medförde de största förändringarna, samt adderandet av diagnostik till verksamheten, i och med förvärvet av laboratoriet Medilab.

6.4.1.2 *Analysdiskussion*

Finansiella åtgärder

I intervjun med Jannik Kruse Petersen framgår det att det är av yttersta vikt för EQT att skapa en välstrukturerad och i synnerhet välanpassad kapitalstruktur i deras portföljbolag. Jannik menar att man i första hand måste se till att företaget kan betala tillbaka skulderna, men att kapitalstrukturen i andra hand bör anpassas till en företagsplan. Vidare beskrivs att man vid utformandet av kapitalstrukturen måste söka förutsäga sådant som anläggningskostnader och kassaflöde. Konstaterbart utifrån detta är att EQT lägger ner stor möda på en korrekt utformning av kapitalstruktur, vilket utan tvivel fordras, enligt Jannik. Fredrik Järsten försäkras det hela med utsagan ”[...]det är inte alltid helt enkelt”. Som vi tidigare nämnt berättar både Loos och Berg/Gottshalg, i sin studie respektive deras artikel, att PRIVATE EQUITY-bolag generellt lägger ned stora resurser på utformandet av gynnsamma kapitalstrukturer, och detta samstämmer med de nyssnämnda iakttagelserna.^{170 171}

Både Jannik och Fredrik anser sig vara stora anhängare av belåning. Jannik menar att det ökar avkastningen på eget kapital, vilket styrks av Modigliani och Miller (1963).¹⁷² Fredrik anser att man får större friheter med hög belåning. Däremot har det sina avigsidor, enligt de båda. Jannik påtalar att en initialt låg belåning är bättre om man exempelvis ser tilläggsinvesteringsmöjligheter (vilket var fallet med Aleris). Fredrik menar emellertid att en hög belåning leder till en extra arbetsbelastning med banker som ständigt ”knackar på dörren och undrar hur det går”. Därutöver menar han att det inte alltid är säkert att man heller klarar bankernas covenants etc. Detta stöds också av Arnolds studier (2005), i det att en ökad skuldsättning skapar en större risk för finansiella trångmål.¹⁷³ Aleris använde, trots eventuella nackdelar och trots att företaget hade många tilläggsinvesteringsmöjligheter, en skuldsättning på 2/3 av det totala kapitalet, vilket belyser belåningens fördelar. Aleris hamnade heller aldrig i några finansiella trångmål men ”[...]det krävde sina förändringar”, enligt Fredrik, för att säkerställa detta. Av empirin framgår inte huruvida kapitalstrukturen utformades med skattelättnader i åtanke. Men detta kan vara ytterligare en anledning till att Aleris hade så pass hög belåning givet de motsägande faktorerna för detsamma. Fredrik beskriver att EQT var ett väldigt stöd i dialogen med bankerna, vilket stöds av Berg och Gottschalgs teorier i det att de menar att private equity-bolag generellt är en stor tillgång för portföljbolagen vid bankförhandlingar. Detta då private equity-bolag kan använda sina stora kontaktnät vid

¹⁷⁰ Berg et al. pp. 17-18

¹⁷¹ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'.

¹⁷² F. Modigliani & M. Miller, *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, pp. 433-439

¹⁷³ G. Arnold, *Corporate Financial Management, Third Edition*.

sådana tillfällen, och förhandla fram villkor som portföljbolagen inte skulle kunna få fram i det fall de hade agerat ensamma.

Operationella åtgärder

Fredrik hyllade, i högre grad än Jannik, EQT:s inblandning i tillsättandet av ledningen och rekryteringen av personal i Aleris. Båda lyfter fram de två VD-tillsättningarna, och träffsäkerheten gällande tidpunkten för dem, som EQT:s största bidrag i rekryteringsväg. De tycks ha haft omfattande baktanke och research. Den senare VD:n Stanley Brodén verkar ha varit guld värd för företaget, enligt vår tolkning av respektive intervjuer. Den stora mängden möda nedlagd på att få till rätt ledning (i synnerhet VD), får stöd i teorin, där Berg och Gottschalg menar att buyout-företag spenderar ansevärd tid på att välja ut det högre skiktet av ledningen. Vidare menar de att företagen inte drar sig för att ersätta personerna i fråga om deras prestationer fallerar.¹⁷⁴ Detsamma gäller, får man gissa, om de efterhand tappar sin relevans, som i Aleris fall med den förste VD:n.

I övrigt var EQT mindre aktiva med faktisk tillsättning av personer vid ledande positioner, om man får tro Jannik. Däremot var de relativt aktiva vad gäller identifiering av potentiella kandidater för nämnda positioner, till vilket nätverket var essentiellt. Enligt Fredrik var EQT dock högst delaktiga i rekryteringarna och många av dem stod EQT faktiskt helt själva för. Därutöver menar han att många i ledningen var handplockade ur nätverket. Tydliga meningsskiljaktigheter här alltså. Berg och Gottschalg menar i sin artikel att ersättandet av ineffektiva ledningar med mer effektiva ledningar är brukligt för private equity-bolag i deras portföljbolag. De ökade prestationerna som kommer av detta skall i sin tur leda till förbättrade resultat.¹⁷⁵

Beroende på vem av intervjuobjekten som innehar högst sanningshalt i sina besvaranden, så har teoristycket ifråga olika grad av samstämmighet med empirin. Fredrik menar att det till och med var ett av EQT:s stora bidrag att kunna vara involverade i rekryteringen av befattningshavare i ledningen, medan Jannik alltså ordentligt tonar ned det hela. Vad gäller nätverket, så lyfts fram alla delar utav det, snarare än enbart headhunting-delen, av både Jannik och Fredrik (Fredrik lyfter dock i synnerhet fram de finansiella och industriella kontakterna). Detta är också i enlighet med teorin, där exempelvis Berg och Gottschalg menar att oavsett om det rör sig om det ena eller det andra momentet av nätverket, så kan kontakterna vara en viktig framgångsfaktor för portföljbolaget.¹⁷⁶

Fokus på kärnverksamheten

Berg och Gottschalg, såväl som Loos, berättar i sina respektive texter om hur en stark och konsekvent tillväxt är något essentiellt för portföljbolagen. Detta då tillväxten ytterst ligger som grund för framtida värderingar. För att främja tillväxten kan ett företag urskilja verksamheter där de har komparativa fördelar. Genom att satsa på dessa samt parallellt

¹⁷⁴ Berg et al. pp. 32

¹⁷⁵ ibid. pp. 32

¹⁷⁶ Berg et al. pp. 15

diversifiera och sålla bort vissa sidoverksamheter (exempelvis perifera aktiviteter ur strategisk synpunkt eller där företaget inte har komparativa fördelar), så ökar företaget sin fokus på kärnverksamheten. Detta kan ha tydliga positiva effekter på ett företags resultat, menar ovan nämnda författare.

Buy-and-build

Ett alternativt sätt för buyout-företag att skapa tillväxt inom deras portföljbolag är att i stället göra tilläggsförvärv, antingen inom nya områden, eller för att utveckla de affärsområden där företaget redan har starkare kompetenser och mer resurser än konkurrenterna. Med vissa buyouts är intentionerna redan från början avsedda att åstadkomma en s.k. buy-and-build-strategi, där buyout-firmorna förvärvar en initialt fragmenterad verksamhet för att bygga en kärna, alternativt förvärvar private equity-bolaget företagen separat och förenar dem efterhand.¹⁷⁷ ¹⁷⁸ Sådant var fallet med Aleris, som blev till av en sammanslagning av EQT:s förvärv ISS Healthcare och Care Partner. Därutöver gjordes 19 tilläggsförvärv under innehavsperioden, vilket tveklöst gör Aleris till ett buy-and-build-case. Så snarare än att skapa tillväxt genom en ökad fokus på kärnverksamheten (såsom många andra buyout-bolags portföljbolag tycks göra), så skapade Aleris sin tillväxt genom främst utökning av sina verksamheter, detta i sin tur genom tilläggsförvärv.

6.4.2 Indirekta hjälpmedel

6.4.2.1 Empiridiskussion

Styrelsens roll

Aleris styrelses roll beskrivs som kontrollerande, övervakande och utmanande av Jannik. Därutöver skulle den se till att affärsplanen verkställdes grundligt och på det sätt man hade kommit överens om, och att denna konstant hölls uppdaterad. Både Jannik och Fredrik påpekar att syftet med styrelsen aldrig förändrades, men att förändringar i dess struktur definitivt gjordes. Det var en hel del omfördelning av roller och ytterligare tillsättning av styrelsemedlemmar skedde på vägen. Jannik menar att EQT som ägare var noga med att se till att styrelsens relevans hölls intakt. Detta var också något som Fredrik upplevde, att EQT var ytterst lyhörda för de förändringar som krävdes i styrelsen. Nämnvärt i övrigt är att styrelsen professionaliserades direkt efter integreringen mellan ISS Healthcare och Care Partner fullbordades. Under hela innehavsperioden hölls en informell men tufft utmanande nivå, och hela tiden var det en mycket livlig styrelsemiljö.

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

Varken Jannik eller Fredrik säger sig se belåning som ett bolagsstyrningsverktyg. Jannik nämner dock att det väl finns en effekt av att ha bank-covenants att behöva ta hänsyn till i ett

¹⁷⁷ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'. pp. 57,

¹⁷⁸ Berg et al. pp. 23

bolag, då dessa leder till en striktare fokus på kassaflödesgenerering och finansiell styrning. Detta leder i sin tur till att utformningen av alla beslut kräver att man först tänker på de finansiella konsekvenserna, vilket kan göra att besluten tas med större noggrannhet. Samtidigt ser han negativa aspekter med det hela då det innebär att besluten i fråga kan bli suboptimerade, då man kan bli tvingade till kortsiktiga beslut begärda av finansiärerna.

Öka incitamenten

Incitamentsprogram lyfts fram som något mycket positivt av både Jannik och Fredrik. Aleris införde vad som av EQT kallas för alignment of interest (Fredrik anger detsamma som management participation program), där man såg till att alla inblandade i Aleris-affären, tillsammans med alla de aktörer som skulle komma att bli instrumentala i innehavet, fick incitament. Detta skedde genom att dessa personer uppmanades att investera egna pengar i företaget. Enligt Janniks och övriga EQT:s erfarenhet ger denna typ av incitament positiva effekter. Fredrik menar att det är viktigt att samtliga inblandade i företaget strävar åt samma håll, och att denna typ av incitament därför är viktigt. Han medger dock att det inte alltid var helt klart hur utvecklingen i företaget skulle gå, och att många anställda funderade över detta. I slutändan såg alla hursomhelst incitamentsprogrammet som något mycket positivt.

Monitoring

EQT följde upp Aleris resultat genom först och främst formella månadsrapporter, där man gick igenom KPI:s (Key Performance Indicators) och vissa finansiella siffror för företaget, berättar Jannik. Dessutom fungerade både styrelsemötena och TROIKA-mötena som ett slags uppföljningsmedel. I TROIKA-mötena gick man, enligt Fredrik, igenom de s.k. CEO-reports som skickades ut av VD. Därutöver, förklarar Jannik, utfördes diverse uppföljningssamtal med ledningen. Jannik menar att det är viktigt att, med hjälp av alla dessa uppföljningsformer, söka ”se de gröna ljusen bli halvgula innan de blir röda”, och syftar på att man måste upptäcka eventuella varningstecken tidigt och ingripa så fort man ser dem. På så sätt minimerar man skadan gjord mot företaget, och detta är, enligt Jannik, en anledning varför private equity-ägda bolag klarar sviterna av en finanskris bättre än övriga bolag.

Mentoring

Interaktionen mellan EQT och Aleris skedde, enligt Jannik, dels genom styrelsemöten, dels genom TROIKA-möten och dels genom övrig form av kontakt i de fall diverse situationer uppstod, t.ex. möten med ekonomichefen om särskilda finansfrågor osv. TROIKA-mötena beskrivs av Jannik som ett viktigt forum för att gå igenom vad som bestämdes i styrelsemötena och att dessa punkter faktiskt verkställdes. Därutöver gav de VD:n en möjlighet att få ventilera sig samt att få stöd och vägledning. Fredrik fyller i och menar att förutom att gå igenom vad som hade hänt med verksamheten, med förvärven och med projekten, så togs även många av ägarbesluten i TROIKA-mötena. TROIKA var ett mycket effektivt och flexibelt sätt att sköta governance-arbetet på, enligt Jannik.

6.4.2.2 *Analysdiskussion*

Styrelsens roll

Aleris styrelses roll tycks inte ha skilt sig avsevärt från andra företags styrelser, i det avseendet att den beskrivs ha varit kontrollerande, övervakande och utmanande. Kim et. al beskriver i boken Corporate Governance, att en styrelse i ett stort företag ska hantera stora beslut och delegera övrigt ansvar till lämpliga befattningshavare. Vidare staplar de upp fem funktionspunkter som en sådan styrelse bör förestå. Dessa är att anställa, utvärdera och ibland t.o.m. ersätta det övre skiktet av ledningen, att avgöra utföranden av stora verksamhetsbeslut och finansbeslut, att erbjuda expertmässiga råd till ledningen; och slutligen att säkerställa att företagets aktiviteter och finansiella skick är noggrant rapporterat till ägarna. Janniks poängterande av vikten av att styrelsen var en utmanande miljö, där ledningen gjorde bäst i att kunna försvara sina ståndpunkter, tycks dock ha bristande stöd i teorin.

Bland Aleris styrelses uppgifter beskrivs vidare att det var viktigt att bl.a. se till att affärsplanen implementerades ordentligt och att den hölls uppdaterad hela tiden. Båda intervjuobjekten påpekar att styrelsens syfte aldrig ändrades under innehavets gång, men att man väl gjorde förändringar i strukturen. Det var viktigt att alla styrelsemedlemmar behöll sin relevans, och därför var man inte fega för att byta ut dem, om det visade sig att det fanns någon som var mer lämplig att ta plats. Fredrik påpekar att man både hade stor industriell och finansiell kunskap att tillgå i Aleris styrelse. Kim et al. menar att något som utmärker en bra styrelse är inkluderandet av en person med god industriell kompetens inom det relevanta området.

Reducera agentkostnader i det fria kassaflödet

Jannik ser inte belåning som ett bolagsstyrningsmedel, men anser att det finns både för- och nackdelar med det i governance-liknande väg, i det att exempelvis covenants från bankerna kan leda till noggrannare och mer eftertänkamma beslut, men att det samtidigt kan göra att besluten i det närmaste blir påtvingade, för att tillfredsställa finansörerna. Loos beskriver att en hög belåning kan minska agentkostnader i det fria kassaflödet. Detta kan bidra till att onödigt spenderande begränsas, då mycket av de likvida medlen måste gå till ränte- och amorteringsbetalningar. Därutöver beskriver Loos att en ökad belåningsgrad gör ledningen mer medveten om kostnader för eventuell konkurs, vilket författaren anser förbättra ledningens arbetsvilja.¹⁷⁹

Fredrik beskriver snarare att den höga belåningen genererade en extra arbetsbelastning för personerna som arbetade på en dag-för-dag-basis, en börda som de var ”tvungna att leva med”. Samtidigt menar han å andra sidan att man var tvingade till diverse förändringar för att klara bankernas covenants, och dessa behöver nödvändigtvis inte varit till det sämre. Den hårda pressen kan, liksom Loos beskriver, mycket väl ha lett till en ökad medvetenhetsgrad

¹⁷⁹ N. Loos, 'Value creation in leveraged buyouts'. pp. 29

och förbättrad arbetsvilja. Därutöver kan de finansiella restriktionerna som en hög belåningsgrad innefattar, med nöden att betala av lånen, väl ha lett till att onödigt spenderande minskades. Vad gäller det sistnämnda påpekar Jannik att covenants faktiskt tillförsäkrar att beslut görs med större omtanke ägnad åt finansiella konsekvenser och effekter av budgetar, investeringar etc. Således kan man finna att EQT, vare sig med avsikt eller inte, i viss mån använder sig av belåning som bolagsstyrningsverktyg, då graden av belåning uppenbarligen påverkar företaget på ett governance-liknande vis, enligt vad teorierna beskriver.

Öka incitamenten

Enligt teorierna vi följer, så kan ökat incitament hos ledningen inte bara leda till förbättrade resultat, utan även till minskade agentkostnader. Berg och Gottschalg beskriver tre olika faktorer som påverkar agentproblemet magnitud. Där inkluderar de bristen på allians mellan ägare och ledning, gällande incitament, som en av de faktorerna.¹⁸⁰ Incitamentalliansen kan skapas genom en kombination av morot och piska. Buyout-företagen förser incitamenten (moroten) för att alliera intressena mellan de inblandade parterna och för att minska agency-problemet.¹⁸¹ Ledningen uppmanas (kanske t.o.m. tvingas) att öka sin del av eget kapital i företaget till en betydande nivå.¹⁸² Detta är precis det som Jannik talar om i intervjun. Enligt honom är det extremt viktigt för EQT att skapa intresseallians (alignment of interest), där man, precis som teorin alltså anger, uppmanar eller närmast tvingar instrumentala aktörer att investera egna pengar i företaget. Detta gör alltså att dessa instrumentala aktörer har en morot i att prestera bra, för att säkerställa att dess investering ökar och inte minskar (vilket utgör den potentiella piskan).

Både Fredrik och Jannik har positiva erfarenheter av denna typ av incitament, och enligt dem ger det ett flertal positiva effekter. Erfarenheterna bekräftades även i Aleris fall, åtminstone mestadels (Fredrik menar att det kan skapa viss oro hos personerna inom incitamentsprogrammet). Att incitamentsalliering har positiva effekter stöds också av teorierna. Berg och Gottschalg menar att en ökning av ledningens insats i eget kapital, leder till en direkt ökning av personliga kostnader för ineffektivitet och till en reducering av ledningens incitament till att smita undan deras uppgifter.¹⁸³ Därutöver menar de att det ökar de finansiella prestationerna, då det ger ledningen positiva incitament till att leta efter effektivitetsökningar och smarta strategiska drag.¹⁸⁴ Den höga kapitalinsatsen leder också till att de värdeskapande handlingarna som utförs i företaget blir av större vikt för ledningen, och detta leder i sin tur till bättre verksamhets- och investeringsbeslut.¹⁸⁵ Detta talar också Jannik om. Han menar att om EQT exempelvis frågade en av portföljbolagets industrialister om råd i en viss investeringsfråga, så är det lättare att kunna lita på det rådet om industrialisten i fråga har egen insats i att investeringen ska leda till något bra. Jannik menar, vidare, att om industrialisten svarar t.ex. ”Absolut, genomför transaktionen!”, och han sedan tackar nej till

¹⁸⁰ Berg et al. pp. 25

¹⁸¹ Jensen (1989)

¹⁸² Berg et al. pp. 27-28

¹⁸³ Smith (1990)

¹⁸⁴ Berg et al. 28-29

¹⁸⁵ DeAngelo & DeAngelo (1987)

att investera egna pengar, så är det (vad Jannik kallar för) en ”röd flagga” och det är inte säkert att man går vidare med varken investeringen eller industrialisten.

Monitoring

EQT hade högst formella sätt att följa upp Aleris resultat på. Man gjorde det genom månadsrapporter som innefattade relevanta nyckeltal, samt under styrelse- och TROIKA-mötena. I de sistnämnda gick man igenom s.k. CEO-reports, där VD presenterade diverse punkter av relevans. Därutöver bedrevs uppföljningssamtal av olika slag med väsentliga personer ur ledningen, bl.a. en tid efter ett tilläggsförvärv gjorts (där man studerade huruvida förvärvet gick enligt plan och utredde vad man kunde göra bättre). Samma sorts uppföljningssamtal gjorde man internt i EQT för att följa upp huruvida Aleris gick enligt förvärvsplanen, och för att motivera Aleris EQT-team att prestera enligt bästa förmåga. Dessa uppföljningssamtal skedde efter 3, 6, respektive 12 månader. Enligt Berg och Gottschalg har ett private equity -bolag sitt portföljbolags ledning under ständig granskning.¹⁸⁶ Vidare menar Loos att ett buyout-bolag tillämpar åtgärder för att förbättra kontrollsystem, förbättra mekanismer för koordination, öka kommunikationsflödet och för att minska tiden för beslutsfattande.¹⁸⁷

Mentoring

Interaktionen mellan EQT och Aleris var, om man får tro de två intervjuobjekten, blandat formell och informell. Jannik delar upp den interaktionen de hade i tre förfaranden. Dessa var TROIKA-mötena, styrelsemötena och övrig kommunikation. Det sistnämnda medlet var mestadels informellt medan de två tidigare nämnda var högst formella. Berg och Gottschalg menar att interaktionen mellan portföljbolagets ledning och private equity-bolagets representanter för portföljbolaget, är relativt informell och sker genom direkta och obyråkratiska kommunikationskanaler.¹⁸⁸ Detta vill vi mena stämmer i Aleris fall också. TROIKA-mötena var högst direkta, där det högsta skiktet av nämnda personer möts öga mot öga.

Den övriga kommunikationen var om möjligt än mer direkt, då detta handlade om plötsliga informella telefonsamtal, eller specialbokade möten med exempelvis ekonomichefen vid ett särskilt tillfälle för en finansfråga, eller rådfrågande av en industriexpert i ledningen osv. Styrelsemötena må ha varit något mindre direkta och mer byråkratiska, då majoriteten av ledningen knappast tog plats i dessa. Å andra sidan representerade VD:n resterande delen av ledningen i de sammanhangen (liksom i de flesta företags styrelsemöten), så viss grad av direkt kommunikation fanns även där. Dessutom är det värt att påpeka att Jannik ser Aleris dåvarande styrelsemiljö som högst livlig, i jämförelse med andra bolag, där samtalen inte begränsades alltför mycket av särskilda regler och uppsatta mål. Vidare beskriver han styrelsen som ”högst informell, men utmanande”. Därmed kan man konkludera att även

¹⁸⁶ Berg et al. pp. 29-30

¹⁸⁷ Loos, s. 23

¹⁸⁸ Berg & Gottschalg s.32

styrelsemötena hade informella inslag, om än inte lika direkta och obyråkratiska som de andra kommunikationsmedlen.

6.4.2.3 Avslutande diskussion

Varken Jannik eller Fredrik sparar på lovorden när de beskriver EQT:s ägandeperiod i Aleris. Jannik menar att det rentav var en klassisk private equity-saga medan Fredrik hävdar att man inte hade kunnat visa den tillväxt som man gjorde under de ifrågavarande åren, utan EQT:s hjälp. Båda respondenterna har svårt att se några egentliga nackdelar med innehavet. Fredriks enda invändning är av branschspecifik karaktär, men även denna är lättöverkomlig.

Enligt både Jannik och Fredrik så handlade det om en kombination mellan ägare, ledning och externa aktörer och faktorer som påverkande omständigheter för att ge företaget de goda resultat som det till slut visade upp. Enligt Jannik ska man ha rätt ägare som sätter in en passande industriell styrelse och rätt ledning för verkställning, för att uppnå bästa resultat i ett portföljbolag. Detta hade man utan tvekan i Aleris, där det fanns en god synergi mellan dessa aktörer, menar han. De externa aktörerna och faktorerna är båda överens om att man inte kunde påverka i stor mån, men att de definitivt hade en effekt. Enligt både Jannik och Fredrik hade marknaden stor påverkan, exempelvis var Danmarks marknad skakig, medan Norges blomstrade. Jannik påtalade dock att EQT ägnar relativt stor möda åt att analysera bransch och marknad innan förvärv görs, så även med Aleris. Å andra sidan kunde man inte, före förvärvet gjordes, enkelt förutspå att intåg på Danmark och Norges marknader skulle göras.

I övrigt kan nämnas att Fredrik hyllar EQT:s kapacitet att tillföra kapital och deras enorma kunskap inom finans. Därutöver menar han att det faktum att de var så pass aktiva ägare var en bidragande orsak till Aleris goda resultat, och han nämner deras förmåga att hitta duktiga individer och att balansera industri- och finansfolk, som positiva egenskaper. Vidare ser han tydliga samband mellan EQT:s governance-arbete och Aleris goda värdeökning. Han får medhåll från Jannik, som menar att innehavets värdeskapande process (där governance-arbetet ingår), ”på en mycket hög nivå” var starkt bidragande till att Aleris gick så bra som det gjorde och att företaget nästan tredubblade sin omsättning under ägandeperioden. Han menar vidare att bl.a. den extrema fokusering på värdeskapande och den snabbhet som ett private equity-ägarskap medför, leder fram till en god exit (liksom blev fallet med Aleris). För att borga för att detta sker krävs att tre aspekter realiserats, enligt Jannik. Dessa är att ha rätt personer inblandade, att ha rätt strategi och att ha rätt incitament. Allt detta uppfyllde Aleris, menar han. Vidare har EQT en flexibilitet i sitt beslutsfattande och mekanismer att se problem före de uppstår, samt en förmåga att agera snabbt på detta. Detta ger EQT bättre möjligheter att skapa mer värde än andra private equity-företag.

Och visst har EQT lyckats uppnå värde i Aleris, med våra mått mätt. Inledningsvis kan vi konstatera att det kvalitativt definitivt skedde en värdeökning. Det upplevda värdeskapandet var otvetydigt. Båda intervjuobjekten är, som ovan utrett, i det närmaste begejstrade över det goda utfallet. Att kallas för ”en klassisk private equity-saga” och ”en utmärkt värdeadderande historia” av den ene (Jannik) och för ”ett minst sagt lyckligt exitutfall” av den andre, kan inte

annat än tolkas som något positivt. Att Aleris affärsutvecklingschef vidare beskriver EQT som något han kan ”varmt rekommendera” och i det nästintill ovärderliga för utvecklingen, enligt vår tolkning, är minst sagt ett toppbetyg åt private equity-bolaget. Därutöver upplevdes inga som helst negativa aspekter med ägarskapet, så när som på en liten branschspecifik invändning som gällde tveksamheter från en skara ur allmänheten. I enlighet med detta och med ovan nämnda konsensus i åtanke, får vi lov att sätta ett gott betyg åt det upplevda värdeskapandet.

Lämnar vi det abstrakta området, kan vi konstatera att de monetära parametrarna, exitvinst och genomsnittlig årlig avkastning (IRR), också kan konkluderas som positiva. Aleris hade, under EQT:s ägo, en genomsnittlig årlig avkastning eller IRR på 31 %, vilket bör beskrivas som minst sagt lyckat. Vidare var företagets försäljningspris och inköpspris 4,4 miljarder SEK, respektive 1,5 miljarder SEK. Därutöver tillkom en tilläggsköpeskilling på 665 miljoner kronor, vilket innebar en exitvinst på ca 3,6 miljarder SEK. Detta kan heller inte annat än ses som en minst sagt god och lyckad siffra.

I enlighet, så, med hur casets båda intervjuobjekt beskrev hela buyout-processen i allmänhet, och exitvinsten i synnerhet, kan man summera att EQT lyckades mer än väl med att addera värde till Aleris. För att belysa Aleris succé, avslutas denna analys med ett minst sagt inspirerat summerande av processen från Jannik: ”Att ta ett lokalt företag, göra det pannordiskt, addera strategiska investeringar för att stärka företagets kapital, nästan tredubbla omsättningen på fem år, det är en klassisk private equity-saga, en utmärkt värdeadderande historia”.

6.5 Sammanfattande diskussion

Samtliga av uppsatsens case präglas av en genomgående positiv bild av ägarförhållandena och bolagsstyrningsarbetet företagen emellan. Trots varierande resultat och utfall har inga betydande negativa aspekter, gällande ägandeformen eller bolagsstyrningen, framförts i något av casen. Istället snarast hyllas private equity som ägandeform och av portföljbolagens respondenter nämns att de ställer sig frågande till den kritik som branschen utsatts för.

Sammantaget tycks det vara mer som förenar än som skiljer de olika private equity-bolagen åt gällande utförandet av bolagsstyrningen. Vidare tycks alla de tre private equity-bolagen till stor del arbetat i stor samstämmighet med de teorier vi behandlar i referensramen. Dock har det på flertalet punkter infunnits åtskillnader mellan, de i teorin beskrivna, åtgärdernas betydelse och omfattning och hur de utövats och upplevts i praktiken. Ett tydligt exempel är belåningens funktion som bolagsstyrningsverktyg. Ingen av respondenterna menade att skuldsättning med avsikt användes i detta syfte, snarare bestämdes skuldsättningsgraden för att utforma gynnsamma strukturer i de aktuella bolagen. För bedömningen och utformningen av dessa angav dock samtliga respondenter från private equity-bolagen att stora resurser lades. En gemensam tillgång som private equity-bolagen har tillfört till sina portföljbolag var ett ökat finansiellt kunnande, från samtliga respondenter beskrivs detta som en klar fördel. Även vid förhandlingar med banker beskrivs representationen av private equity-bolagen ha varit en

stor fördel. En annan punkt på vilken alla respondenter var överens var incitamentprogrammets innebörd. Från private equity-bolagens respondenter framhölls vikten av dessa och det framgick att åtgärden ofta ansågs som en del av företagens affärsidé. Även bland portföljbolagens respondenter var inställningen överlag positiv. Mätbarheten av programmets effekt beskrevs dock som något svårdefinierad. Från intervjuerna med Aleris och Menigo framgick även att det funnits vissa negativa sidor med programmen, något som inte tycks ha uppfattats av private equity-bolagen.

Styrelsens roll i förhållandet mellan private equity-bolag och portföljbolag beskrivs i samtliga tre case som klart betydande. Det var i princip uteslutande genom styrelsen private equity-bolagen utövade sin styrfunktion (med undantag av EQT som även använde sig av s.k. TROIKA-möten). Private equity-bolagen var direkt involverade i tillsättning och rekrytering av styrelseledamöter, vilka tycks ha valts med stor omsorg. Eftersträvt har genomgående varit att finna ledamöter som täcker ett stort kunskapspektrum, med såväl bransch- och industrikompetens som annan kompetens. Styrelsen har även löpande anpassats för att möta de krav som ställts på bolagen. Nordic Capital lade stor betoning på att utforma en liten styrelse då en sådan, likt de litterära teorierna, ansågs mer flexibel än en stor.

Ansvar för övrig rekrytering inom portföljbolagens ledningar lades därefter på styrelseledamöterna. Private equity-bolagens involvering i portföljbolagens operationella verksamhet beskrevs genomgående, från båda sidor, som klart begränsad, vilket också tycks ha varit avsiktligt. Bland annat berättar Måns Folkesson att Nordic Capital aldrig lade sig i det operationella eller rundade ledningsgruppen i Menigo. Från portföljbolagens representanter betonas också styrelsens vikt i förhållandet mellan bolagen. Det var via denna som kommunikationen och interaktionen skedde. Samtliga respondenter från portföljbolagen påpekar även att styrelsens funktion professionaliserades i och med buyout-processen. Relationen mellan bolagen beskrivs i samtliga case, om än olika mycket, som avslappnad och informell, något som även tycks ha varit uppskattat och värdefullt. Mats Hedblom på Haglöfs framhåller till exempel vikten av att kunna anpassa sig till rådande omgivning, och att detta är en förutsättning för att skapa en nära relation. Något som han anser att Ratos gjorde på ett mycket bra sätt. Under innehavsperioderna genomfördes i samtliga portföljbolag vissa strukturella omstruktureringar. Dotterbolag såldes och tilläggsförvärv gjordes, och vid dessa skeenden beskrivs private equity-bolagen ha bistått med kunnande och råd.

Som vi har diskuterat tidigare i uppsatsen föregås de tre private equity-bolagen av vissa skillnader gällande investeringsstrukturen. Ratos är, till skillnad från EQT och Nordic Capital som investerar ur fonder, börsnoterat. Detta får vissa implikationer på investeringshorisonten. Ratos har som noterad aktör inga förutbestämda exitdatum på sina investeringar, istället görs årliga utvärderingar av innehaven och en avveckling sker sedan när det anses vara mest lämpligt. När investeringarna som i Nordic Capital och EQT:s fall görs genom fonder, sätts slutgiltiga exitdatum då alla innehav i fonden ska vara avvecklade. Detta kan tänkas ha negativ inverkan på innehaven i fonderna då ägandet möjligen upplevs som kortsiktigt. Just kortsiktigt ägande är också någonting, vilket vi nämner i uppsatsens problemdiskussion, som private equity-branschen fått utstå viss kritik för. Dock finner vi inget stöd för denna kritik i empirin. Menigos VD Fredrik Gren menar snarare att arbetet under Nordic Capitals ägande

präglats av långsiktighet och han påpekar att han inte alls känt sig begränsad av den tidshorisont som funnits. Nordic Capital har en investeringshorisont på 10 år, under vilken Måns Folkesson menar att bolagsstyrningsarbetet hinner utföras på ett bra sätt. Inte heller finner vi något empiriskt stöd för att arbetet mellan EQT och Aleris skulle uppfattats som kortsiktigt.

För att avslutningsvis summera granskningen av de parametrar vi satt upp för mätningen av värdeskapandet i innehaven kan vi konstatera följande. Alla parametrar har, i den mån de varit möjliga att mäta, uppnåtts i samtliga case.

	Upplevt värdeskapande	Genomsnittlig årlig avkastning	Exitvinst
Ratos – Haglöfs	Positivt	30 %	765 Mkr
Nordic Capital – Menigo	Positivt	Kan ej anges	Kan ej anges
EQT – Aleris	Positivt	31 %	3600 Mkr

(Källa: Egen konstruktion.)

7 Slutsats

7.1 Resultatmässiga och empiriska slutsatser

7.1.1 Har vi uppnått syftet med uppsatsen?

Syftet med denna uppsats är dels att granska och beskriva private equity-bolagens arbete med fokus på de förändringar i corporate governance som sker inom portföljbolagen, dels att studera om dessa insatser kan leda till värdeskapande.

Återkopplar vi våra resultat till detta syfte, kan vi konstatera att ett flertal framsteg har gjorts. Vad gäller den förstnämnda delen av vårt syfte, anser vi att vi med vårt urval av tre fall av buyout-processer, har lyckats måla upp en någorlunda tillfredsställande bild av detta skeende. Därmed inte sagt att våra resultat är generaliserbara för branschen i helhet. Enligt bästa förmåga har vi vidare både granskat fallföretagens tillämpning av corporate governance, med hjälp av intervjuer med representanter från båda sidor av processen, och beskrivit det allteftersom uppsatsen tagit form.

Anbelangande den andra delen av syftet, att urskilja eventuellt värdeskapande som effekt av nämnda förändringar i bolagsstyrning, finner vi att vi har nått resultat även där. Som tidigare har utretts i uppsatsen föreligger det diverse svårigheter med att identifiera just vad som leder till värde. Ofantligt många faktorer spelar in och förändrad bolagsstyrning är en i mängden. Men med uttömmande svar från våra intervjuobjekt, vad gäller både värdeskapande och implementeringen av corporate governance-förändringar, så har vi lyckats beskriva detta arbetes effekter på värdeskapande. Därtill har vi redogjort för på vilka sätt de olika beståndsdelarna av corporate governance leder till värde, samt presenterat hur väl detta har tätt sig i de olika fallen. Återigen måste dock poängteras att detta gäller för våra fallföretag, i andra sammanhang och med andra private equity-bolag kan situationen tänkas vara en helt annan. I någon mån borde resultatet dock vara applicerbart på branschen. Detta grundar vi på de stora likheter vi har funnit mellan våra olika fallföretag. Sålunda torde ett annat svenskt private equity-bolag med likartade förutsättningar och resurser, använda sig av någotsånär desamma principer vid tillämpning av corporate governance.

7.1.2 Kan vi besvara kritiken som berörs i problemdiskussionen?

I problemdiskussionen klargjorde vi att det har funnits, och finns, diverse kritiska infallsvinklar gentemot private equity som verksamhet och ägarform. Bland annat för vissa kritik mot att en eventuell värdeökning i en buyout-process uteslutande beror på omfördelning av kapital och förändring av kapitalstrukturen hos portföljbolaget. Andra klandrar private equity-bolag för deras generellt kortsiktiga investeringsfilosofier, och menar att detta leder till en osäkerhet för företagen som blir uppköpta av private equity-bolag.

Med ett urval på tre case för att primärt härleda värdeökningar, valde vi med baktanke portföljbolag där buyout-processen beskrevs som ”lyckad”. Detta förde med sig att eventuella nackdelar med private equity som ägarform blev mindre påtagliga, åtminstone mindre klargjorda från portföljbolagens respondenter, än vad som möjligen hade blivit fallet om processerna hade ”misslyckats”. Det innebär å ena sidan att vi får det lättare att belysa positiva aspekter med private equity och å andra sidan att vi har svårt att finna några vidare belägg för kritiken (även om den må vara välgrundad i andra fall).

Ingen av de sex intervjurespondenterna uttryckte någon åsikt om att investeringen i respektive portföljbolag kändes kortsiktig. Tvärtom lyftes exempelvis Nordic Capitals långsiktighetstänkande fram av portföljbolaget Menigos VD. Vidare får även Ratos beröm på ett ansenligt vis (även om de inte har samma tidsbegränsningar som övriga observerade private equity-bolag) av sitt portföljbolag Haglöfs VD.

Beträffande kritiken mot att private equity skapar värde på, vad kritikerna kallar för, tvivelaktiga vis, kan detta säkerligen bekräftas. Å andra sidan kan man fråga sig vad tvivelaktigt innebär. Om private equity-bolaget kraftigt belånar sitt portföljbolag för att skapa värde, men sedan lyckas med att betala av skulderna, och dessutom utveckla bolaget ordentligt, vad är då tvivelaktigt med det? Om private equity-bolaget flyttar runt kapital och tillför portföljbolaget starkare medel att bedriva sin verksamhet, och säkerställer att

portföljbolaget genererar värde ur dessa, vad är då tvivelaktigt med det? Denna kritik kan med ovanstående argument i åtanke anses som något vag, och här kan man ta tillfället i akt att använda den klassiska devisen ”ändamålet helgar medlen”. Därutöver menar Ratos att nästan 90 % av det genererade värdet i dess portföljbolag kommer från intern industriell utveckling, medan EQT anser att operationell utveckling och tillväxt står för över 75 % av dess motsvarande värdeskapande. Om värdeskapandet å andra sidan understiger kostnaderna involverade med ett användande av ett private equity-bolag, eller om värdet som private equity-bolaget lyckas generera åt portföljbolaget skulle visa sig bli mindre än om portföljbolaget fortsatt hade agerat på egen hand, då är det givetvis en annan sak och kritiken hamnar i nytt ljus. Det är dock något vi inte kan finna stöd för i empirin. Samtliga respondenter från portföljbolagen framför, mer eller mindre, att värdeskapandet under den tiden de var i private equity-bolagens ägo, hade blivit sämre om de hade agerat på egen hand.

7.1.3 Vad tycker vi?

Säkerligen kan man finna belägg för den ovan berörda kritiken med hjälp av viss relevant litteratur, men den övervägande delen av den teori vi har stött på stödjer inte den kritiken. Överlag beskrivs nästan uteslutande fördelar med private equity som bransch. I vår mening tycks private equity därtill vara en bransch där merparten av de inblandade är vinnare. Det handlar om en företagssymbios där två parter är i behov av varandra. Det buyout-sökande private equity-bolaget behöver utvecklingsbara företag, för att låta sitt kapital arbeta och i sin tur generera tillväxt och vinster. De utvecklingsbara företagen, i sin tur, är i behov av ett private equity-bolag för att få resurser att utvecklas. Private equity-bolagets resurser i form av kompetens, erfarenhet, nätverk och kapital, kommer väl till hands för detta ändamål. Vare sig det handlar om ett företag som är i behov av kapital för att utvecklas, eller en starkare ledning, så kan private equity-bolaget bistå med det. Även i ett vidare perspektiv uppnås troligen positiva effekter, om private equity-bolagen och portföljbolagen är vinnare, så gynnas sannolikt även övriga delar av näringsliv och allmänhet. Aktie- eller fondägarna gynnas otvivelaktigt av vinst och välmående, dessutom skapar växande företag tillväxt i samhället. Oavsett om våra tankar är sanningsenliga eller inte, bör än en gång betonas att de kommer från vår erfarenhet av ämnet. Sedan bör understrykas att private equity-bolag per se inte nödvändigtvis besitter stora resurser eller adekvata kompetenser. Men Ratos, Nordic Capital och EQT har i vilket fall gjort stora intryck på oss. Således kan vi vara ense om att, skulle fallet vara att vi själva företrädde ett företag med utvecklingspotential men bristande resurser eller ledning, hade vi sannerligen inte tvekat att, om möjlighet förelåg, använda oss av något av dessa tre private equity-bolag.

7.2 Teoretiska slutsatser

För att besvara uppsatsens syfte och vidare skapa förståelse för det studerade ämnet och tillhörande begrepp anser vi att de valda teorierna varit väl lämpade. De för uppsatsen viktiga begreppen private equity, corporate governance och principal agent, redogörs inledningsvis. Vi anser att dessa förmedlats på ett tydligt sätt och tillåter läsaren att sätta sig in i ämnet till den grad att fortsatt läsning möjliggörs. Vidare har vi konstaterat att en stor samstämmighet funnits mellan de teorier som behandlas i uppsatsens referensram och de åtgärder private equity-bolagen utfört i praktiken. Detta bör, i vår mening, tyda på att beskrivningen av förändringen i portföljbolagens corporate governance-arbete (första delen i uppsatsens syfte) gjorts på ett riktigt sätt.

Vad gäller syftets andra del, att studera om corporate governance-arbetet kan leda till värdeskapande, anser vi även där att valda teorier varit av hög relevans. Också vid denna granskning har en stor samstämmighet funnits mellan empiri och teori. Vi anser också att vi ur empirin fått tillräckligt med information för att kunna se samband mellan bolagsstyrningsarbetet och värdeskapandet i samtliga case. Således har teorierna varit tillräckliga och lämpliga nog för att besvara även för denna del av vårt syfte på ett önskvärt sätt. Inte heller anmärktes från respondenterna att några större teoretiska områden saknades, något som enligt vår tolkning tyder på att teorin var väl anpassad för området. Av empirin framgick dock att det förekom vissa skillnader i teori och empiri vad det gäller åtgärdernas relevans eller omfattning. Exempelvis betonades vikten av incitamentprogrammets innebörd mer i empirin än i teorin. På motsatt sätt skildrades belåningens funktion som bolagsstyrningsverktyg mer omfattande i teorin än vad som framgick ur empirin. Optimalt vore att ha teorier som speglar de berörda områdena i samma utsträckning, såväl i teori som i empiri. Detta är emellertid något som är svårt att förutse på förhand och således även svårt att påverka vid val av teorier till referensramen.

7.3 Metodologiska slutsatser

I uppsatsens metodkapitel fördes en inledande diskussion av vad som ansågs vara det optimala metodvalet. Vi resonerade kring antalet fallföretag och hur olika utfall av innehaven skulle ge en mer nyanserad bild. Vi kom fram till att ett större urval fallföretag med varierande utfall skulle gynna uppsatsen, men också att vi begränsades av rådande tidsram och omfattning. Vi landade som bekant i en fallstudie med sex företag uppdelade i tre enskilda case.

Så här i efterhand kan vi konstatera att den valda metoden upplevts som lämplig och gett oss önskvärda resultat. Fallstudien var utformad på ett sådant sätt att vi fick information och åsikter från två olika perspektiv. Dels från private equity-bolaget, och dels från portföljbolaget. Detta, anser vi, gav bra empiriska resultat av både det bolagsstyrningsarbete och värdeskapande som skedde inom portföljbolagen. Fler fallföretag hade troligen gjort det lättare för oss att urskilja mönster och på ett tydligare sett visat vilka åtgärder som leder till

värdeskapande. Samtidigt märkte vi att empiriinsamlingen var tidskrävande och tog mycket plats. Fler fallföretag hade således tvingat oss att begränsa varje undersökning och djupet i resultaten hade försämrats. Givet denna uppsats utformning och kvalitativa ansats fann vi antalet fallföretag som lämpligt. Vi kunde genomföra en djup undersökning av varje företag och samtidigt uppnå en viss ”bredd” i resultaten. För att uppnå ett ännu bredare och mer generaliserbart resultat hade en kvantitativ metod av typen ”surveystudie” varit mer lämplig.

Den största svårigheten under uppsatsens gång har handlat om urskiljandet och mätningen av värdeskapandet. Vi har upplevt svårigheter med detta, till stor del då värde ta sig uttryck i många olika former och uppstå av många olika anledningar. Vi anser dock att vi med hjälp av de parametrar vi använt lyckats inkludera både de mer konkreta värdeökningarna (i form av exitvinst och avkastning) och de mer abstrakta (i form av upplevt värdeskapande).

7.4 Avslutande ord

Konstaterbart är att uppsatsens huvudämne private equity är ett ofta omtalat fenomen som berör många. Såväl andra ekonomstudenter som forskare, journalister och andra har före oss tagit upp det allra mesta som berör ämnet. Därmed inte sagt att de nödvändigtvis har rätt ut allt som behöver redas ut. Värdeskapande exempelvis, uppsatsens underämne, är i anknytning till private equity ett omtvistat och svårsmått område. Enligt oss blir det därutöver än mer intressant att analysera värdeskapande ur corporate governance-synvinkel då skedet som innefattar det sistnämnda (den värdeskapande processen) ofta bortses från av teoretiker, som istället väljer att rikta in sig på investerings- och exitprocesserna. Man kan tänka sig att det finns något slags paradigmskifte vad gäller uppsatsens dryftade områden (särskilt då teorierna på området inte någonstans tycks skilja sig åt väsentligt).

Vi har gjort en uppsats som inte skiljer sig från detta tänkbara paradigmskifte, i meningen att empirin inte bestred teorin (med undantag av enstaka punkter såsom belåning som bolagsstyrningsverktyg). Vi har, med grundlig research, redogjort för tre av Sveriges största private equity-bolags bolagsstyrning i varsitt portföljbolag. Därefter har vi enligt bästa förmåga lyckats utröna hur pass väl bolagsstyrningen har lett till värdeskapande i dessa bolag. Om uppsatsen hade haft en större omfattning och vi hade givits mer tid till författandet av den, så hade vi även kunnat använda oss av exempelvis negativa buyout-utfall. En sådan empiri hade varit mer fullständig och därtill mer nyanserad och hade möjligtvis kunnat leda till att vi lyckades sticka hål på vissa sekvenser av paradigmet. Emellertid anser att vi i största möjliga mån har uppnått det vi har ämnat uppnå med uppsatsen och hoppas att våra läsare tycker detsamma. Därtill hoppas vi att läsarna har funnit uppsatsen och dess slutsatser intressanta och läsvärda.

7.5 Förslag till vidare forskning

Det har under uppsatsens gång uppstått en del funderingar och förslag på fortsatt forskning inom området. Bland annat skulle det vara av intresse att göra en studie innefattande flera fallföretag, detta för att få en tydligare bild av sambandet mellan bolagsstyrning och värdeskapande. En sådan studie skulle kunna göras med en kvantitativ ansats och av typen surveystudie. Som vi beskriver i ovanstående stycke skulle en granskning av bolag med tydliga skillnader i utfall, dvs både lyckade och misslyckade, även tillåta oss att se huruvida bolagsstyrningen tillämpats annorlunda i de olika fallen. Vi har avgränsat oss till private equity-bolag verksamma på den svenska marknaden. Intressant vore även att granska bolag på andra marknader för att se om det där förekommer stora skillnader i bolagsstyrningen. Vidare vore det kanske extra intressant att granska bolag på den amerikanska marknaden. Då mycket av den använda litteraturen härstammar därifrån kan det tänkas råda en ännu större samstämmighet mellan teori och empiri på den marknaden.

7.6 Tack till

Slutligen skulle vi vilja tacka vår handledare Matts Kärreman, för att han har handlett oss på ett mycket bra sätt, och för den stora hjälpsamhet han har visat oss. Vidare vill vi även rikta ett väldigt stort tack till våra intervjurespondenter, utan vilka arbetet för denna uppsats inte hade kunnat genomföras på samma sätt. Dessa är: Jannik Kruse Petersen, EQT och Fredrik Järsten, Aleris; Måns Folkesson, Nordic Capital och Fredrik Gren, Menigo Foodservice; Stig Karlsson, Ratos och Mats Hedblom, Haglöfs. Tack även till Clara Bolinder Lundberg, Ratos och Harry Klagsbrun, EQT.

8 Källförteckning

Publicerade källor

Alvesson M., Sköldberg K.

Tolkning och reflektion, Studentlitteratur AB, Lund 1994

ISBN: 9789144040967

Arnold, G.

Corporate Financial Management, Third Edition, Financial Times Prentice Hall, U.K , 2005

ISBN: 9780273687269s

Berg A, Gottschalg O.

'Understanding value generation in buyouts' *Journal of Restructuring Finance*, vol. 2, no 1 Mars 2005. pp. 9-37

Cornelli F., Karakas O.

'Private equity and corporate governance: Do LBO's have more effective board management?', på ECGI.org, Jun 2008, besökt 15 december 2010,

[http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20\(Cornelli,%20Karakas\).pdfs](http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20(Cornelli,%20Karakas).pdfs)

Denscombe M.

Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna, Studentlitteratur AB, Lund, 2002

ISBN: 9789144050041

Easterwood J., John C., Seth, Anju & Singer, Ronald F.

'The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction', *California Management Review*, vol.32, no.1, Höst 1989 pp. 30-43

Easterwood J., Seth C., Anju,

'Strategic redirection in large management buyouts: The evidence from post-buyout restructuring activity', *Strategic Management Journal*, vol. 14, no.4, 1993 pp. 251-274

Fraser L, Ormiston A.

Understanding financial statements,

Pearson education, USA, 2009

ISBN: 9780138153274

Halvorsen K.

Samhällsvetenskaplig metod, Studentlitteratur AB, Lund 1989

ISBN: 9789144366210

Jacobsen D.I.

Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen. upplaga 1:5. Studentlitteratur AB, Lund, 2002.

ISBN: 9789144040967

- Jensen M.
 ‘Active investors, LBOs and the privatization of bankruptcy’, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 2 no.1, Mars-Maj 1989 pp. 34-44
- Jensen M.,
 ‘Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers’, *American Economic Review*, vol.76, no.2, 1986 pp.323-329
- Jensen M., Murphy K.
 ‘CEO incentives- it’s not how much you pay, but how’. *Journal of Applied Corporate Finance* , vol.22, no.1, 2010, pp. 64-76
- Kaplan S & Schoar A
 ‘Corporate governance: From accountability to enterprise, Accounting and Business Research’, vol.29, no.04, pp. 337-352
- Kim K., Nofsinger J., Mohr D.
Corporate governance, third edition. Pearson Education Inc. New Jersey USA, 2010
 ISBN: 9780136096986
- Loos N.,
Value creation in leveraged buyouts- Analysis of factors driving private equity investment performance, Der deutsche universitäts-verlag I Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 2005.
 ISBN: 9783835004883
- Lundahl U., Skärvad P.H.,
Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer, upplaga 3:11, Studentlitteratur AB, Lund 2009,
 ISBN: 9789144010038
- Modigliani F. & Miller M.
 ‘Corporate income taxes and the cost of capital: A correction’, *American Economic Review*, vol 53 June 1963 pp. 433-439
- Rappaport A.
 ‘The staying power of the public cooperation’, *Harvard Business Review*. Vol. 68, no. 01, 1990 pp. 96-104
- van der Walt N., Ingle C.
 ‘Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors’, *Corporate Governance: An International review*, vol. 11 no. 3, 2003, pp.218-234
- Wahlbäck M.
Management Buy-Out – om hur man skapar ledningsägda företag, Norstedts Tryckeri AB, Stockholm, 1994.
- Wallsten L, *Företagsköp med utfallsförbehåll*, Ekonomiska forskningsinstitutet vid handelshögskolan i Stockholm, Stockholm, 1985

Elektroniska nyhetsartiklar

Adler J.

'Storch om riskkapitalbolagensaffärer: "Det är ett pyramidspel".' På Di.se. Maj 2005, besökt den 10 december 2010, http://di.se/Default.aspx?pid=63204_ArticlePageProvider&epslanguage=sv

Svensson M.

'Krav i Bryssel på hårdare tag mot private equity'.

På Affärsvärlden.se. April 2007, Besökt den 10 december 2010, <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2582451.ece>

TT Stockholm,

'Investor köpte vårdjätte', på E24.se, jul 2010, besökt den 2 januari 2011,

http://www.e24.se/business/halsovard/investor-koper-vardjatte_2157485.e24

Årsredovisningar, Pressreleaser & Prospekt

EQT,

EQT.se- Media- News-2010-EQT III säljer Aleris, Dec 2010, besökt den 22 November 2010, <http://www.eqt.se/en/Media/Container/EQT-III-saljer-Aleris/>

Haglöfs,

'Årsredovisning 2009', på Haglöfs.se. Dec 2009, besökt 16 december 2010, <http://212.116.80.220/getAnnualreport.asp?ID=7>

Nordic Capital,

'Menigo blir en del av Brakes Group- Europas ledande Foodservicekoncern', på Nordiccapiital.se, Dec 2010, besökt 23 november 2010, http://www.nordiccapiital.com/documents/100226_SV.pdf

Ratos,

'Årsredovisning 2009'. På Ratos.se.

30 dec 2010, besökt den 21 dec 2010,

http://www.ratos.se/upload/Filer/Rapport/Ar_09_sv.pdf?epslanguage=sv

Ratos,

'Ratos säljer Haglöfs till Asics- exitvinst ca 765 Mkr', på Ratos.se, 12 jul 2010, besökt 16 december 2010, <http://www.ratos.se/Pressrum/Pressmeddelanden/2010/Ratos-saljer-Haglofs-till-Asics----exitvinst-ca-765-Mkr/>

Internetkällor

Aleris, Aleris.se- Om Aleris, Dec 2010, besökt 15 december 2010, <http://www.aleris.se/Sverige/Om-oss/>

EQT, EQT.se- About EQT, Dec 2010, besökt 17 december 2010, <http://www.eqt.se/en/About-EQT/>

Ratos, Ratos.se- Om Ratos. 29 mars 2009, besökt den 25 november 2010, <http://www.ratos.se/Om-Ratos/>

Haglöfs, Haglöfs.se- Om Haglöfs, Aug 2010, besökt den 16 december 2010,
<http://www.haglofs.com/sv-SE/om-haglofs/>

Nordic Capital, Nordic Capital.se- Overview, Dec 2010, besökt den 23 november 2010,
<http://www.nordiccapital.com/aboutus.asp>

Nordic Capital, Nordic Capital.se- Investment Strategy, Dec 2010, besökt den 23 november 2010,
http://www.nordiccapital.com/approach_approach.asp

Menigo, Menigo.se- Om Menigo, Dec 2010, besökt 25 november 2010,
<http://menigo.se/ommenigo/sidor/default.aspx>

Övriga Källor

British Venture Capital Association, BVCA
'A guide to private equity', På BVCA.co.uk. Dec 2010, besökt den 22 november 2010,
<http://www.bvca.co.uk/PEVCExplained/features/AGuidetoPrivateEquity2010>

Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA,
'Den svenska private equity-marknaden'. på SVCA.se. Jan 2011, besökt 26 november 2010,
<http://svca.se/Kunskapscenter/Presentationer/>

Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA.
Om riskkapital- Frågor och Svar.
Jan 2011, besökt 26 november 2010,
<http://svca.se/Om-riskkapital/Fragor-och-svar/>

Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA
Om riskkapital- Riskkapital i siffror. Jan 2011, besökt 26 november 2010, <http://svca.se/Om-riskkapital/Riskkapital-i-siffror/>

Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA
'Företag som ägs av riskkapitalbolag' På SVCA.se. Jan 2011, besökt den 26 november 2010,
<http://svca.se/Kunskapscenter/SVCAs-rapporter/Portfoljbolagens-utveckling/>

Kollegiet för svensk bolagsstyrning,
Bolagsstyrning.
Dec 2010, besökt den 20 november 2010,
<http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning>

EQT, EQT.se
Corporate Governance Model
Dec 2010, besökt den 23 november 2010,
<http://www.eqt.se/en/About-EQT/The-Value-Creation-Model/>

Global Corporate Governance
Corporate Governance and Private Equity
Dec 2010, besökt den 23 november 2010,
http://www.globalcorporategovernance.com/023_027.htm/

Standard & Poor's,
S&P 500. Jan 2011, besökt den 20 november 2010, <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-500/en/us/?indexId=spusa-500-usduf--p-us-l-->

Thomson Reuters,
News & Ideas- Press releases, Aug 2010, besökt den 20 november 2010,
http://staging.thomsonreuters.com/content/press_room/financial/2010_08_10_US_PE_performance_positive

Intervjuer

Stig Karlsson, Industriell rådgivare, Ratos. *Intervjuad 3 december 2010*

Mats Hedblom, VD, Haglöfs. *Intervjuad 8 december 2010*

Måns Folkesson, Partner, Nordic Capital. *Intervjuad 17 december 2010*

Fredrik Gren, VD, Menigo Foodservice. *Intervjuad 22 december*

Jannik Kruse Petersen, Senior Director, EQT. *Intervjuad 21 december 2010*

Fredrik Järsten, Director of business development, Aleris. *Intervjuad 22 december 2010*

9 Bilagor

9.1 Bilaga 1. Frågor private equity-bolag.

Inledande

1. (Namn) och befattning på Ratos? Anställningsperiod?
2. Vad var din roll i utvecklingsfasen?
3. Vad är din generella bild av hur utvecklingsfasen har påverkat X?

Teoretiska - interaktion mellan private equity-bolag och portföljbolag (monitoring & controlling, strukturella förändringar)

4. Hur skedde interaktionen mellan er och X? Hur ofta och på vilka sätt skedde denna? Upplevde ni relationen mellan er och X som informell/formell?
5. Vad hade ni för system för uppföljning av Xs utveckling? Hur ofta gjordes detta?
6. Hur upplevde ni att styrelsens arbete i X fungerade? Hur skulle ni beskriva styrelsens roll i företaget och hur fungerade interaktionen mellan styrelse och ledning?
7. Gjordes det några förändringar gällande styrelsen syfte? Ändrades styrelsens struktur? Varför gjordes detta?
8. Tillsattes eller ersattes personal i Xs ledning? Anser ni att ni kunde utnyttja ert nätverk för att finna mer lämpliga ersättare? Har ert nätverk på något annat sätt bidragit till företagets utveckling?
9. Genomfördes några andra omfattande strukturella förändringar i X? Vilken effekt hade dessa förändringar
10. På vilka sätt bidrog Ratos med stöd och kunskap till företagsledningen, och hur delaktiga var ni i ledningens arbete? Gavs ledningen ett mer ”fritt spelrum” eller lades betoningen mer på kontroll och åtstramning?

Teoretiska – incitamentsprogram

11. Vad är er allmänna uppfattning om incitamentsprogram?
12. Har ni infört incitamentsprogram eller andra former av belöningsystem för ledande befattningshavare eller annan nyckelpersonal? Hur upplever ni att dessa har fungerat, tycker ni er kunna se några konkreta negativa eller positiva förändringar i och med införandet av dessa?

Teoretiska – finansiering

13. Vad hade ni för kriterier när ni bestämde X kapitalstruktur?
14. Vilka fördelar respektive nackdelar ser ni med en hög belåningsgrad?
15. Anser ni att belåningen, i egenskap av bolagsstyrningsverktyg, haft några positiva effekter hos X?

Avslutande frågor

16. Hur påverkar det begränsade tidsspannet ert bolagsstyrningsarbete i X? (Frågan användes på de private equity- bolag som har en fondstruktur för sina investeringar, dvs. Nordic Capital och EQT.)
17. Vilka anser ni har haft störst påverkan på Xs utveckling, ägare, ledning eller externa aktörer/faktorer?
18. Vad anser ni att Private Equity-bolag kan tillföra till skillnad från andra sorters ägare?
19. Vilken roll anser ni att bolagsstyrning har under utvecklingsfasen, anser ni att direkta kopplingar mellan bolagsstyrning och värdeökning kan göras?
20. Finns det ytterligare någon aspekt som ni skulle vilja ta upp?

9.2 Bilaga 2. Frågor till Portföljbolag

Inledande

21. (Namn) och befattning på X? Anställningsperiod?
22. Vad är din generella bild av hur utvecklingsfasen har påverkat X?

Teoretiska - interaktion mellan private equity-bolag och portföljbolag (monitoring & controlling, strukturella förändringar)

5. Hur skedde interaktionen mellan er och Ratos? Hur ofta och på vilka sätt skedde denna? Upplevde ni relationen mellan er och Ratos som informell/formell?
6. Vad hade Ratos för system för att följa upp Xs resultat? Användes formella rapportssystem eller var uppföljningen mer informell? Hur ofta gjordes detta?
7. Förändrades styrelsens roll i X under innehavsperioden? Skedde det några strukturella förändringar i styrelsen? Ändrades styrelsens syfte? Vad upplevde ni att dessa förändringar hade för effekt?

8. Var Ratos involverade i eventuell nyrekrytering eller ersättning av personal på ledande poster? Vad, upplevde ni, var effekten av detta?
9. Har ni på något sätt dragit nytta av Ratos nätverk?
10. Till vilken grad bidrog Ratos med stöd och kunskap till Xs ledning, hur pass delaktiga var de i ledningens arbete?

Teoretiska – incitamentsprogram

11. Infördes några incitamentprogram eller andra former av belöningsystem under Ratos ägandeperiod?
12. Hur har dessa uppfattats? Tycks de ha haft någon inverkan på personalen? Ökad effektivitet, ökad arbetsvilja eller liknande? Upplevde ni några negativa effekter?

Teoretiska – finansiering

13. Hur påverkade private equitybolagets tidsbegränsade investeringshorisont deras bolagsstyrningsarbete i X? (Frågan ställdes bara till Nordic Capital och EQT:s portföljbolag, Menigo Foodservice resp Aleris.)
14. Förändrades Xs kapitalstruktur under Ratos ägandeperiod? På vilket sätt? Vad tror ni var avgörande vid bestämningen av denna?
15. Har den ökade (om så var fallet) belåningsgraden lett till några förändringar i ledningens arbetssätt?
16. Vad ser ni för fördelar respektive nackdelar med en hög belåningsgrad?

Avslutande

17. Vilka anser ni har haft störst påverkan på Xs utveckling - ägare, ledning eller externa aktörer/faktorer?
18. Vad anser ni att Private Equity-bolag kan tillföra till skillnad från andra kategorier ägare?
19. Vilken var den största tillgången som Ratos tillförde anser ni? Upplevde ni några eventuella nackdelar?
20. Vilka var de största förändringarna som skedde under innehavstiden? Inom vilka områden skedde dessa?
21. Vilken roll anser ni att bolagsstyrning har under den värdeskapande processen, anser ni att direkta kopplingar mellan bolagsstyrning och värdeökning kan göras?
22. Finns det någon ytterligare aspekt som ni skulle vilja ta upp?

