



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen
FEKN90
Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
VT 2013

Vid sidan om Börsen

En studie av Private Equity-bolagens värdeskapande strategier

Författare:
Kadija Mohamed

Handledare:
Matts Kärreman

Förord

Denna uppsats hade inte varit möjlig utan en del personer. Jag vill därför tacka er alla för att ni på olika sätt bidragit till denna uppsats. Jag vill tacka min handledare Matts Kärreman för din vägledning och dina synpunkter som hjälpt mig under arbetets gång. Jag vill även tacka respondenterna på Segulah AB, Procuritas AB samt IK Investment Partners AB för att de tagit sig tid och deltagit i denna undersökning

Lund 2013-05-30

Kadija Mohamed

Sammanfattning

- Titel:** Vid sidan om Börsen. En studie av Private Equity-bolagens värdeskapande strategier
- Seminariedatum:** 2013-05-30
- Kurs:** FEKN90. Företagsekonomi, Examensarbete på Civilekonomprogrammet
- Författare:** Kadija Mohamed
- Handledare:** Matts Kärreman
- Nyckelord:** Private Equity, Corporate Governance, Buyout, Exit, Portföljbolag
- Syfte:** Med en teoretisk utgångspunkt, empiriskt beskriva Private Equity-bolagens värdeskapande roll.
- Metod:** Abduktiv ansats med kvalitativ metod
- Teori:** Teorikapitlet beskriver begreppet Corporate Governance samt begreppet kärnkompetenser. Vidare diskuteras agentteori, ägarstrategier och ägarinflytande.
- Empiri:** Det empiriska materialet är en sammanställning av tre besöksintervjuer.
- Slutsats:** Private Equity-bolagen skapar värde genom att minimera informationsasymmetri och därmed agentkostnader. De ökar aktieägarvärdet genom att minimera värdegap. Private Equity bolagens ägandemönster och värdeskapande roll kan också förklaras med att de erhåller kärnkompetenser som möjliggör aktivitet inom olika affärsområden.

Abstract

- Title:** Next to the Stock Exchange. The value-creating strategies of Private Equity-Firms.
- Seminar date:** 2013-05-30
- Corse:** FEKN90: Business Administration
Degree Project Master of Science in Business and Economics.
- Author:** Kadija Mohamed
- Advisor:** Matts Kärreman
- Key words:** Private Equity, Corporate Governance, Buyout, Exit, Portfolio-Company
- Purpose:** With a theoretical benchmark, empirically describe the value-creating role of Private Equity-firms.
- Theoretical perspectives:** The chapter describes the concept of Corporate Governance, Shareholder-value and how obtaining core competence can add value to the portfolio company.
- Methodology:** Abductive approach with qualitative methodology.
- Empirical foundation:** The empirical essence of the thesis consists of three interviews.
- Conclusion** Private Equity-firms add value to the portfolio-holdings by decreasing information asymmetry and thereby agency costs. Private Equity-firms can also add value by obtaining core competences. That would give an alternative explanation to why Private Equity-firms hold portfolio companies in a variety of fields

Innehållsförteckning

FÖRORD	2
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	5
1. INLEDNING	9
1.1 Inledande diskussion	9
1.1.2 Private Equity	10
1.1.3 Bakgrund	11
1.2 Private Equity i Sverige	12
1.3 Private Equity-bolagens värdeskapande strategier	14
1.4 Tidigare forskning inom Private Equity-transaktioner	15
1.5 Corporate Governance i Sverige	17
1.6 Problemdiskussion	18
1.7 Syfte	20
1.8 Målgrupp	20
1.9 Uppsatsens fortsatta disposition	21
2. METOD	22
2.1 Tillvägagångssätt	22
2.2 Val av teorier	24
2.3 Fallstudier	25
2.4 Datainsamling	26
2.4.1 Sekundär-och primärdata	26
2.5 Intervjuer	26
2.5.1 Semi-strukturerad	26
2.6 Val av fallföretag	27
2.6.1 Val av respondenter	27
2.6.2 Förberedelse av intervjuguide	28
2.6.3 Intervjuerna	28
2.7 Undersökningens kvalitet	29
2.7.1 Kritik av metodval	30
2.7.2 Kritik av publicerade källor	31

3. EMPIRISK OBJEKTBEKRIVNING	32
3.1 Private Equity-fonden	32
3.1.2 Struktur	32
3.1.3 Portföljbolaget	33
3.1.4 Affärsmodell	33
3.2 Private-Equity-bolagets värdeskapande strategi	34
3.2.1 Fånga värde genom finansiellt arbitrage	34
3.2.2 Finansiellt arbitrage i investeringsfasen	35
3.2.3 Insider-information om portföljbolaget	35
3.2.4 Överlägsen marknadsinformation	35
3.2.5 Förmåga att lokalisera affärsmöjligheter	36
3.2.6 Skapa värde genom operationella förbättringar	37
3.2.7 Realisera investeringen genom ett Exit	38
4 TEORETISK REFERENSRAM	40
4.1 Corporate Governace	40
4.1.2 Corporate Governance system	41
4.1.3 Corporate Governance i Sverige	41
4.2 Agentteorin	43
4.2.1 Kritik mot agenteorin	44
4.3 Sambandet mellan ägare, styrelse och ledning	45
4.3.1 Ägare, riskbärare och rättigheter	45
4.3.2 Ägarinflytande och koncentration	46
4.3.3 Exit och voice ur ett ägarperspektiv	46
4.3.4 Inflytande genom Exit	46
4.3.5 Inflytande genom Voice	47
4.3.6 Private Equity-bolag en institutionell ägare.	47
4.3.7 Styrelsen, ägarnas verktyg	48
4.3.8 Decision Management och Decision Control	49
4.3.9 Styrelsearbete mer än Decision Control	50
4.4 Kapitalstruktur	51
4.5 Den optimala kapitalstrukturen	51
4.6 Fritt kassaflöde & kapitalstruktur	53

4.7 Shareholder Value	55
4.7.1 Gapmodellen	56
4.7.2 Kritik mot Shareholder Value	58
4.8 Kärnkompetenser	58
4.8.2 Konkurrensfördelar	59
5. PRESENTATION AV FALLFÖRETAG	61
5.1 Segulah AB	61
5.2 Procuritas	62
5.3 IK Investment Partners	63
6. EMPIRISKA RESULTAT OCH ANALYS	64
6.1 Buyout-processen	64
6.1.2 Segulah	64
6.1.3 Procuritas	64
6.1.4 IK Invests	65
6.1.5 Analys	65
6.2 Investeringsstrategi	66
6.2.1 Segulah	66
6.2.2 Procuritas	66
6.2.3 IK Investment Partner	66
6.2.4 Analys	67
6.3 Finansieringsstrategi	68
6.3.1 Segulah	68
6.3.2 Procuritas	68
6.3.3 IK Investment Partners	69
6.3.4 Analys	69
6.4 Ledningens engagemang	71
6.4.1 Segulah	71
6.4.2 Procuritas	71
6.4.3 IK Investment Partners	72
6.4.4 Analys	72
6.5 Styrelsens roll	74
6.5.1 Segulah	74
6.5.2 Procuritas	74
6.5.3 IK Investment Partners	75

6.5.4 Analys	75
6.6 Private Equity-bolag; en institutionell ägare	78
6.6.1 Analys	78
6.7 Strategisk omstrukturering	80
6.7.1 Segulah	80
6.7.2 Procuritas	81
6.7.3 IK Investment Partners	82
6.7.4 Analys	83
7. SLUTSATS	86
7.1 Huvudsakliga slutsatser	86
7.2 Resultatets generaliserbarhet	89
7.3 Förslag till fortsatta studier	89
BILAGA 1: INTERVJUGUIDE	91
VÄLKOMMEN IN TILL RUMMET UTANFÖR BÖRSEN	94
KÄLLFÖRTECKNING	95

1. Inledning

I detta inledande kapitel beskrivs bakgrunden till de frågeställningar som behandlas i uppsatsen. Vidare redogörs för framväxten av Private Equity. Sedan introduceras och diskuteras de problemområden som jag funnit relevanta och som ligger till grund för denna studie. Frågeställningarna berör två huvudområden, Strategi och Corporate Governance. Avslutningsvis preciseras undersökningens syfte.

1.1 Inledande diskussion

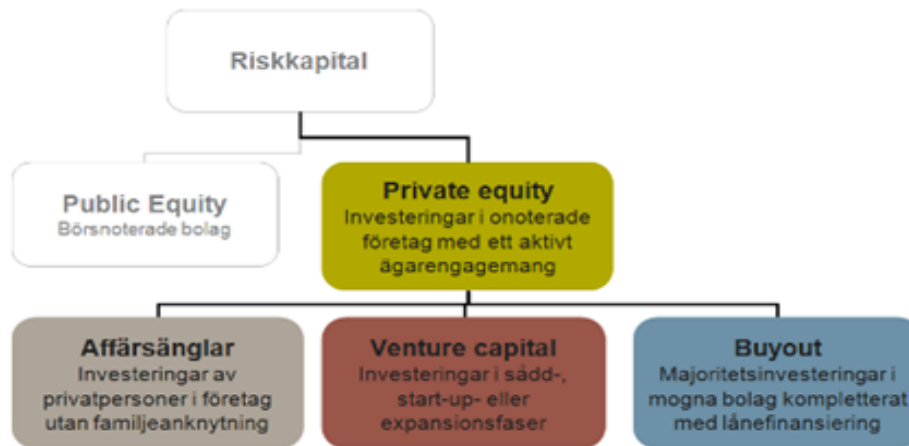
Skapar Private Equity-bolagen värde för de bolag som de förvärvar och om så är fallet, på vilket sätt skapar de värde? Detta har fascinerat forskare ända sedan den första stora vågen av Private Equity-förvärv i mitten på 1980-talet men trots detta finns inga konklusiva forskningsresultat (Masulist & Thomas, 2009). Private Equity-bolagens förmåga att generera långsiktig tillväxt för portföljbolag har kritiserats för att de uppfattar förvärvade portföljbolag enbart som tillgångar. Detta skulle begränsa deras möjligheter att leda portföljbolag till långsiktig tillväxt (Manigart & Beuselink, 2007, Clark, 2007). Eftersom Private Equity-bolaget kontrollerar portföljbolagets styrelse minskar avståndet mellan den part som är ägare och den part som har kontroll. Detta leder till minskad informationsasymmetri vilket i sin tur resulterar i en värdeökning för portföljbolaget (Fama & Jensen, 1983). Men om detta är en värdeökande strategi förefaller oklart eftersom forskningsresultaten visar olika utfall då det likväl kan uppkomma agent/principal problematik i andra led (Phalippou & Gottschalg, 2009).

Området för Private Equity-bolagens värdeskapande strategier är väl studerat (Wright, 2009). Men tidigare forskning saknar enhetlighet och därför finns det anledning till närmare studier. Av det skälet vill jag med denna uppsats bidra till en ökad förståelse av Private Equity-bolagens värdeskapande strategier.

1.1.2 Private Equity

Begreppet Private Equity används i vid bemärkelse och innefattar ibland alla former av riskkapital. Den vida definitionen kan medföra förvirring och i följande avsnitt redogörs för grunderna i Private Equity. Initialt görs distinktionen mellan Public Equity som innebär att riskkapital investeras i börsnoterade bolag och Private Equity som innebär att riskkapital investeras i onoterade bolag.

I Sverige har ordet riskkapital kommit att bli en allmän och behändig sammanfattning av Private Equity och uttrycket används idag synonymt för investeringar i onoterade företag med ett aktivt ägarengagemang (SVCA, 2013). Private Equity fungerar som ett samlingsbegrepp för olika former av riskkapital utanför börsen. Man kan göra en uppdelning på Affärsänglar, Venture Capital och Buyout (Figur 1).



SVCA 2013

Buyout innebär som bilden antyder investeringar i väletablerade bolag med en positionerad plats inom sitt verksamhetsområde och med en tillväxtpotential. Buyout-verksamheten har tidigare karakteriserats av uppköp från börsen vilket förklarar namnet Buyout (Wright *et al* 2001) Idag finns inget uttalat fokus enbart på noterade bolag utan tvärtom är majoriteten av uppköp i Sverige inriktade på onoterade bolag (SVCA 2013). Buyout-transaktioner utgör majoriteten av Private Equity-bolagens investeringar (Wright *et al* 2009) och därför kommer denna studie enbart fokusera på Private Equity-bolagets värdeskapande strategier vid Buyout-transaktioner.

1.1.3 Bakgrund

Sverige är för närvarande det land i Europa efter Storbritannien med störst andel Private Equity-investeringar i förhållande till BNP. (SVCA) *Swedish Private Equity and Venture Capital Association* beräknar att svenska riskkapitalbolag förvaltar 470 miljarder kronor genom olika bolagsförvärv. De största aktörerna inom den svenska riskkapitalbranschen är EQT, Industri Kapital och Nordic Capital, vilka tillsammans förvaltar omkring hälften av det totala kapitalet allokerat till svenska Private Equity-fonder (SVCA, 2013). Ovanstående svenska bolag är förhållandevis små jämfört med amerikanska bolag som Blacastone, Carlyle Group och KKR.

Ägandeformen Private Equity etablerades och nådde sin första höjdpunkt i USA under 1980-talet (Blundell-Wignall, 2007; Kirckpatrick, 2007; Söderblom, 2011). Den svenska riskkapitalmarknaden tog fart mot slutet av 1980-talet (Söderblom, 2011) efter en period av stagnation och industriell kris. Vid denna tidpunkt ansåg svenska regeringen att riskkapitalet var nödvändigt för att stärka företagande, öka innovation och främja tillväxt. Med anledning av detta tog den svenska regeringen en aktiv roll i att utveckla den svenska riskkapitalmarknaden (Kärnerlioglu and Jacobsson, 2000; Isaksson, 2006; Söderblom, 2011).

Även om Private Equity-marknaden påverkats av 1990-talets finansiella svacka, dot.com-bubblan och nu den senaste finanskrisen så har investeringsnivåerna inom den svenska Private Equity-marknaden återhämtat sig till nivåerna före 2008 (SVCA, 2012). Idag betraktas den svenska Private Equity-marknaden som en betydande industri (Söderblom, 2011), samtidigt som investeringsnivåerna överstigit den som finns i många andra Europeiska länder (Arundale 2002). Den höga investeringsnivån kan bero på flera faktorer, historiska såväl som aktuella. Ägandet av bolag har i Sverige historiskt präglats av starka industrialister som har skapat många av börsens nuvarande ryktbara koncerner, vilka har växt till stora internationella företag. Bland dessa återfinns Wallenbergfären, som grundade investmentbolaget Investor 1916 (Carlsson, 2007). På så sätt fastställdes tidigt ett ramverk för hur privata investeringar skulle organiseras. Idag är Investor huvudägare till Sveriges största riskkapitalbolag EQT (Svd 17/1 2013). Den svenska statens benägenhet att driva utvecklingen av riskkapitalbolag har bidragit till att Sverige anses vara en pionjär sett till innovationer, som initialt ofta kräver finansiering med riskkapital (SVCA, 2013).

Bortsett från tillfälliga konjunkturedgångar har aktiviteten inom Private Equity stadigt ökat. Detta kan förklaras med en kombination av olika faktorer såsom det låga ränteläget och finansiellt starka företag med god likviditet (Blundell-Wignall, 2007). Private Equity-ägda bolag slipper det lagstadgade krav som finns på börsnoterade bolag, nämligen att lämna en bolagsstyrningsrapport (Blundell-Wignall, 2007). Institutionella investerare såsom hedgefonder, pensionsbolag, försäkringsbolag samt banker har ökat sina investeringar till Private Equity-bolagen. Detta kan förklaras dels med den stadiga utvecklingen av avkastningsnivåerna som Private Equity-bolagens fonder uppvisat samt dels den riskspridning som karaktäriserat denna form av finansiellt instrument (Blundell-Wignall, 2007).

Avkastningen från Private Equity-bolagen uppvisar svagt samband med övriga aktiemarknaden (Kaplan & Schoar, 2005). Detta tilltalar denna grupp av institutionella investerare som söker absolut avkastning. Den ökade aktiviteten inom Private Equity kan även förklaras som en del av en allt hårdare global konkurrens. I vissa fall tvingas bolag att gå in på områden där de inte kan konkurrera effektivt till följd av minskat fokus på kärnverksamheten. Private Equity-bolagen har uppmärksammat detta och ser möjlighet att köpa, omstrukturera och utveckla de uppköpta bolagen. Denna utveckling har bidragit till en förändring av ägarbilden i svenskt näringsliv då Private Equity som ägarform har ökat (SVCA, 2012). Det kan konstateras att uppköp av väletablerade onoterade bolag med tillväxtpotential idag utgör majoriteten av Private Equity-transaktioner i Sverige. Av den anledningen finns det skäl att vidare undersöka hur Private Equity-bolag tillför värde för portföljbolagen.

1.2 Private Equity i Sverige

Som tidigare nämnts etablerades Private Equity som ägarform och nådde sin höjdpunkt i USA redan för ungefär 30 år sedan (Blundell-Wignall, 2007). Redan från början har Private Equity-branschen betraktats som kontroversiell och omgärdats av spridda åsikter från olika håll. Private Equity har hyllats av en del framträdande forskare som en överlägsen organisationsform bättre lämpad att agera i ägarnas intressen (Jensen, 1989). Wright et:al (2001) hävdar att Private Equity-bolagen är värdeskapande med egenskaper som leder till strategisk innovation.

I media har åsikterna varit både av positiv och negativ karaktär. Private Equity-bolagen har varit finansmarknadens rockstjärnor (Ekelund Affärsvärlden, 12/2008) med enorma förtjänster i kombination med en air av mystik och medvetet hemlighetsmakeri. Under de senaste åren har Private Equity-karusellen snurrat i ett högt tempo. Låga räntor och ett intresse från bankerna att låna ut kapital har lett till generös kreditgivning som främjat ytterligare buyout-transaktioner (Ekelund Affärsvärlden, 12/2008). När detta skrivs befinner vi oss i finanskrisens efterdyningar. Även om bankerna är restriktiva och inte längre lånar ut till samma nivåer som före finanskrisen är Private Equity-bolagen fortfarande lockande kunder för utlåningsaktörerna. Detta återspeglas i SVCA:s tredjekvartalsrapport för 2012, som visar att investeringsnivåerna inom Private Equity-bolagen återgått till samma nivåer som före finanskrisen.

Private Equity-branschen är viktig eftersom riskkapital fungerar som en viktig katalysator i svensk ekonomi och därför har stor betydelse för tillväxt och jobbskapande (SVCA, 2012). Riskkapitalet behövs för att små entreprenörsdrivna företag ska kunna utvecklas och växa. Det behövs också för att möjliggöra för etablerade företag att ta sig till nästa nivå. Riskkapitalägda företag växer i snitt snabbare än företag av motsvarande storlek på börsen (SVCA, 2012).

Enligt SVCA:s rapport visar prognosen för 2013 att denna utveckling fortsätter. Det är fortsatt ökad aktivitet i Private Equity-branschen och Sverige lockar till sig mycket kapital i förhållande till BNP. Enligt investerare och entreprenörer beror Sveriges dragningskraft på det historiskt goda anseende vår ingenjörskonst har och att tidigare teknikframgångar har inspirerat nya generationer av entreprenörer (Affärsvärlden 30/12 2012).

1.3 Private Equity-bolagens värdeskapande strategier

I Blundell-Wignalls OECD-rapport 2007 kartläggs grunderna för Private Equity-bolagens värdeskapande strategier vid bolagsförvärv.

- Ett bolagsuppköp görs med 70-80 procent lånat kapital. Ambitionen med denna finansieringsstrategi är att överföra risken från Private Equity-bolaget till långivarna samt att uppnå en god utväxling på det egna kapitalet
- Efter att uppköpet genomförts har Private Equity-bolaget full kontroll över det uppköpta företaget som nu blivit ett portföljbolag tillhörande Private Equity-bolagets fond. Bolaget verkar utanför börsen och slipper därför de rapporteringskrav som faller på börsnoterade bolag. Bolaget kan genomföra operationella och strukturella förändringar för att effektivisera strategiskt valda områden inom företaget (Wright et al, 2009). Utan marknadens kvartalsfokus på ökat aktieägarvärde kan Private Equity-bolaget verka för portföljbolagets långsiktiga tillväxt (Kirkpatrick 2007)
- Att införa incitamentsprogram är typiskt för Private Equity-bolagens arbete vid bolagsförvärv (Blundell-Wignall). Detta är en medveten strategi för att behålla nyckelpersoner med lång erfarenhet och bred kompetens i ledningsgruppen (Muleman *et al*, 2009).
- Private Equity-bolagens investeringar följs alltid av en *exit*. När portföljbolaget avyttras realiserar investeringen. Då Private Equity-bolagen verkar utanför börsen slipper de marknadens spekulanter och kan själv styra avyttringstidpunkt samt hitta lämpliga köpare för portföljbolaget (Blundell-Wignall).

Dessa strategier kommer att diskuteras i kapitel fyra men nämns redan nu för att förtydliga generella strategier som är grundläggande för att förstå Private Equity-bolagens värdeskapande roll.

1.4 Tidigare forskning inom Private Equity-transaktioner

Private Equity-stödda uppköp har historiskt betraktats som ett verktyg för att effektivisera organisatoriska processer och minska arbetskrafts- och enhetskostnader (Harris, Siegel, & Wright, 2005, Wright, Hoskisson, och Busenitz, 2000).

Private Equity-stödda uppköp innebär att enskilda investerare oftast i form av kommanditbolag och vanligtvis med lånefinansiering köper aktier i ett bolag från nuvarande ägare för att sedan skapa en oberoende enhet. Agenteorin har varit den dominerande teoretiska lins som använts för att studera uppköp, med betoning på ledningsgruppens styrning och incitament för att förbättra bolagets resursanvändning (Jensen, 1993).

Förutom att vara effektivitetshöjande kan uppköp också vara ett medel för strategisk innovation och förnyelse som främjar tillväxtföretagens möjligheter (Wright *et al* 2001).

För att förstå vidden av buyout-konceptets värdeskapande strategier måste man se längre än till finansiell effektivitet och kapitalomstrukturering. Private Equity-bolagens värdeskapande strategier bör enligt Writgh *et:al* (2001) innefatta en entreprenörsaspekt. Ett entreprenörsperspektiv på uppköp kan göra Private Equity-bolagen uppmärksamma på tillväxtpotential genom strategisk innovation, ett perspektiv som står i kontrast till den traditionella synen på uppköp där fokus ligger på omstrukturering av kapital. Detta tidigare dominerande synsätt, att generera effektivitetsvinster genom kapitalomstrukturering, har fått ge vika för en betoning på företagstillväxt. Detta kan delvis bero på bristen på tillfällen där ekonomiskt arbitrage kan leda till höga avkastningsnivåer, som delvis kan förklaras med bankernas generella utlåningsrestriktioner. (Eklund; Affärsvärlden, Wright *et al* 2001).

En vidare förklaring till entreprenörsperspektivet kan vara det statliga engagemanget i riskkapital som en stimulans till innovation (SVCA), samtidigt som förvärv av privata förmögenheter i större utsträckning allokeras till Private Equity-bolagens fonder. Bägge dessa aspekter skapar nya möjligheter för ett entreprenörsperspektiv. Detta kan leda till att uppköpskonceptet inte enbart betraktas som fokuserat på kostnadseffektivitet i företagets nuvarande konstellation utan

även på strategisk omstrukturering som leder till konkurrenskraftig långsiktig tillväxt. (Wright, 2001).

I Harris et.al's studie från 2005 analyseras effekterna av PE-stödda uppköp i Storbritannien. Studien omfattar uppköp inom tillverkningsindustrin under perioden 1994-1998. Resultaten visar att Private Equity-stödda uppköp kan leda till ett mer effektivt utnyttjande av resurser. Även Jovanovic och Rousseau fann liknande resultat, det vill säga att ägarskiftet och omstruktureringen från börsnoterat till privatägt portföljbolag leder till effektivisering och bättre ledningsengagemang.

Cressy et.al (2007) hävdar att branschspecialisering kan leda till konkurrenskraftiga fördelar som leder till ökad lönsamhet. Deras undersökning visade att Private Equity-bolag med högre grad av specialisering i större utsträckning genererade lönsammare portfölj företag jämfört med PE-bolag som inte hade samma grad av branschspecialisering. Även om det tydligt framgick att branschspecialisering klart var en viktig faktor, upptäcktes också andra viktiga faktorer såsom Private Equity-bolagets storlek och tidigare erfarenhet.

Det sägs att diversifiering är ekonomins enda "fria lunch" (Adam Smith 1776). Studien av Cressy *et al*, (2007) visar att konkurrensfördelarna som kommer av branschspecialisering överstiger de fördelar som finns i en diversifieringsstrategi vid valet av investeringsobjekt. Även om studien visar att dessa egenskaper kan leda till effektivare Private Equity-bolag och följaktligen lönsammare portfölj företag, så visar det sig att Private Equity-bolagens i särklass största värdeökande egenskap är kapitalstrukturen som ofta kännetecknas av hög belåningsgrad.

Som tidigare nämnts är Private Equity-bolagens värdeskapande roll väl studerad men resultaten är alltså inte entydiga. Det står klart att Private Equity-bolagen är heterogena i sitt arbetssätt. Den globala Private Equity-marknaden visar på en variation av Private Equity-bolag med olikheter i investeringshorisont och målsättning (Wright *et al.*, 2009). Det har tidigare nämnts vilka makroekonomiska faktorer som påverkar aktiviteten på Private Equity marknaden såsom räntenivåer och tillgång till kapital (Blundell-Wignal). Agentteorin är den Corporate-Governance-teori som använts för att påvisa att Private Equity-bolagens arbete med ledning,

styrelse och ägare leder till allierade intressen och ökat incitament att bättre värna om ägarnas investeringar (Berg & Gottschalg, 2005). Men då Private Equity som bolagsform har rötter i Anglosaxiska Corporate Governance-system är det viktigt att studera Private Equity-bolagens aktivitet i respektive system (Blundell-Wignall 2007).

1.5 Corporate Governance i Sverige

Tidigare forskning hävdar att Private Equity-bolagen är en överlägsen bolagsform eftersom det inte förekommer agentkostnader på samma sätt som i ett börsnoterat bolag med ett diversifierat ägande (Jensen, 1989). För att förstå detta och andra resonemang kring Private Equity-bolagens värdeskapande strategier måste den kontext där företaget utövar sin verksamhet beaktas. Därför redogör följande stycke för Corporate Governance i Sverige.

På svenska har Corporate Governance ofta översatts med *bolagstyrning*. Följande definition från OECD 2004 används i uppsatsen.

Corporate Governance är en uppsättning relationer och kontrakt mellan ett företags styrelse, ledning, aktieägare och andra intressenter. Corporate Governance omfattar även den struktur och det ramverk genom vilka målen för resultat, kompensation och ansvarsomfattning regleras.

Det svenska Corporate-Governance-systemet tillhör de nätverksorienterade systemen (Blom *et al.*, 2012). Dessa system kännetecknas bland annat av ett mer koncentrerat aktieäggande i bolagen. Sverige har historiskt sett haft ett koncentrerat ägande där relationer till banker och övriga lokala aktörer spelat en betydande roll (Clarke, 2007). Den svenska industrin har präglats av multinationella bolag där majoriteten ägts av några stora professionella privata ägare (Carlsson, 2007). En förklaring till ägarkoncentrationen är att Sveriges näringsliv har grundats av ett fåtal större aktieägarfamiljer, exempelvis Wallenberg, Rausing och Kreuger, vilka har utövat sitt inflytande och aktivt kontrollerat sina bolag (Carlsson, 2007). Dessa har påverkat det svenska Corporate-Governance-systemet på olika sätt, bland annat genom att tidigt införa röstdiversifiering (Carlsson, 2007).

1.6 Problemdiskussion

Private Equity har idag växt till en betydande industri (Söderblom, 2011) och står för en betydande del av investeringarna i svenskt näringsliv (SVCA 2013). Därför finns det ett ökande behov att förstå hur Private Equity-bolagen arbetar för att portföljbolaget ska bli en lönsam investering, vilket har resulterat i flera studier som behandlar Private Equity-bolagens värdeskapande roll (Wright *et al*, 2009, Söderblom, 2011, Zong, 2005). Trots detta saknas en enhetlig uppfattning om vilka faktorer och strategier som ligger till grund för Private Equity-bolagens värdeskapande roll (Manigart & Beuselinck, 2007). Min uppfattning är att bolag som genomgår ett uppköp upplever stora förändringar och det är därför intressant att undersöka vilka strategier Private Equity-bolagen tillämpar och på vilket sätt dessa är värdeökande för portföljbolaget. Då Private Equity-bolaget ofta intar en aktiv roll i förvaltningen av portföljbolaget sker en omstrukturering av styrelse och ledning vid ägarskiftet (Metrick & Yasuda 2010). Det innebär att representanter från Private Equity-bolaget har olika roller i styrelsen och aktivt deltar i ledningsarbetet. Det innebär också att avståndet mellan beslutsfattare (ledning/styrelse) och ägare minskar (Jensen, 1989.; Arundale 2002.; Cumming et al 2007).

Private Equity-bolagen lägger ofta stort fokus på kärnverksamheten, då en effektivisering av denna kan leda till tillväxt och ökad lönsamhet (Kirckpatrick, 2007). Men då Private Equity-bolagen har ägande i en bredd av branscher kan det ifrågasättas hur arbetet med portföljbolagets kärnverksamhet ter sig, det vill säga i vilken utsträckning Private Equity-bolaget kan arbeta med portföljbolagets kärnverksamhet mot bakgrund av den spridning av branschtillhörighet som karakteriserar Private Equity-bolagens ägandemönster.

Som tidigare nämnts åläggs inte Private Equity-bolagen samma rapporteringskrav som gäller för börsnoterade bolag. Detta kan möjliggöra en större fokusering på verksamheten och långsiktiga tillväxtstrategier. Samtidigt karakteriseras Private Equity-bolagens förvärv av ett tidsbegränsat ägande för även om det inte är fastlagt initialt så är ett så kallat *exit* att vänta inom tre till fem år (Berg & Gottschalg 2005). Detta är en orsak att ifrågasätta Private Equity-bolagens möjlighet att verka för långsiktig tillväxt i de bolag de förvärvar. Det väcker även frågor om huruvida ett tidsbegränsat ägande är förenligt med ett kortsiktigt drivande och om det begränsar Private Equity-bolagens möjlighet att arbeta för långsiktig tillväxt. Private Equity-bolagens

kapitalstruktur kännetecknas av en belåningsgrad på 70-80 procent (Froud & Williams, 2007) Tillgång på det författarna Froud & Williams kallar billigt kapital är nödvändigt för att Private Equity-bolagen ska genomföra ett förvärv. Samtidigt hävdar samma författare att det är sekundärt om Private Equity-bolagen driver lönsamma förvärv då det är svårt att uttala sig om portföljbolagens finansiella tillstånd. Detta på grund av den begränsade insynen och följaktligen tillgången på information.

Den höga belåningsgraden innebär ett stramare kassaflöde som kan leda till finansiell risk vid tillfälliga konjunktur nedgångar i kombination med högre räntor (Gagliano & Olssen, 2003). Därför blir det intressant att diskutera om detta kan innebära begränsningar Private Equity-bolagens möjlighet att genomföra operationella förändringar som kan leda till ökad tillväxt och effektivitet för portföljbolaget. Eller om det återfinns förtjänster med ett stramare kassaflöde.

Mitt mål i denna uppsats är att studera Private Equity-bolagens värdeskapande roll i bolagsinnehavets olika faser, det vill säga under hela ägandeperioden. Mot bakgrund av de tidigare beskrivna karakteristiska egenskaperna för Private Equity-bolagen anser jag att en undersökning av hur Private Equity-bolagen själva uppfattar sin roll som nya ägare av portföljbolaget är intressant. Följande frågeställningar kommer att studeras:

- *På vilket sätt arbetar Private Equity-bolagen strategiskt och organisatoriskt för att generera lönsamma investeringar i portföljbolag?*
- *Hur påverkar faktorer som branschspridning, incitamentsprogram, tidsbestämt ägande och hög belåningsgrad Private Equity-bolagets möjlighet att generera lönsamma portföljbolag?*

1.7 Syfte

Syftet med denna uppsats är att med en teoretisk utgångspunkt, empiriskt beskriva och med stöd i det teoretiska ramverket förklara och analysera Private Equity-bolagens värdeskapande strategier.

1.8 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig till intressenter inom området Private Equity med belysning på Strategi och Corporate-Governance. För att förstå innehållet i undersökningen på bästa sätt behövs förkunskaper inom företagsekonomi.

1.9 Uppsatsens fortsatta disposition

Kapitel 2 – Metod

I det andra kapitlet redogörs för uppsatsens tillvägagångssätt samt dess kvalitativa upplägg. Därefter presenteras de bolag och respondenter som utgör det empiriska materialet. Slutligen diskuteras uppsatsens kvalitet i form av generaliserbarhet och validitet.

Kapitel 3 – Empirisk objektbeskrivning

Detta kapitel avser att ge läsaren en förståelse kring Private Equity-bolagen verksamhet. I detta kapitel förklaras Private Equity-fondens struktur och förvärvsprocessens tre faser.

Kapitel 4 – Teoretisk referensram

Kapitlet beskriver begrepp som Corporate Governance och Shareholder-Value. Vidare redogörs Agentteorin samt ägastrategier och ägarbeteenden. Kapitlet avslutas med en beskrivning av begreppet kärnkompetenser

Kapitel 5 – Presentation av fallföretag

Kapitlet innehåller en introduktion till uppsatsens fallföretag. Detta kapitel avser att enbart presentera information som bedöms vara behändig i syfte att förstå vidare analyser av det empiriska materialet.

Kapitel 6 – Empiriska resultat och analys

I kapitlet presenteras uppsatsens empiriska material. Empirin presenteras sekventiellt. Varje område avslutas med en analys över de tre fallföretagen.

Kapitel 7 – Slutsats

I det avslutande kapitlet presenteras huvudsakliga slutsatser. Vidare diskuteras om dessa enbart är gällande slutsatser för Private Equity-bolagen och vilka konsekvenser dessa kan få utanför en Private Equity-kontext. Avslutningsvis kommenteras resultatens generaliserbarhet samt förslag till fortsatta undersökningsområden.

2. Metod

I detta kapitel redogörs för de metoder som används i undersökningen och varför just dessa metoder valts. Jag beskriver hur den valda metoden kan påverka undersökningens resultat. Huvudsakligen har jag använt litteratur av Jacobsen (2002), Bryman & Bell (2005) och Alvesson & Sköldberg (2005).

2.1 Tillvägagångssätt

Den kvantitativa metoden har som grundläggande utgångspunkt att den sociala verkligheten kan mätas med metoder och instrument som ger oss svar i form av siffror. Detta förutsätter att det som forskaren studerar kan kvantifieras och att uppfattningar om omvärlden kan pressas in i kvantifierbara frågeformulär (Jacobsen, 2002).

Till skillnad från kvantitativa metoder så karaktäriseras kvalitativa uppläggningar av flexibilitet, induktivt tillvägagångssätt och ger därför forskaren utrymme att anpassa datainsamlingen till den verklighet som forskningsobjektet befinner sig i (Jackobsen, 2002). Den kvalitativa forskningsansatsen utgår från att verkligheten är subjektiv och föränderlig och därför behöver tolkas. Detta kan vi bäst göra genom fältarbete, observationer och öppna intervjuer (Jackobsen, 2002).

För denna studie har en kvalitativ metod valts. Genom att använda en kvalitativ metod kan jag utveckla en helhetsbild samt en djupare förståelse för de problemområden som ligger till grund för undersökningen. Den kvalitativa metoden ger en flexibilitet som är viktig för att ge utrymme för respondenternas individuella svar (Jackobsen, 2002), dock med viss restriktion för att fokus måste hållas på just de områden som problemformuleringen omfattar.

En vetenskaplig undersökning innebär flera val, som får konsekvenser och därför måste författaren förklara varför dessa val gjorts.

Det finns huvudsakligen två strategier när det gäller att få grepp om verkligheten. Den ena är en deduktiv ansats. Detta sätt att arbeta innebär att man har en teoretisk ansats, konstruerar hypoteser och sedan undersöker hur dessa stämmer med verkligheten. Alternativet kallas induktiv ansats. Där är idealet att forskaren som går ut i verkligheten nästan helt utan förutfattade uppfattningar, samlar in information, systematiskt bearbetar denna och slutligen formulerar teorierna. Målet är att ingenting ska begränsa den information som den enskilda forskaren samlar in (Jacobsen, 202).

Ovanstående kan sammanfattas med att induktion utgår från empiri och deduktion från teori. Abduktionen som är den tredje metoden utgår från empiriska fakta liksom induktionen men avvisar inte teoretiska föreställningar. Den ligger på så sätt närmare deduktionen där empirin mycket väl kan kombineras med eller föregås av studier av tidigare teorier i litteraturen som en inspirationskälla och för att upptäcka mönster som ger ökad förståelse. Forskningsprocessen kommer därför att karaktäriseras av en blandning av tidigare teori och empiri, varvid båda successivt omtolkas i skenet av varandra (Alvesson & Sköldberg 2005).

Min avsikt är att undersöka förhållandet mellan teori och empiri, där jag söker och inhämtar empiriskt material för att strukturerat analysera detta i förhållande till litteratur och tidigare kunskaper inom ämnet. Utgångspunkten har varit observationer och litteraturstudier av den svenska Private Equity-branschen. Genom besöksintervjuer får jag de utvalda respondenternas perspektiv, insyn och erfarenheter på de förhållanden jag väljer att studera. Detta genererar undersökningens empiriska material. Materialet från besöksintervjuerna har sedan testats mot teorin samtidigt som teorin i det initiala skedet har använts som verktyg för att skapa klarhet kring det problemområde som jag valt att studera (Bryman & Bell, 2005). Det insamlade materialet kan således användas för att antingen kritisera eller bekräfta tidigare teorier eller ge bidrag till den redan befintliga teorin.

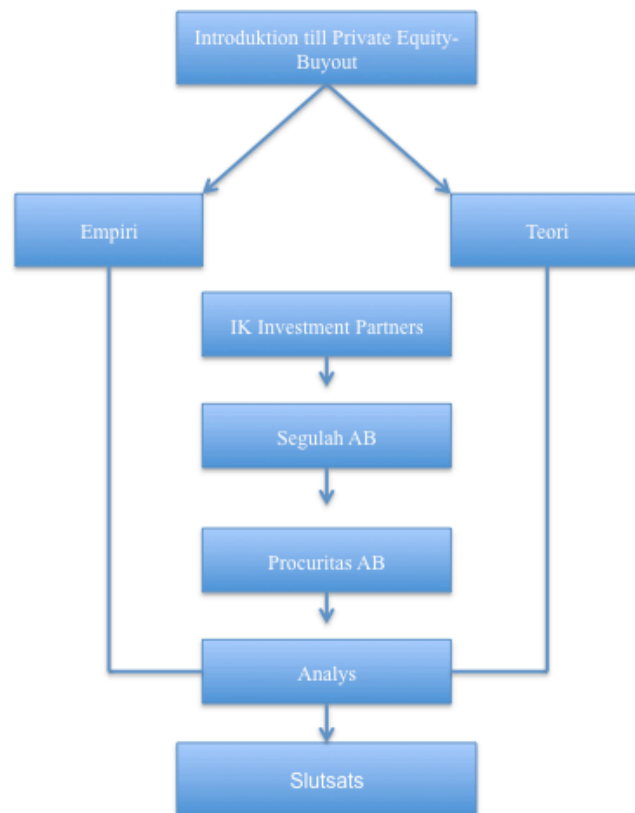


Bild: 2 Tillvägagångssätt

2.2 Val av teorier

Undersökningens teoretiska ramverk grundar sig på litteraturstudier inom Corporate-Governance och strategiområdet. Inledningsvis kommer jag att beskriva begreppet Corporate Governance. Teorin utgår från de fyra områden som presenterades i första kapitlet som hämtats från Blundell-Wignalls undersökning (2007), och vilka jag anser påverkar värdeskapandet för portföljbolaget. Det teoretiska ramverket har strategiteori inom de specifika områdena som utgångspunkt, detta för att lyfta fram Private Equity-bolagens strategiska och organisatoriska arbete med portföljbolaget, hur detta kan tillföra portföljbolaget värde och på sätt resultera i avkastning på investerat kapital för Private Equity-bolagen. Därefter följer en beskrivning av ägarkategorier och beteenden, detta för att teoretiskt kunna kartlägga vad som karakteriserar Private Equity-bolagen som ägare och vilka beteenden som är vanliga för denna ägargrupp. Private Equity-bolagen både äger och styr de förvärvade bolagen och därför kan agentteoretiska resonemang vidga förståelsen för vilka konsekvenserna blir när separationen av ägare och kontrollhavare minimeras. Private Equity-bolagen arbetar med sina portföljbolag i egenskap av ägare då de

ingår med en del av förvärvskapitalet. Det finns därför anledning att undersöka vilka ägarstrategier och beteenden som följer denna form av institutionell ägare.

I det inledande kapitlet diskuterades Private Equity-bolagens finansieringsstrategier. För att förstå detta närmare kommer jag redogöra för hypotesen kring fritt kassaflöde samt den optimala kapitalstrukturen. Private Equity-bolagens förmåga till att främja portföljbolagens långsiktiga tillväxt har kritiserats på grund av det tidsbegränsade ägandet. Därför kommer begreppet aktieägarvärde samt gap-modellen presenteras. Private Equity-bolag som genomför buyout-transaktioner har sällan en uttalad branschfokusering vad gäller potentiella förvärv. Så är även fallet för bolagen som är representerade i denna undersökning. För att förstå detta närmare kommer jag diskutera begreppet kärnkompetenser inom strategiområdet och på så sätt försöka förklara varför Private Equity-bolagen kan vara aktiva inom flertalet affärsområden.

En teoretisk referensram som är välutvecklad underlättar datainsamlingsfasen, den utgör också basen för generalisering av fallstudiens resultat (Yin 2009). Fallstudier används ofta för att säga någonting generellt om fenomen som är genomgående för flera (Jacobsen 2002). I undersökningen kommer jag att empiriskt pröva den teoretiska referensramen genom en studie av tre fall, för att sedan bekräfta eller ifrågasätta den befintliga teorin eller möjligen skapa nya teoretiska generaliseringar. Då denna undersökning omfattar ett brett ämnesområde utgår det teoretiska ramverket från olika fält. Det är inte min ambition att väva ihop teorierna och därför finns inte heller en sammanfattning av uppsatsens teoretiska ramverk. Istället diskuteras och integreras relevanta teorier i partiella analyser inom ramen för uppsatsens frågeställningar.

2.3 Fallstudier

Jacobsen (2002) menar att begreppet fallstudie (case) betonar att det rör sig om ett eller några få fall som görs till föremål för ingående studier. Typiskt för fallstudier är att fokusera på en speciell enhet, där enheterna som är föremål för en undersökning kan vara flera (Jacobsen 2002). En fallstudie lämpar sig väl för denna undersökning då jag önskar att beskriva och utveckla kunskapen inom uppsatsens område. Med en fallstudie får jag möjligheten att göra intervjuer. Besöksintervjuer ger möjlighet att ställa frågor samt följdfrågor och på så sätt få fram nyanser och detaljer som andra undersökningsmetoder hade haft svårt att göra. Med en fallstudie kan jag

skapa en större förståelse för den befintliga teorin samt för den verklighet som undersökningsenheterna arbetar i.

Jag är medveten om att de empiriska resultaten kan vara svåra att generalisera (Jacobsen 2002). Det finns flera fördelar med en fallstudie men även en del nackdelar. Fördelen är att jag skapar en relation med undersökningsenheterna och kan på så sätt få en bättre uppfattning om deras verklighet (Yin 2009). Nackdelen är att detta kan vara resurskrävande i form av tid. Då tiden är begränsad har jag som sagt tvingats att koncentrera mig på färre enheter.

2.4 Datainsamling

2.4.1 Sekundär-och primärdata

Studiens primärdata består av kvalitativt material inhämtat från besöksintervjuer. Sekundärdata har använts för att komplettera den primära informationen. Den sekundära informationen kommer från publicerade artiklar och avhandlingar inom ämnet strategi och Corporate Governance. Information från de valda företagen har också inhämtats från bolagens hemsidor på Internet samt affärspress.

2.5 Intervjuer

2.5.1 Semi-strukturerad

En semi-strukturerad intervju karaktäriseras av att intervjuprocessen är flexibel. Tonvikten ligger på hur respondenten upplever situationer och olika skeenden (Bryman & Bell, 2011). För denna studie har respondenterna mottagit en översiktlig intervjuguide där de olika ämnesområdena har angivits för att behålla diskussionerna inom en ram som är relevant med avseende på forskningsfrågan samtidigt som respondenten har utrymme att utforma svaren på sitt eget sätt (Bryman & Bell). För att inte hindra att alternativa synsätt och idéer ska komma fram under insamlingen av data är frågorna i intervjuguiden inte specificerade. Detta ger en möjlighet att undvika en förhastad begränsning av undersökningsobjektet, vilket har resulterat i en dynamisk undersökningsprocess. Det är min uppfattning att nackdelen med denna flexibla metod är att den

försvarar den direkta jämförbarheten mellan de olika intervjuobjekten. Min egen brist på tidigare erfarenhet inom Private Equity-branschen medför en viss begränsning, vilket gör att fördelarna i detta val överväger nackdelarna.

2.6 Val av fallföretag

Fallstudien baseras på tre fallföretag, Segulah AB, Procuritas AB samt IK Investment Partners. Alla tre har arbetat med köp och förvaltning av bolag, det vill säga buyout-transaktioner, under en lång tid. Alla tre är aktuella på den svenska marknaden. Gemensamt för bolagen är att de alla är onoterade. Ovanstående faktorer gör att dessa Private Equity-bolag är representativa för undersökningens syfte. Antalet Private Equity-bolag av denna storlek som är onoterade är begränsat och därför föll valet på dessa tre. Dessutom var dessa bolag positivt inställda till att delta i undersökningen.

2.6.1 Val av respondenter

Valet av respondenter har begränsats efter både praktiska och teoretiska avväganden. Antalet studieobjekt har begränsats efter praktiska avväganden då tiden för intervju är begränsad. Det är också svårt att få flera besöksintervjuer på samma företag. Målet har varit att intervjua respondenter, oftast med titeln *Investment Manager*, med ansvar för bolagens investeringar inom de olika Private Equity-bolagen, delvis för att det förenklar jämförelsen mellan de olika respondenterna men också för att de har relevant erfarenhet vad gäller innehavets alla faser. Jag har genomfört en besöksintervju per undersökningsenhet. Valet av besöksintervjuer lämpar sig väl då det är relativt få enheter som skall undersökas. Jag är intresserad av att veta vad den enskilda individen säger och hur denne tolkar sin verklighet. Då tiden för intervjun varit begränsad till en timme, har respondenterna välvilligt svarat på kompletterande frågor via mail fortlöpande under denna period.

Private Equity-bolag	Respondenter	Position vid intervjutillfället
Segulah AB	Christian Tegenmark	Investment Manager
Procuritas	Johanna Rastad	Investment Manager
IK Investment Partners	Erik Ingemarsson	Investment Manager

2.6.2 Förberedelse av intervjuguide

Frågorna i intervjuguiden formulerades efter egna litteraturstudier och med referens till undersökningens problemformulering. Efter överläggning med min handledare har frågorna omarbetats och den slutgiltiga versionen av undersökningens intervjuguide tog form, ni finner denna i bilaga. Ambitionen har varit att välja öppna och breda frågor och också försöka styra och avgränsa intervjuens diskurs till områden relevanta för min undersökning. Detta har resulterat i rikligt med information som gjort att jag kan fokusera på de delar som är i linje med min uppsats.

2.6.3 Intervjuerna

Då intervjuerna står för undersökningen primärdata ger dessa även den viktigaste informationen i samband med fallstudier (Yin 2009). Intervjuerna genomfördes halvvägs in i uppsatsskrivandet eftersom jag behövde en viss teoretisk kunskap om undersökningens område för att på bästa sätt genomföra intervjuerna. Intervjuerna har varit av öppen karaktär och på så sätt gett möjlighet till att fråga om fakta samt respondenternas åsikter. Den semistrukturerade intervjumetoden lämpade sig väl då jag ville ha en öppen dialog med respondenterna. Jag ville genomföra besöksintervjuer och på så sätt få en bättre kontakt med respondenterna och samtidigt få möjlighet att gå djupare in på de svar som blir otydliga och ställa följdfrågor (Bryman & Bell 2005).

Då jag gör undersökningen ensam har jag använt en diktafon för att på så sätt koncentrera mig på respondenternas svar och lättare upprätthålla en öppen och dynamisk dialog. Tack vare denna utrustning har jag kunnat återge informationen på ett korrekt sätt. Dessutom har jag transkriberat

intervjuerna direkt efter genomförandet och på så sätt kunnat urskilja svaren från de olika intervjuerna (Yin 2009).

2.7 Undersökningens kvalitet

I en empirisk undersökning oavsett metodval finns det risk för att de resultat som kommer fram är ett resultat av hur undersökningen har genomförts, med andra ord kan det vara själva undersökningen som skapar utfallet. Jacobsen (2002) benämner detta som *undersökningseffekt*. För att få tillgång till empirisk information måste undersökaren tränga in i en miljö och situation och därför innebär denna forskning nästan alltid störning av undersökningsenhetens naturliga miljö. I det här fallet behöver vi en metod för att kritiskt granska och skilja på vilka resultat som orsakats av metoden (*metodologiska förklaringar*) samt vilka som orsakats av verkligheten (*substantiella förklaringar*) (Jacobsen 2002). En undersökning ska enligt Jacobsen (2002) vara en metod att samla in empirisk information och oavsett vilken metod som valts skall den uppfylla vissa kriterier. Bryman & Bell (2005) menar att de tre viktigaste kriterierna för bedömning av forskning inom företagsekonomi är reliabilitet, validitet och replikation.

Syftet med att undersöka *reliabiliteten* är att minska fel och skevhet i undersökningen (Yin 2009). Hög reliabilitet innebär att resultaten från undersökningen skulle bli desamma om undersökningen skulle genomföras på nytt. Då kan man också se om undersökningen påverkats av tillfälliga och slumpmässiga betingelser (Bryman & Bell 2005).

Det kan vara svårbedömt om respondenterna verkligen talar öppet och avslöjar personliga värderingar eller om svaren huvudsakligen representerar respektive bolag. Jag har valt att intervjua personer med erfarenhet av bolagsförvärv, från initiering till avyttring, och som också representerar Private Equity-bolaget i de olika portföljbolagens styrelsegrupper. Om jag hade gjort fler intervjuer med respektive respondent hade undersökningen kunnat få fler infallsvinklar. Men för att kompensera detta har jag haft mail-korrespondens med samtliga respondenter efter besöksintervjuerna i syfte att komplettera en del frågor som uppstått i uppsatsskrivandet.

Begreppet *validitet* kan närmast förklaras med giltighet och relevans. Att beakta dessa begrepp innebär att undersökaren kritiskt granskar kvaliteten på den insamlade informationen (Jacobsen 2002). Detta innebär att undersökaren ställer sig frågan om denne verkligen mäter det som undersökaren vill mäta. För denna studie innebär det att jag ställer relevanta frågor till rätt respondent. Därför blir intervjuguiden och frågornas validitet av stor vikt. Som tidigare nämnts valde jag att hålla intervjuerna öppna och samtidigt avgränsa och styra frågorna till de områden som är relevanta för undersökningens problemformulering. Därför anser jag att uppsatsens giltighet är god, då valet av frågor för insamling av undersökningens empiriska material överensstämmer med uppsatsen problemformulering samt det teoretiska begrepp jag önskar undersöka. Då antalet intervjuer är begränsat kan det konstateras att de valda respondenterna utgör undersökningens totala empiriska resultat och därmed utgör det empiriska underlaget en generalisering av ett få antal individers uppfattningar, som får företräda bolagets samlade åsikter.

Slutligen kommer frågan om replikation, det vill säga om undersökningen kan upprepas. Svaret är att detta är näst intill omöjligt eftersom personintervjuer inte kan upprepas med samma precision på grund av de sociala förutsättningarna som utmärkte den rådande situationen vid intervjutillfället (Bryman & Bell 2005).

2.7.1 Kritik av metodval

Fallstudier kritiserar ofta för att man med få undersökningsenheter försöker generalisera utfallen i en bredare kontext (Jacobsen 2002). Resultaten i denna undersökning hade eventuellt kunnat styrkas med fler undersökningsenheter, eller med fler intervjuer. En annan företeelse vid fallstudier är att undersökare tolkar information på olika sätt. Intervjuerna tolkas utifrån från den enskilde undersökarens "lins" och påverkas av undersökarens utbildning och bakgrund (Jacobsen 2002). Eftersom jag genomfört intervjuerna ensam har jag försökt minimera mina egna subjektiva tolkningar genom att skicka materialet efter bearbetning till respektive respondent så att denne och jag är överens om den information som ligger till grund för undersökningen. Jag är medveten om att den information som respondenterna har uppgivit kan vara vinklad eftersom ett vanligt beteende är att respondenten undanhåller viss information och istället svarar på ett "socialt" acceptabelt sätt (Jacobsen 2002)

Jag har skickat ut övergripande underlag till respondenterna om vad samtalet kommer att handla om och vad syftet med denna undersökning är samt varför jag vänt mig till just deras bolag. Intervjuguiden som ni finner i bilaga har inte skickats ut till respondenterna i förväg. Jag gjorde på detta sätt för att inte erhålla tillrättalagda svar utan istället fånga respondentens spontana svar och reaktioner. Det är svårt att genomföra en besöksintervju utan att tillgodose respondenten med information om vad samtalet kommer att handla om. Därför har jag i förväg skickat ut övergripande information om vad samtalet kommer att handla om. Jag är införstådd med att utformandet av frågorna kan påverka svaret och har därför medvetet försökt undvika ledande frågor samt svårbegriplig teoretisk terminologi. Användning av en diktafon kan påverka respondenten negativt då denne kan känna sig obekvämt vid att bli inspelad (Andersen 2002). Det är min uppfattning att respondenten kan känna sig hämmad på grund av detta och därför har jag inledningsvis talat om för respektive respondent att jag kommer att skicka det omarbetade materialet så att denne själv kan ge sitt samtycke. Min ambition med detta tillvägagångssätt är att minimera undersökningseffekten i den slutliga redovisningen.

2.7.2 Kritik av publicerade källor

Jag har försökt att ha ett kritiskt förhållningssätt till de publicerade källorna jag använt mig av. Ett kritiskt förhållningssätt innebär att bortse från författarnas egna värderingar, samt att utvärdera hur trovärdiga de använda källorna är (Jacobsen 2002). Då en stor del av bakgrundsinformation hämtats från Private Equity-bolagens hemsidor följer att detta är information som bolagen själva har publicerat. Detta är information som producerats för ett visst syfte och till en målgrupp skild från det syfte och den målgrupp som är relevant för min undersökning (Jacobsen 2002). Därför har jag försökt använda artiklar från affärspress i de fall det finns relevanta artiklar för undersökningens problemområde. På så sätt nyanseras bilden av bolagen. Mycket av den statistiska informationen kring Private Equity-bolagen är producerad av olika riskkapitalföreningar, vilka alla talar positivt om de undersökningar de publicerat. Det är viktigt att hålla i minne att dessa undersökningar är publicerad av en intressegrupp, och alltså återspeglar respektive grupps åsikter.

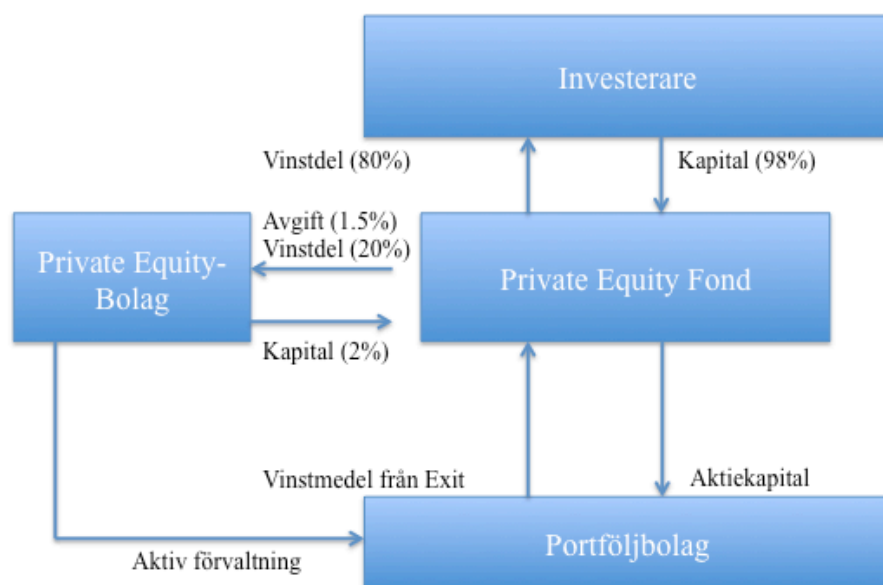
3. Empirisk objektbeskrivning

I detta kapitel redogörs för strukturen av en Private Equity-fond. De olika faserna i innehavet beskrivs samt Private Equity-bolagens affärsmodell. En empirisk objektbeskrivning behövs för att läsaren skall få en översiktlig bild av hur en Buyout-transaktion fungerar och på så sätt bättre förstå resterande delar av undersökningen.

3.1 Private Equity-fonden

3.1.2 Struktur

En Private Equity-fond har bolagsformen kommanditbolag *Limited Partnership*. Fonden utgörs av två parter, komplementär *general partner* och kommanditdelägare *limited partner* (Söderblom 2011). I det här fallet är Private Equity-bolaget den aktive ägaren, det vill säga *general partner* och agerar som komplementär. Private Equity-bolaget har obegränsat ekonomiskt ansvar och tillför en del av kapitalet, vanligtvis mellan en till tre procent, som behövs för att genomföra förvärvet (Söderblom 2011). Kommanditdelägare *Limited Partner* är i detta fall övriga investerare såsom pensionsfonder, försäkringsbolag, hedgefonder samt förmögna privat personer. Kommanditdelägaren bidrar med majoriteten av förvärvskapitalet. Dessa investerare har ett begränsat ekonomiskt ansvar och deltar inte i förvaltningsarbetet av fonden (Sahlman 1990). Private Equity-bolaget tar ut en i förväg bestämd ersättning för förvaltningsarbetet och erhåller en ekonomisk kompensation när fonden realiserar (Blundell-Wignall 2007). Private Equity-bolagets förvärv av ett annat bolag är med andra ord inte någon *hostile take over* i ordets traditionella mening då den primära avsikten inte är att utveckla en annan enhet eller minska konkurrens (Berg & Gotchalg 2005). Avsikten är att tillföra värde och därmed öka portföljbolagets lönsamhet som en enskild enhet (Baker & Smith 1998). Nedan visas en översiktlig bild av Private-Equity- fondens struktur.



Typexempel över private Equity-fond (författarens konstruktion med inspiration från Söderblom 2011)

3.1.3 Portföljbolaget

En Private-Equity-aktör söker gärna bolag med tydlig tillväxtpotential och låg skuldsättningsgrad (Opler & Titman 1993). Avsaknad av en tydlig strategi och följaktligen en enhetlig ledning är karaktäristiskt för portföljbolag (Kirckpatrick 2007). Utöver det är bolag med höga kassaflöden kombinerat med en relativt låg verksamhetsrisk mycket lockande för en buyout då detta ger utrymme till att kraftigt öka skuldsättningsgraden (Froud & Williams 2007).

3.1.4 Affärsmodell

Livslängden för en Private Equity-fond är vanligtvis tio år. Under denna period görs ytterligare investeringar och avyttringar av tidigare anskaffade bolag (Söderblom 2011). Affärsmodellen kan delas in i tre av varandra beroende faser, Investeringsfasen *acquisition phase*, Ägandefasen *holding period* och Exit-fasen *divestment pashe* (Berg & Gotchalg 2005). Även om värdekedjan kategoriseras på ovanstående sätt är dessa faser beroende av varandra eftersom det blir svårt att konkretisera var och när givna aktiviteter får utslag, det vill säga att även om de beslut som fattas i investeringsfasen inte determinerar vinstmöjligheterna så får de utslag på de övriga faserna

(Berg & Gotchalg 2005). Om inte bästa tänkbara *Exit*-alternativ allokeras kan detta få konsekvenser för den totala vinsten vid en avyttring. Detta kommer påverka Private Equity-bolagets kapitalanskaffning vid nästkommande initiering av en fond eller förvärv av nytt portföljbolag.

Ovanstående resonemang syftar till att förtydliga hur aktiviteterna i varje fas är beroende av varandra. Affärsmodellen kan ses som en runt gående cirkel på samma sätt som den är kronologisk. För Private Equity-bolaget innebär detta att varje fas måste optimeras (Berg & Gotchalg 2005).



Författarens konstruktion utifrån Berg & Gottschalg 2005

I första kapitlet beskrivs Private-Equity-bolagens värdeskapande strategier översiktligt. Dessa kommer nu beskrivas mer ingående med utgångspunkt från Blundell- Wignal, 2007 och Berg & Gottschalg, 2005.

3.2 Private-Equity-bolagets värdeskapande strategi

3.2.1 Fånga värde genom finansiellt arbitrage

Finansiellt arbitrage kan beskrivas som förmågan att generera lönsamhet utifrån värderingsskillnad mellan förvärvstidpunkt och tidpunkt för avyttring, detta utan att öka

lönsamheten i reella siffror och operationell effektivisering. Med andra ord tillämpas det klassiska konceptet : *Köp billigt och sälj dyrare* (Berg & Gotchalg 2005).

3.2.2 Finansiellt arbitrage i investeringsfasen

Möjligheten till finansiellt arbitrage avgörs av olika faktorer, och kan erhållas på olika sätt. Ett sätt kan vara genom marknadsvärdering. Värderingen av ett bolag är onekligen kopplad till en framtida uppskattning av bolagets prestationsförmåga. Därför är information om bolagets framtida utvecklingspotential en viktig del i värderingsfasen. I denna fas kan det råda en grad av informationsasymmetri mellan Private-Equity-bolaget och andra inblandade aktörer i investerings fasen. Enligt Berg & Gottschalg (2005) kan det urskiljas två källor till informationsasymmetri. Vid ett tillfälle kan Private-Equity-bolaget ha en överlägsen information om portföljbolaget och vid ett annat kan Private-Equity-bolaget ha tillgång till informationsmaterial via sitt väl utarbetade nätverk (Berg & Gotchalg 2005)

3.2.3 Insider-information om portföljbolaget

Tidigare studier har visat att insider-information om portföljbolaget ger goda förutsättningar för arbitrage-möjligheter (Opler 1992). Detta gäller särskilt vid MBO *Management Buyout* där den sittande ledningen är en del av förvärvet och erbjuds deläggande. Det kan innebära att den sittande ledningen får direkt fördel av deras informationsövertag. I extrema fall kan det förekomma att de manipulerar information i syfte att maximera utväxlingen på det egna kapitalet vid en realisering av fonden (Ofek 1994). Detta kommer leda till att köparna, i detta fall Private-Equity-bolaget, köper bolaget för mindre än vad en köpare med fullständig information hade gjort (De Angelo 1986). Möjligheten till arbitrage och följaktligen högre avkastningsnivåer på dessa grunder har dock minskat då aktörerna för bolagsvärdering blivit fler och konkurrensen om attraktiva investeringsmöjligheter ökat (Wright & Robbie 1996).

3.2.4 Överlägsen marknadsinformation

Finansiellt arbitrage genom informationsasymmetri är inte nödvändigtvis beroende av tillgång på insider-information om portföljbolaget. Den kan även baseras på en unik kompetens att bedöma och estimeras potentialen baserad på marknadsinformation. Private-Equity-bolag är kända för sina

omfattande organisatoriska och exportorienterade nätverk (Anders 1992). Dessa nätverk ger Private-Equity-bolagen tillgång till information som aktörer utan liknande nätverk saknar. Private-Equity-bolagen utvecklar också en förmåga att tolka information som senare resulterar i en konkurrensfördel i förhållande till liknande aktörer på marknaden (Fox & Marcus 1992).

3.2.5 Förmåga att lokalisera affärsmöjligheter

Stora och väletablerade Private-Equity-bolag tillämpar en regelbunden och systematisk översyn av marknaden (Anders 1992). Det kan vara orsaken till att Private-Equity-bolagen tillskrivs en förmåga att identifiera lönsamma affärsmöjligheter. Detta kombineras med att de strategiskt hanterar konkurrens och fördelaktigt hanterar förhandlingsprocessen (Baker & Smith 1998). I en icke strukturerad process sker förhandlingarna direkt mellan Private-Equity-bolaget och investeringsobjektet, vid en sådan process finns ingen aktör med säljmandat (Berg & Gottschalg 2005). Det kan också innebära att Private-Equity-bolagets förhandlingsförmåga är direkt avgörande för uppköpspriset. Förhandlingsförmågan kan även avgöra Exit-utfallet. Vid ett exit optimerar Private-Equity-bolaget sitt nätverk för att välja det alternativ som ger största avkastning på investerat kapital. Det kan ske genom en börsanslagning, även kallad IPO *initial public offering*, eller en privat försäljning (Barney 1988). Utöver att vara strategiska förhandlare så karaktäriseras Private-Equity-bolagen av en vilja och förmåga till att anpassa sina ställningstaganden i takt med att förhandlingsprocessen fortskrider (Butler 2001).

Sammanfattningsvis kan ovanstående aktiviteter kategoriseras in i investeringsfasen av Private-Equitybolagens värdekedja. Med dessa strategier genererar Private Equity-bolaget lönsamhet för sina investerare och portföljbolaget utan att förbättra bolaget operationellt eller finansiellt. Berg & Gottschalg (2005) benämner detta att fånga värde snarare än att skapa värde. Dock kan det förefalla rent abstrakt och otydligt vad som är att fånga värde alternativt skapa värde då det slutgiltiga målet är att affären ska vara lönsam för inblandade parter. Följaktligen kan strategier som fångar värde ses som ett resultat av Private-Equity-bolagets skicklighet, vilket innebär att vunnit lönsamhet på dessa strategier faller med Private Equity-bolagets *Exit* till skillnad från

värdeskapande strategier som är ett resultat av operationella förbättringar vilka har möjlighet att bestå efter en avyttring.

3.2.6 Skapa värde genom operationella förbättringar

När Private-Equity-bolaget har genomfört förvärvet vidtar den så kallade ”ägandeperioden”. Det är under denna fas som operationella och strukturella förbättringar i regel genomförs. Även om Private Equity-bolagen representerade i denna undersökning inte talar för alla aktörer på den svenska marknaden har alla det gemensamt att deras ambition är att tillföra fokus, kompetens och kapital till respektive portföljbolag. Detta innebär ofta att en del operationella och strukturella förändringar kommer att genomföras under ägandeperioden (Berg & Gottschalg 2005). För att förbättra den operativa effektiviteten tillämpar Private-Equity-bolaget en hårdare kontroll över bolagets alla kostnadsposter där strategiskt ineffektiva investeringsprojekt läggs ner i syfte att få bättre marginal och på så sätt öka effektiviteten. Även bolagets aktuella resurser effektiviseras där underutnyttjade resurser avyttras.

Private-Equity-bolagen tillämpar en mindre byråkratisk företagsstruktur som ytterligare bidrar till en effektivisering av portföljbolagets fasta omkostnader (Berg & Gottschalg 2005). Dessa operativa åtgärder bör dock genomföras i måttliga proportioner så att inte portföljbolagets möjlighet att konkurrera påverkas negativt (Berg & Gottschalg). Private-Equity-bolagens engagemang i portföljbolagens operativa effektivitet är ett tecken på en omarbetad strategi från Private Equity-bolagens sida. Det innebär att Private-Equity-förvärv idag inte betraktas som kortsiktiga i syfte att enbart tjäna ena partens intressen (Wright *et al* 2001).

Utöver kostnadseffektivitet kan operationella förbättringar innebära ett bearbetat och tydligare strategiskt fokus för portföljbolagets kärnverksamhet. Detta möjliggörs delvis genom att Private-Equity-bolaget inträde medför en enkelhet därför att det finns en ägare med majoritet och uttalad tydlighet för vilka mål som skall nås och när, eftersom bolaget kommer att förvaltas under en begränsad tidsperiod, där en affärsplan för kommande år fastställs redan vid investeringsfasen. Private-Equity-bolaget distraheras inte heller av marknads rapporteringskrav och kan därför

acceptera perioder av lägre avkastning när många förändringar genomförs i syfte att förbättra portföljbolaget på längre sikt (Blundell-Wignall 2007).

Sammanfattningsvis kan dessa operativa och strukturella förbättringsstrategier kategoriseras som värdeskapande (Berg & Gottschalg 2005). Dessa strategier tillämpas i en interagerande kontext mellan portföljbolaget och Private Equity-bolaget och kommer då ha en chans att kvarstå även efter en avyttring eftersom de operativa och strategiska strategierna har integrerats i portföljbolagets verksamhet (Wright *et al* 2001).

3.2.7 Realisera investeringen genom ett Exit

Vid ett Private-Equity-förvärv är ett så kallat *Exit* att vänta efter cirka 3-5 år (Blundell-Wignall 2007). Tidpunkten för en exit spelar en avgörande roll för realiseringen av investeringen. Exit-alternativen är olika och det finns ingen uttalad strategi för vilket alternativ som är bättre än de andra. Detta bestäms helt utifrån vad som passar portföljbolaget bäst och ger största möjliga avkastning för Private-Equity-bolaget. Det kan ske genom en börslansering (*IPO Initial public offering*), försäljning till en annan Private-Equity-fond eller genom att ett annat bolag gör ett strategiskt förvärv av portföljbolaget. Private Equity-bolaget kan också behålla en del kontrollposter vid en börslansering för att stanna kvar i en övervakande roll av portföljbolaget (Kirckpatrick 2007).

Private-Equity-bolagen utgår ofta från en lönsamhetsmultipel när ett potentiellt investeringsobjekt skall värderas (IVCA 2011). EBITDA (Earnings before taxes, interest, depreciation and amortization) används i det här fallet som mått på vad den operativa aktiviteten genererar. Det innebär att EBITDA är en uppskattning av kapitalinströmningar.

(Ekvation 3.2.7)

$$(\text{Multipel}_{EBITDA} \times EBITDA) - \text{Nettoskuld} = \text{Värde eget kapital}$$

Ovanstående ekvation beskriver hur Private-Equity-bolaget kan öka värdet på eget kapital genom att öka omsättningen och/eller förbättra den procentuella EBITDA-marginalen och på så sätt nå

en högre EBITDA. Multipeln är en uppskattning av förväntad tillväxttakt (Schreiner 2007). Enkelt uttryckt innebär detta att värdet på Private-Equity-bolagets tillsatta kapital kan justeras med hjälp av tre variabler. Vid en ökad tillväxttakt, vilket i sin tur är ett resultat av operationella och strategiska beslut och investeringar, ökar multipeln och med förbättrade EBITDA-marginal ökar absolutnivån på EBITDA. Vidare för det oss till den tredje variabeln, nämligen nettoskulden. För att ytterligare öka värdet på det egna kapitalet amorterar bolaget stora delar av skulderna som åtog i början (Blundell-Wignall 2007). Värdet på det egna kapitalet vid Exit-fasen är avgörande för hur lyckosam investeringen blir (Berg & Gottschalg 2005).

4 Teoretisk referensram

I detta kapitel vidareutvecklas de områden, koncept och begrepp som introducerades i första kapitlet och ligger till grund för undersökningens empiriska material. Inledningsvis beskrivs begreppet Corporate Governance för att sedan diskutera Agentteorin, ägarkategorier och beteenden. Därefter följer ett resonemang kring den optimala kapitalstrukturen. Slutligen ges en beskrivning av Shareholder Value och begreppet kärnkompetenser.

4.1 Corporate Governace

Forskningen kring bolagsstyrning har uppmärksammats i takt med att de problem som kan uppkomma i ett icke fungerande styrningssystem har belysts av media. Med det menar jag att diverse företagsskandaler fått stort utrymme i medias granskning, vilket ytterligare väckt intresset för hur bolag styrs och vilka bakomliggande mekanismer och regelverk som finns. För att förstå implikationerna av Private Equity-transaktioner är det naturligt att redogöra för i vilket system de verkar, nämligen det svenska Corporate- Governance-systemet. I första kapitlet definierades Corporate Governace på följande sätt.

Corporate Governance är en uppsättning relationer och kontrakt mellan ett företags styrelse, ledning, aktieägare och andra intressenter. Corporate Governance omfattar även den struktur och det ramverk genom vilka målen för resultat, kompensation och ansvarsomfattning regleras.

Det finns en rad faktorer som påverkar utformningen av ett lands aktuella Corporate-Governance-system, till exempel nationella lagar, historia, kultur och traditioner. Dessa faktorer påverkar det rådande företagsklimatet som i sin tur utgör den aktuella Corporate Governance-strukturen (OECD 1999).

4.1.2 Corporate Governance system

I teorin kan två system urskiljas, ett nätverks- och bank-orienterat system samt ett marknadsorienterat system (Clarke 2007). Det marknadsorienterade systemet även kallat anglosaxiska finns bland annat i USA och i det tidigare Brittiska Imperiet. Detta system karaktäriseras av ett diversifierat ägande samt en tydlig separation av ägande och kontroll (Clarke 2007). Det marknadsorienterade systemet karaktäriseras även av ett dominerande fokus på aktieägarvärde. Agent/principal-förhållandet har en framträdande roll inom det marknadsorienterade Corporate-Governance-systemet (Clarke 2007). Det marknadsorienterade systemet har bidragit till den dynamik och tillväxt som påvisats i den amerikanska ekonomin samt andra ekonomier som har anammat det marknadsorienterade systemet (Clarke 2007). Det har skett en del förändringar på grund av den senare tidens uppmärksammade företagsskandaler. Till följd av dessa har det krävts åtgärder i syfte att värna om aktieägarnas intressen, vilket har resulterat i tillkomsten av förordningar såsom Surbanes-Oxley Act.

Det marknadsorienterade systemet kännetecknas av att ledningen har ett kortsiktigt perspektiv i syfte att skapa ett kontinuerligt ökande aktieägarvärde (Clarke 2007). Det nätverks- och bankorienterade systemet finns främst i Södra Europa, Latinamerika och Asien. Detta karaktäriseras, till skillnad från det marknadsorienterade systemet som uppvisar ett diversifierat ägande, av ett koncentrerat ägande där större ägare utövar stort inflytande och kontroll över bolag (Tricker 2012). Relationen till banker och andra institutioner har också en central funktion (Clarke 2007).

4.1.3 Corporate Governance i Sverige

Svenska bolag har historiskt sett haft ett koncentrerat ägande, där relationen till banker och andra lokala aktörer spelat en viktig roll (Carlsson 2007). Den svenska industrin har dominerats av ett fåtal privata storägare, vilka har präglat utvecklingen av det som idag karaktäriserar det svenska Corporate Governance systemet (Clarke 2007). Röstdifferentiering, som tillkom tidigt i Sverige i syfte att stärka majoritetsägarnas inflytande, ansågs vara ett instrument för att underlätta ägarkontroll. Röstdifferentiering har varit omdiskuterat och ibland även betraktats som ett tecken på ett svagt Corporate-Governance-system i fråga om aktieägardemokrati och minskad

konkurrens. Röstdifferentiering anses också förhindra omstrukturering i industrin (La Porta 1998). Trots detta menar Rolf. H Carlsson att röstdifferentiering inte innebär ett Governance-problem av följande skäl.

I det svenska Corporate-Governance-systemet finns en tydlig ansvarsfördelning på följande nivåer: ägare (bolagsstämma), styrelse och ledning. Det är genom bolagsstämman som ägarna har möjlighet att utöva sitt inflytande, eftersom det är genom detta organ som styrelsemedlemmar tillsätts och avsätts (SOU 2004). Sverige anses som föregångsland i frågor gällande Corporate Governance, möjligen till följd av ett tidigt välutvecklat näringsliv och en industri där kraven för bolagsstyrning inkluderats i banklagstiftningen och aktiebolagslagen (Carlsson 2007). Det kan vara en förklaring till varför Svensk Kod för Bolagsstyrning inte introducerades förrän 2004. Svensk Kod för Bolagsstyrning är en sammanställning av de regler och riktlinjer som finns i Aktiebolagslagen. Detta innebär att svenska bolag förhållit sig till riktlinjer gällande bolagsstyrning långt innan det kom en formel förordning (Carlsson 2007).

Givet beskrivningen av ovanstående Corporate Governance-kontext som svenska Private Equity-aktörer verkar i förefaller det vara en fördel att det finns en tradition av kontrollerat och aktivt ägande eftersom Private-Equity-bolag ofta utövar ett aktivt ägande. Det förefaller också vara en fördel att det finns en tydlig ansvarsfördelning och transparens då detta kan underlätta för externa investerare att få en insyn i hur eventuella ”investeringsobjekt” fungerar.

4.2 Agentteorin

” Who can argue with a new model of enterprise that aligns the interest of owners and managers, improves efficiency and productivity, and unlocks hundreds of billions of dollars of shareholder value”

Professor Michael C. Jensen, Harvard Business School

Den mest framträdande beskrivningen av Private-Equity-bolagens värdeskapande roll är att denna transaktion minskar agentkostnader. För att förstå detta tydligare förefaller det nödvändigt att beskriva agentteorin och hur den är sammankopplad till Private-Equity-bolagens värdeskapande roll. En av nationalekonomins vedertagna teorier är att separationen mellan ägande och beslutsfattande (kontroll) leder till informationsasymmetri (Jensen & Meckling 1976) och följaktligen agentkostnader (Fama & Jensen 1983). Det skall dock framhållas att agentteorin inte pekar på organisationsformens brister givet separationen mellan ägande och kontroll, tvärtom denna separation frambringar en effektivisering och inget negativt i sig. Agentteorin innefattas i de teorier som går under beteckning kontraktsteorier. Kontraktsteorier ser mänskliga relationer som kontrakt, det vill säga skrivna eller oskrivna överenskommelser. Därför är ägarkonceptet i sig irrelevant, då ett företag inte betraktas som en entreprenör eller en samling av individer, utan utgör ett sätt att binda en mängd mål till en jämviktskonstruktion av kontrakt (Kärreman 1999). Kontraktstrukturen som upprättas begränsar agentens/ägarens risk genom att på förhand specificera eventuell ersättning. Detta gäller inte agenter som fordringsägare då dessa har rätt till nettokassaflödet. Dessa kontrakt som upprättas i en organisation måste ständigt omförhandlas i syfte att den enskilda individen skall erhålla största möjliga nytta (Alchian & Demsetz 1972). Vidare är kontrakt förknippade med kostnader, det vill säga kostnader för att strukturera, omförhandla och kontrollera att dessa följs, även kallade övervakningskostnader (Blom *et al* 2012).

Utifrån agentteorin kan två grundläggande ”konflikter” urskiljas. Konflikten/agentförhållandet mellan ägare (principal) och styrelse (agent). Det andra agentförhållandet är mellan styrelse (principal) och företagsledningen (agent). Athony & Govindarajan (2007) argumenterar för två mekanismer i syfte att hantera dessa förhållanden. Dessa är övervakning (monitoring) samt

belöningsystem (incentive contracting). Det innebär att principalen kan övervaka agenten genom olika kontrollsysteem, vilket inskränker även agentens handlingsutrymme. Den andra mekanismen kan implementeras genom utformning av belöningsystem. Syftet med detta är att skapa incitament för gemensamma mål, med andra ord incitament för att agenten ska agera i enlighet med principalens intresse. Det förefaller som om avståndet mellan ägare och kontrollhavare minimerats eftersom Private Equity-bolaget som ägare (principal) kontrollerar portföljbolagets ledning genom att vara representerade i styrelsen. Slutsatsen av föregående resonemang är att man uppnår en effektivisering av bolagets resurser då det inte förekommer agentkostnader på samma sätt som i ett bolag med samma avstånd mellan agent och principal. En del forskare anser att den reducerade agentkostnaderna utgör en stor del av Private-Equity-bolagens värdeskapande roll (Wright *et al* 2001). Vidare tillämpar Private-Equity-bolagen incitamentsprogram i syfte att ytterligare alliera intressen.

4.2.1 Kritik mot agentteorin

Agentteorin har kritiserats för att ignorera komplexiteten i en organisation. Frågan är om fenomen som tillit, normer och traditioner kan reduceras till kontrakt. Kritiken är riktad mot den kontraktssyn som föregår agentteorin. Kontraktssynen begränsar och förenklar bilden i för stor grad och utöver det så har den en ensidig betoning på egenintresse. Istället kan fokus vidgas till mer än enbart egenintresse där egenintresse kan vara en av flera bakomliggande förklaringar till individens beteende (Donaldsson 1999).

En annan forskare som kritiserat kontraktssynen i agentteorin är Goshal (2005). Kritiken riktar sig mot att teorin ser mänskliga relationer som kontrakt precis som föregående forskare (Donaldsson 1999). Men Goshal (2005) menar på att kontraktsteorin innebär att ekonomin som är en samhällsvetenskaplig disciplin görs till en vetenskap med naturvetenskapliga ideal. Naturvetenskapliga ideal kännetecknas av att det finns en allmängiltig sanning som går att finna oavsett situation. Detta innebär att kontraktsteorier bortser från människors olika egenheter såsom varierande moral. Anammandet av den här teorin i drivandet av företag innebär att alla göra samma antagande om människors beteenden, nämligen att de drivs av egenintresse och detta görs då till en allmängiltig sanning.

4.3 Sambandet mellan ägare, styrelse och ledning

Bolagsstyrningen utgörs av ägarna, styrelsen och ledningen. Ägarnas roll är att ange riktlinjer som syftar till att få en effektiv bolagsstyrning (Kärreman 1999). Ägarnas inflytande i bolaget utövas vid bolagsstämman, som är bolagets högst beslutande organ (SOU 2004). Valberedningen är bolagsstämmans organ för beredning av stämmans/ägarnas beslut vad gäller tillsättningsfrågor. Syftet med valberedningen är att skapa bra underlag för stämmans/ägarnas behandling av ärenden och beslut. Det är vid bolagsstämman som ägarna tillsätter styrelsen som i sin tur tillsätter verkställande direktör (SOU 2004). Styrelsen är ägarnas redskap för att säkerställa att ledningen agerar i ägarnas intressen (Fama & Jensen 1983). Styrelsen huvudsakliga uppgifter är att ge råd, ta del av omfattande beslut samt övervaka och kontrollera verksamheten, den verkställande direktören samt ledningens prestationer. Styrelsen har även som uppgift att skapa och underhålla relationen med intressenter, samhällsombivning och investerare (SOU 2004)

4.3.1 Ägare, riskbärare och rättigheter

Utifrån ovanstående resonemang förefaller det som att ägaren utövar sitt inflytande delvis genom att tillsätta styrelsen vid bolagsstämman. Tidigare studier har kategoriserat ägare i olika kategorier med avseende på beteende, mål och intentioner (Blom *et al* 2012). Ett gemensamt mål som ägare har är att få avkastning på investerat kapital. Eftersom aktieägarna erhåller ersättning efter det att alla andra fordringsägare fått ersättning för sina insatser följer en del rättigheter i ägandet av en aktie (Alchian & Demsetz 1972). Dessa är att:

- Aktieägaren kan göra anspråk på vinsten efter att övriga fordringsägare fått ersättning
- Aktieägaren kan påverka den operativa verksamheten (genom bolagsstämman)
- Aktieägaren kan påverka sammansättningen av beslutsfattande organet (styrelsen)
- Aktieägare kan sälja sina rättigheter

Även om rättigheterna finns i Aktiebolagslagen krävs en viss aktivitet från ägaren för att påverka. Denna aktivitet kan betyda en rad olika saker (Blom *et al* 2012): direkt kontakt med företagsledningen, deltagande i bolagsstämman, utöva inflytande genom att vara representerad i

styrelsen. Det kan också vara påverkan via andra plattformar än bolagsnära exempelvis via media. Rätten att sälja sitt ”ägande” kan också vara ett sätt att påverka även om detta sätt kan bli svårtolkat för styrelse och ledning (Blom et al 2012).

4.3.2 Ägarinflytande och koncentration

Tidigare studier menar att graden av ägarkoncentration är av central betydelse beträffande maktfördelningen mellan ägare och företagsledning (Kärreman 1999). Ett spritt ägande innebär att ägarna har en svagare ställning i förhållande till företagsledningen. Det förefaller vara ett generellt drag beträffande ägandet av en aktie att det inte är jämnt fördelat (Kärreman 1999). Följaktligen är inte rösträttigheterna jämnt fördelade mellan ägarna för även i ett aktiebolag med ett ägande spritt på många individer finns det ägare med ett mer dominerande inflytande. Det som är betydelsefullt för bolagsstämman är med andra ord koncentrationen av ägandet, ju mer spritt ägande desto mindre deltagande av aktieägare på bolagsstämman (Kärreman 1999).

4.3.3 Exit och voice ur ett ägarperspektiv

Ägarbeteende förklaras ofta utifrån Albert O. Hirschmans teori som presenterades i boken *Exit, voice and loyalty* (1970). Även om Hirschmans (1970) teori berör ägarbeteenden ytterst lite, har den används i stor utsträckning för att förklara ägarbeteenden och aktiemarknadens olika typer av reaktioner (Blom et al 2012). Den huvudsakliga kategoriseringen av ägarbeteende utgår från två handlingsalternativ i syfte att utöva inflytande, att enbart engagera sig i att köpa och sälja innehav (exit) eller att utöva sitt inflytande genom att göra sin röst hörd (voice) (Blom et al 2012).

4.3.4 Inflytande genom Exit

Graden av exit-beteende går att urskilja från storleken och frekvensen av köp och försäljning av aktier (Hedlund et al 1985). En ägares exit-beteende drivs av avkastningsmöjligheter och den information ägaren har om framtida eventuella avkastningsmöjligheter. I en perfekt marknad skulle detta innebära att så fort det finns en möjlighet till högre avkastning givet samma risktagande skulle den tidigare investeringen avyttras till förmån för den nya med bättre potential (Kärreman 1999).

4.3.5 Inflytande genom Voice

En ägares voice-beteende kan ta sig olika uttryck och har därför olika innehåll. Ett alternativ kan vara att uttrycka sin åsikt vid bolagsstämman och på så sätt försöka initiera en förändring. En ägare kan också gå samman med andra ägare och bilda ett kollektiv, som med större styrka kan använda voice i syfte att förändra. Man kan också använda media och publicitet som verktyg för att uttrycka voice. Det mest effektiva sättet för en ägare att utöva voice är dock genom att vara representerad i styrelsen eller genom att ha en god relation till företagsledningen.

4.3.6 Private Equity-bolag en institutionell ägare.

Private Equity-bolaget är en institutionell ägare, det vill säga en juridisk person som investerar sitt kapital i aktier. Vanligtvis företräds institutionella investerare/ägare av tjänstemän eller själva intuitionen där det återfinns en konkret investeringspolicy samt tydliga avkastningskrav (Hedlund et al 1986). Detta förefaller inte lika enkelt för Private Equity-bolag. Private Equity-bolaget måste således agera i sina investerares intressen, och genom ett majoritetsägande i respektive portföljbolag har Private Equity-bolaget förutsättning att implementera förändringar som kommer att öka portföljbolagets försäljningsvärde och därmed avkastning till investerare när fonden realiserar.

Hedlund et al (1985) kartlägger olika faktorer som är avgörande för vilket beteende som institutionella ägare använder sig av:

- Syfte. Institutionens syfte med investeringen är avgörande för vilket agerande institutionen uppvisar. Syftet kan vara finansiell kapitalavkastning, vilket innebär att ett exit-beteende är att vänta givet avkastningsmöjligheterna. Syftet kan också vara att utnyttja inflytandet i syfte att utveckla det ägda bolaget. Vid ett sådant syfte är ett voice-beteende att vänta då det kan finnas andra intressen än enbart avkastning.
- Kompetens. Vilken kompetens institutionen har är ofta direkt avgörande för vilket ägarbeteende som kan väntas. Syftet återfinns i den institutionella ägarens affärsidé.
- Institutionens storlek. Institutionens storlek och innehavets storlek relativt andra innehav är två faktorer som kan avgöra beteendet och förhandlingsstyrkan i förhållande till andra ägare.

- Ägarstruktur. Ägarstrukturen i det ägda bolaget säger en del om hur ansvaret är fördelat. En majoritetsägare har störst inflytande och förväntas därför att utöva voice.
- Riskbenägenhet. En riskundvikande institutionen utövar oftast ett exit-beteende. En förklaring är att institutioner som förvaltar andras förmögenhet exempelvis pensionsfonder ofta väljer en låg risk. Då betraktas ett exit-beteende som ett säkrare handlingsalternativ.

Då Private Equity-bolag skiljer sig från andra institutionella investerare i den bemärkelsen att det inte företräder enbart den egna institutionen, kan föregående resonemang kompletteras med Charkhams (1994) kategorisering av institutionella investerare.

Karaktäristiska	Typ A	Typ B
Portföljprofil	Koncentration till få	Omfattande diversifiering
"Stakes" i företaget	Stora	Små
Kommunikation i företaget	Tät	Ytlig
Lojalitet med företaget	Hög	Låg eller ingen alls
Intresse av ledningsfrågor	Stort	Inget alls

Källa: Charkham 1994

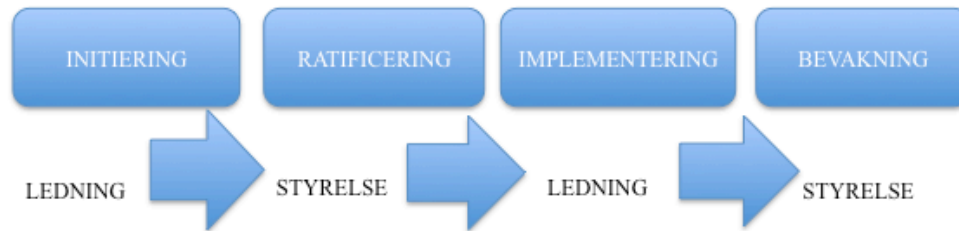
Charkhams (1994) har studerat olika institutionella investerare och kartlagt två kategorier givet de olika karaktäristiska faktorerna. Då Private Equity-bolagets avkastning är i direkt koppling till portföljbolagets tillväxtutveckling kan det återfinnas tydliga incitament till att vilja vara en mer kontrollerande och aktiv ägare.

4.3.7 Styrelsen, ägarnas verktyg

Gemensamt för Private Equitybolagen i denna undersökning är målet att tillföra portföljbolaget värde och på så sätt öka avkastningen på investerat kapital. Ägare kan utöva sitt inflytande på olika sätt givet olika variabler, så som koncentration, syfte och kompetens med mera. Styrelsen betraktas som ägarnas verktyg för att säkerställa att ledningen agerar i enlighet med ägarnas intressen.

4.3.8 Decision Management och Decision Control

När Fama & Jensen (1983) presenterade sin modell för arbetsfördelningen i beslutsprocessen skilde de på *decision management* och *decision control*. Nedan följer en illustration av beslutsprocessen. Bilden kan också användas för att förklara relationen mellan styrelse och ledning.



Källa: Fama & Jensen 1983

Enligt Fama & Jensen (1983) kan arbetsprocessen mellan styrelse och ledning beskrivas på ovanstående sätt. Ledningens uppgift är att ta initiativ till förslag gällande bolagets verksamhet och strategi. Förslagen skall granskas av styrelsen så att ledningen kan implementera dessa givet att styrelsen godkännt de angivna förslagen. Senare är det styrelsen uppgift att övervaka och bevaka att företagsledningen genomför aktiviteterna.

Det första och tredje steget faller inom företagsledningens ansvarsområde och Fama & Jensen (1983) kallar dessa steg *decision management*. Det andra och fjärde steget går under vad Fama & Jensen (1983) benämner *decision control* och faller inom styrelsens ansvarsområde. Detta innebär att styrelsens roll är att ta ställning, godkänna och följa upp. Enligt denna arbetsfördelning får styrelsen en kontrollfunktion enligt agentteorins syn på styrelsens funktion (Blom *et al* 2012).

4.3.9 Styrelsearbete mer än Decision Control

Det framgår tydligt att styrelsen tilldelas en kontrollfunktion enligt agentteorin. Nedan följer en illustration av Himlers och Trickers (1990) kategorisering av styrelsens uppgifter. Av denna indelning framgår att styrelsens tilldelas andra och mer omfattande uppgifter än vad Fama och Jensen (1983) föreslår. I det här fallet tillkommer ”strategiformulering” och ”rådgivning”, det vill säga mer omfattande arbetsuppgifter än beslut och kontroll.

	Inriktning på nutid och passerad tid	Inriktning på framtid
Utåtriktade aktiviteter	Legitimera och vara ytterst ansvarig för företaget	Formulera strategier
Inåtriktade aktiviteter	Övervakning och rådgivning	Upprätta interna riktlinjer

Illustration från Himler & Tricker 1990

Himler och Tricker (1990) lägger till två dimensioner av aktiviteter, de som är riktade inom företaget och de som är utåtriktade aktiviteter. En tvådimensionell funktion kan ge förutsättning för en mer aktiv styrelse då styrelsens lagstadgade uppgift är att ”förvalta bolagets angelägenheter på ett sådant sätt att ägarnas intresse av långsiktigt god kapitalavkastning tillgodoses på bästa möjliga sätt” (SOU 2004).

4.4 Kapitalstruktur

Practitioner: “Things are really tough because the banks are only lending four times cash flow, when they used to lend six times cash flow. We can’t make our deals profitable anymore.”

Academic: “Why do you care if banks will not lend you as much as they used to? If you are unable to lever up as much as before, your limited partners will receive lower expected returns on any given deal, but the risk to them will have gone down proportionately.”

Practitioner: “Ah yes, the Modigliani-Miller theorem. I learned about that in business school. We don’t think that way at our firm. Our philosophy is to lever our deals as much as we can, to give the highest returns to our limited partners.”

(Söderblom et al 2009)

Private-Equity-transaktionen görs till stora delar med extern finansiering (Kaplan & Scholar 2005) För att uppnå en hög avkastning på det investerade kapitalet tillämpas en innovativ finansieringsstrategi (Blundell-Wignall 2007). Detta sker bland annat genom att applicera en kapitalstruktur i flera lager, där banker i regel har möjlighet att värdepappersiera sin del i strukturen (Cressy et al 2007). Genomgående är att använda lån med låg grad av restriktioner, så kallade covenanter (Cumming et al 2007). På så vis tillåts en ökad grad av frihet i förvaltningsarbetet (Cumming et al 2007). Som tidigare nämnts förefaller Private Equity-bolagens belåningsstruktur vara kontroversiell och välstuderad. Följande stycke diskuterar teorier om den optimala kapitalstrukturen samt hypotesen kring fritt kassaflöde i syfte att få en djupare förståelse för valet av belåningsgrad och eventuella följder för den värdeskapande rollen.

4.5 Den optimala kapitalstrukturen

Miller och Modiglianis teorem om den optimala kapitalstrukturen syftar till att skapa förståelse för relationen mellan ett företags värde och dess skuldsättningsgrad. Studien hävdar att ett företags värde samt avkastning till investerare ökar med en högre grad belåning. Därför betraktas skuldsättningsnivån som irrelevant för företags värde då ägarna av företaget kan justera sin risk genom egen belåning. Teorin har mött kritik och har även kompletterats i den justerade publikationen från 1963.

Kritiken gällde bland annat att teorin inte tagit hänsyn till de skatteavdrag som följer med skuldsättning. Detta skatteavdrag även benämnt skattesköld eftersom räntekostnader är avdragsgilla. Sänker detta kapitalkostnaden, vilket i sin tur höjer företagets värde då kapitaltillströmmar diskonteras. Ovanstående samband illustreras med hjälp av följande ekvation.

(Ekvation 4.5)

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

Där

WACC = Företagets genomsnittliga kapital kostnad (Weighted Average Cost of Capital)

W_E = Andel eget kapital

k_E = Avkastningskrav eget kapital

W_D = Andel skulder

k_D = Räntekostnad

t = Skattesats

$(1 - t)$ = Skattesköld

I den omarbetade publikationen från 1963 inkluderade författarna skatteeffekten men det var också i denna artikel de hävdade att bolagets värde ökar i takt med ökad skuldsättningsgrad. Modellen utgår från en rad antaganden som inte går att applicera på verkligheten, dessutom tar den inte hänsyn till att risken för finansiellt obestånd (*financial distress*) ökar med en högre belåningsgrad. Andra forskare hävdar att kostnaden för kapital är mer eller mindre oberoende av belåningsgraden, eftersom den skattefördel som finns med en hög skuldsättning nästan är helt i storlek med den högre kostnaden som tillkommer för denna belåningsgrad (Opler & Titman 1993). Alfred Rappaport (1990:102/104) uttrycker det på följande sätt: "Högre belåning i sig skapar inget värde annat än skattelättnader. Värdet kommer från den operativa effektiviteten och ansvarstagandet som tillkommer med högre grad av belåning". Detta kommer att förklaras närmare i nästa avsnitt.

4.6 Fritt kassaflöde & kapitalstruktur

Som tidigare nämnts kan Private Equity-bolagens värdeskapande roll delas in i de tre faserna som utgör ett innehav. Kapitalstrukturen bestäms i investeringsfasen men kan ge utslag på andra delar av värdekedjan. Detta stycke kommer att komplettera Modiglianis och Millers teorem kring den optimala kapitalstrukturen med Jensens hypotes kring fritt kassaflöde och kapitalstruktur i syfte att förstå följderna av en högbelåningsgrad och om valet av kapitalstruktur kan skapa värde.

Private-Equity-bolagen kritiserar ofta för den höga belåningsgraden (Froud & Williams 2007). Jensens artikel "*Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*" bidrar till en nyanserad bild av föregående påstående. Studien behandlar problematiken som följer när ledningen har tillgång till överskjutande kassaflöde. Överskjutande kassaflöde kan i denna kontext betraktas som kapitalinströmning utöver det som är nödvändigt för att finansiera strategiskt fördelaktiga projekt med ett positivt nuvärde (Jensen 1986).

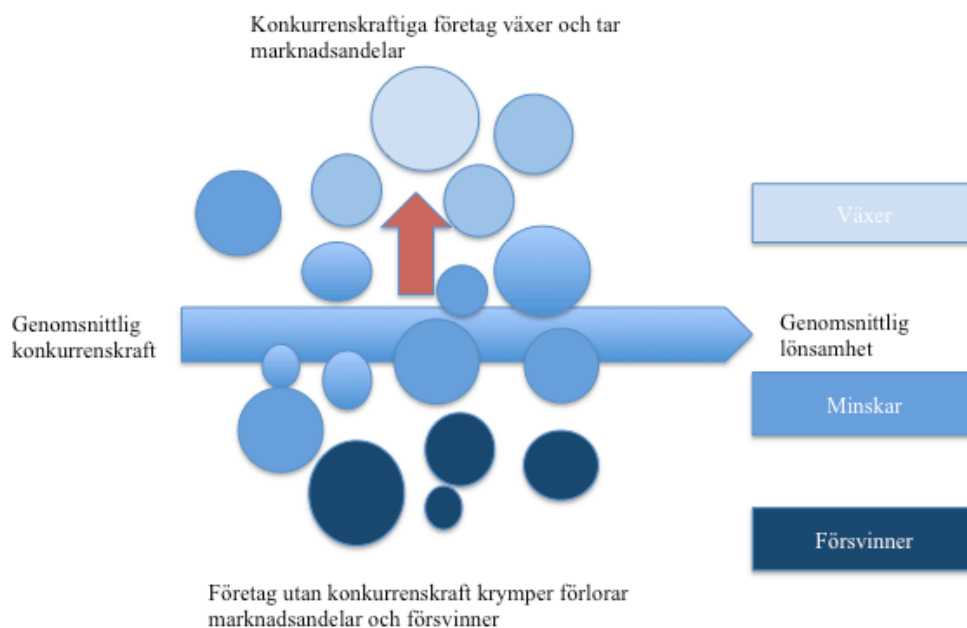
Jensen menar att en ökad skuldsättning minskar risken för ineffektiva och slösaktiga investeringar, detta för att ledningen måste prioritera att betala för amorteringar av skulder och ränta. Föregående resonemang avslutades med Alfreds Rappaports uttalande om att det inte är belåningen eller vilka skattelättnader som följer som är det väsentliga för värdeskapandet utan de beteenden som följer. Jensen som skrev sin artikel fyra år före Rappaport menar att den höga skuldsättningsgraden kan fungera som en motivation. Då risken för finansiellt obestånd ökar med högre grad av belåning kommer detta innebära att anställda kommer att ägna mer energi åt arbetet. Vidare hävdar Jensen att, till skillnad från utbetalning av utdelning, så bemöts återbetalning av skulder med högre acceptans i organisationen.

En högre belåning medför högre kostnad för kapital och för att erhålla en optimal skuldsättningsgrad ska marginalkostnaden av en ökad skuldsättning vara lika med marginalnyttan av densamma (Jensen 1986). Som följd av ovanstående resonemang kan det uppfattas som om Private-Equity-bolagen erhåller stor nytta av den höga belåningen. Den externa finansieringen möjliggör Private-Equity-bolagens transaktioner och tack vare andra investerarens kapital kan de genom en liten egen andel investerat kapital kontrollera

portföljbolaget. Med belåning tillkommer en del kontrollmekanismer av fondens externa investerare, som i sin tur resulterar i att skuldsättningsgraden kan fungera som en disciplinär åtgärd. Utöver att effektivisera överskjutande kassaflöde bidrar den högre kostnaden för belåning till att marginalen förbättras samt att kostnaden för olika aktiviteter effektiviseras (Berg & Gottschalg 2005). Private-Equity-bolagens arbete i att effektivisera kostnader medför operationell effektivitet och en hög belåning anses inte hindra dem (Harris *et al* 2002).

4.7 Shareholder Value

Shareholder value-teorins grundsten är att företagsstrategiska beslut skall fattas med aktieägarvärde som ledstjärna. Aktieägarvärde kan här betraktas som utdelning plus aktiens värdeförändring (Bengtsson & Skärvad 2001). Att fokusera på aktieägarvärdet vid strategiska beslut är en förutsättning för lönsam tillväxt, vidare är lönsam tillväxt en utgångspunkt för värdeskapande. Aktieägarvärdeteorin menar att det är denna process som skall styras då lönsamma och konkurrenskraftiga företag växer och skapar värde för sina ägare. När det gäller Private Equity-bolag kan denna modell förefalla förvirrande då de arbetar i en flerdimensionell konstruktion. För Private Equity-bolaget innebär det att betrakta dessa strategier som ett sätt att få portföljbolaget att uppnå konkurrenskraftiga fördelar och på så sätt växa, det vill säga tillämpa dessa på portföljbolaget och därmed få avkastning på investerat kapital.



Källa: Bengtsson & Skärvad 2001

Aktievärdeteorin fokuserar på det *värde* som strategier på affärsenhet och företagsnivå skapar där värdering används som underlag för att fatta beslut om företagets vägval. Därför analyseras affärsenheter med utgångspunkt i om de adderar eller extraherar värde. Ambitionen är att expandera de affärsenheter som är värdeskapande. De affärsenheter som inte är värdeskapande kan förbättras, avvecklas eller säljas. Att maximera det långsiktiga aktieägarvärdet har ofta

misstolkats till att maximera kortsiktiga kvartalsvinster men detta är inte i enlighet med teorins grundsten, då kortsiktigt fokus på kvartalsvinster kan komma att erodera eventuellt aktieägarvärde på längre sikt (Madden 2007). Fokus på att maximera kortsiktiga kvartalsvinster kan resultera i att bolaget undviker nyinvesteringar då dessa ofta är långsiktiga och kapitalintensiva. Vidare kan detta leda till en motvilja att göra investeringar inom FoU då dessa kan öka risken (Dockery *et al* 2000). Att minska investeringar inom forskningsintensiva områden kan ha en kortsiktig effekt med ökad vinst, men detta kan resultera i en ekonomisk avmattning på längre sikt (Madden 2007).

MCSweeny, 2007 hävdar att om bolag skulle fokusera mer på en långsiktig strategi skulle det långsiktiga aktievärdet öka vilket i sin tur skapar bolagstillväxt, ökar avkastningen för både anställda och ägare och i slutändan skapar ökad välfärd.

4.7.1 Gapmodellen

För att öka aktievärdet kan fokus riktas mot de värdegap som kan uppstå mellan företagets nuvarande aktievärde och det optimala aktievärdet. Värdegapet kan delas in i fem kategorier. I syfte att företaget skall erhålla optimalt aktieägarvärde är gapmodellen behändig för att analysera var i organisationsstrukturen det uppkommit problem (Bengtsson & Skärvad 2002; Gärtner & Olbert 1995)

Värdegap 1: Ofullständig information till ägarna

Detta gap utgörs av skillnaden mellan marknadens värdering av företaget och företagets verkliga värde givet nuvarande vinster, kassaflöde och strategisk inriktning. Det här gapet är ett resultat av att företagsledningen misslyckats med att ge ägarna fullständig information om företaget. Detta kan åtgärdas med effektivare informationsprocesser så att ägare och analytiker kontinuerligt kan erhålla aktuell information.

Värdegap 2: Intäktshöjande åtgärder som ej genomförts

Detta är ett värdegap som uppstår för att kostnadsbesparande samt intäktshöjande åtgärder ej genomförts. Gapet kan minimeras om företaget rationaliserar verksamheten i form av lägre övriga kostnader eller höja rörelsemarginalen och tillämpa lägre kapitalbindning.

Värdegap 3: *Ingen effektivisering av verksamhetsenheter*

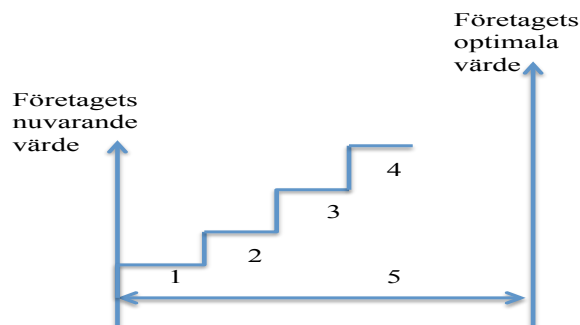
Det tredje värdegapet uppstår för att företaget misslyckats med att effektivisera verksamheten, det vill säga avyttra mindre lönsamma och värdeökande delar av verksamheten. Om företaget kan se över verksamhetens olika enheter samt omstrukturera så att mindre lönsamma och ej utvecklingsbara enheter avyttras kan dessa resurser istället riktas mot de lönsamhetsgenererande delarna av verksamheten.

Värdegap 4: *Företagets finansiella struktur ej optimerat*

Om företaget misslyckas med att omstrukturera företagets finansiella struktur uppstår ett värdegap mellan företagets potentiella värde efter interna och externa åtgärder och företagets potentiella värde efter finansiella struktur åtgärder. Dessa kan vara minskade eller ökade lån, minskade skattekostnader.

Värdegap 5: *Samtliga ovanstående*

Detta gap sammanfattar hela skillnaden mellan företagets nuvarande marknadsvärde och det optimala marknadsvärdet, efter det att alla ovanstående åtgärder uttömts. Detta illustrerar med andra ord den eventuella förmögenhetsökning som skulle tillfalla ägarna om samtliga värdegap eliminerats. Följande figur illustrera sambandet mellan dessa gap och det slutgiltiga målet, nämligen att realisera och maximera företagets potential.



Bengtsson & Skärvad 2001

4.7.2 Kritik mot Shareholder Value

Shareholder value-teorin har kritiserats för att stimulera ökat fokus på kortsiktiga kvartalsavkastningar (Lavery 1996). Detta skapar en kvartalshets som gör att företagen ändrar sin strategi för att ligga ikapp med marknadsförväntningarna. Detta bidrar till att skapa ett klimat där marknaden är för otålig för att vänta på långsiktiga resultat (Lavery 1996). Vidare sägs företag vara motvilliga till att göra långsiktiga investeringar i forskningsområden då dessa är förknippade med risk och i regel är kapitalintensiva, med andra ord är detta en följd av ett ökat kortsiktigt fokus. Teorin har kritiserats för att utesluta andra intressentgrupper såsom kunder, leverantörer och anställda (Kennedy 1999). Samtidigt anser Copeland et al (2000) att det är empiriskt bevisat att det inte finns en konflikt mellan fokus på aktieägarvärde och att tillgodose andra intressenters krav.

4.8 Kärnkompetenser

Private Equity-bolagen i denna undersökning uppvisar en bredd i branschtillhörighet. Detta kan väcka funderingar kring hur de kan hantera och verka i olika affärsområden. Möjligen kan en förklaring ges med hjälp av Prahalad & Hamels 1994 resonemang kring hur företag erhåller konkurrensfördelar med hjälp av kärnkompetenser. Grundstenen i de resurs- och kompetensbaserade strategierna är att de hävdar att företagets unika resurser och kompetenser är den främsta källan till konkurrensfördelar (Bengtsson & Skärvad 2001). Kärnkompetens är ett begrepp som introducerades av Prahalad & Hamel (1990) och som främst handlar om hur företag kan skapa tillväxt och bli marknadsledande inom ett eller flera affärsområden. Ett företags kärnkompetenser kan sägas vara bundna till människorna i företaget och handlar om de anställdas kunskaper inom företagets olika nyckelområden.

I artikeln ”*Competing for the future*” poängterar Hamel och Prahalad (1994) vikten av att ständig utveckling stimuleras. Strategier kan betraktas som visioner om företagets framtida utveckling. På så sätt skapas en stärkande relation mellan företagets nuvarande position och ambition om framtida position. Vidare kan ett gap urskiljas mellan de resurser och kompetenser som företaget

har, och önskade resurser och kompetenser. Först när dessa skillnader urskiljs kan de överbryggas. Hamel & Prahalad (1994) menar att företag ofta slår sig till ro med en tillfällig framgång, på grund av att strategiplanering ofta fokuserat på att nå en överensstämmelse mellan marknadens krav och företagets resurser. Därför bör strategiplanering fokusera på det framtida önskvärda tillståndet i syfte att frambringa drivkraft och motivation (Hamel & Prahalad 1994).

4.8.2 Konkurrens fördelar

Förutom karaktären av en integrerad helhet måste en kärnkompetens uppfylla tre kriterier för att ge upphov till konkurrens fördelar enligt Prahalad och Hamel (1990). Dessa är följande:

1. Kompetensen måste ha potential att användas inom många olika affärsområden.
2. Kompetensen måste bidra till att skapa ett viktigt kundvärde i slutprodukten.
3. Kompetensen måste vara svår för konkurrenterna att imitera.

Prahalad och Hamel (1990) menar att det blir svårt för ett företag att upptäcka sin verkliga styrka om det bara analyserar slutprodukten. Därför ska företag analysera de resurser och kompetenser företaget har inom olika strategiska områden. I beskrivningen av begreppet kärnkompetenser fokuserar Prahalad & Hamels på multinationella företag och hur dessa kan bli marknadsledande inom olika affärsområden och branscher. För att göra Prahalad & Hamels begrepp tillämpligt på studiens empiri kommer en del modifieringar att göras. Syftet är att förklara hur Private Equity-bolagen kan skapa värde för portföljbolag i många olika affärsområden.

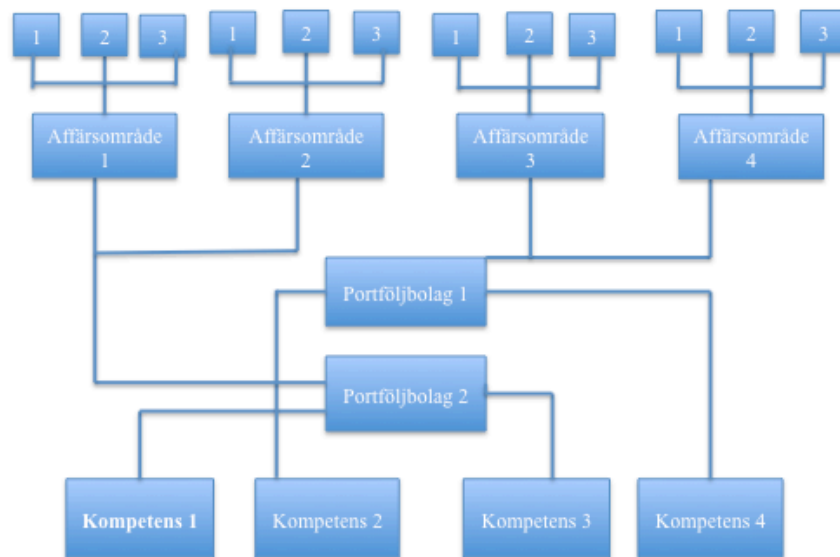
En kärnkompetens skall tillföra kunden värde, i det här fallet kan portföljbolaget betraktas som kunden. Värdet kan vara ett resultat av mindre informationsasymmetri och därmed mindre agentkostnader.

En kärnkompetens skall vara svårimiterad för att kunna leda till konkurrens fördelar. Ett exempel på detta kan vara att Private Equity-bolagen arbetar i nätverk med investmentbanker, branschexperter och andra finansiella institut. Private Equity-branschen kan betraktas som en kapitalintensiv bransch med krav på ett utarbetat nätverk innehållande en rad olika aktörer. Därmed kan inträdesbarriärerna bedöms vara höga, vilket ytterligare gör deras värdeskapande

strategier svårimiterade.

Slutligen ska en kärnkompetens ha potential till att användas inom olika affärsområden. Med andra ord skall den ge access till nya marknader. Av Private Equity-bolagens ägandemönster framgår att de har ägande inom olika branscher/affärsområden och därmed bör de både ha och utveckla kompetenser som kan appliceras på dessa i syfte att tillföra portföljbolaget värde.

Prahalad & Hamel (1990) illustrerar sina tankar med hjälp av ett träd. Författarna liknar trädets stam vid företagets kärnprodukter, grenarna är affärsområden och bladen föreställer slutprodukter. Rotsystemet som förser trädets stam med näring och stabilitet är en bild av företagets kärnkompetenser. Appliceras detta på Private Equity-bolagens verksamhet kan rotsystemet utgöra basen för verksamheten nämligen Private Equity-bolaget, stam och grova grenar är Private Equity-bolagets portföljbolag, de smala grenarna är portföljbolagets affärsenheter och löven är portföljbolagets produkter eller tjänster.



Prahalad & Hamel (1990)

Konkurrensfördel för Private Equity-bolaget kan definieras som strategiska och finansiella åtgärder som syftar till att öka portföljbolagets försäljningsvärde för att erhålla maximal avkastning på investerat kapital.

5. Presentation av fallföretag

I följande kapitel kommer uppsatsens fallföretag att presenteras: Procuritas AB, Segulah AB, IK Investment Partners. Informationen som använts i detta kapitel utgörs av sekundärdata som är publicerad av respektive Private Equity-bolags. Informationen som presenteras i detta kapitel avser endast Private Equity-bolagens nuvarande förvärv och fondernas omfattning. Vidare presenteras respektive Private Equity-bolags mål och ambition vid ett förvärv.

5.1 Segulah AB

Segulah grundades 1994 och har sedan dess deltagit i trettiofyra förvärv. Företaget uttrycker ingen branschfokusering utan är inriktat på förvärv av medelstora onoterade bolag i nordn. Segulahs målsättning är att investera i bolag med en stabil marknadsposition och en tydlig tillväxtpotential. Vidare understryker bolaget vikten av en engagerad och kompetent företagsledning, då det är tillsammans med portföljbolagets ledning de kan utveckla de förvärvade bolagen och på så sätt få avkastning på investerat kapital. Idag förvaltar Segulah elva portföljbolag genom följande fonder:

Segulah III: Denna fond etablerades 2004 med ett förpliktigt kapital på 2,35 miljarder SEK varvid är det oklart hur stor andel Segulah ingått med. Totalt gjordes nio förvärv genom Segulah III, fem av dessa har avyttrats och fyra av dessa är fortfarande inom bolagets förvaltning.

Segulah IV är den senaste av Segulahs fonder, den etablerades 2007 och har ett kapital på SEK 5,2 miljarder. Den är därmed Segulahs hittills största fond. Storleken på fonden Segulah IV är vald med utgångspunkt i Segulahs strategiska ambition att fortsätta göra investeringar i medelstora onoterade bolag. Detta är en fortsättning på den investeringsstrategi som Segulah har haft under de senaste åren.

Segulah har som målsättning att de förvärvade portföljbolagen skall uppnå långsiktig tillväxt, med detta följer en god avkastning på investerat kapital. Segulah menar att en långsiktig tillväxt uppnås av en kombination av följande faktorer, *fokus, kompetens* och *kapital*. Fokus på

portföljbolagets kärnverksamhet och på så sätt utveckla en affärsplan med tydliga tillväxtambitioner. Ett effektivt styrelsearbete innebär att den tillsatta styrelsen har omfattande kompetens samt är tillgänglig för ledningen. Slutligen är kapital avgörande för att finansiera tillväxt och eventuella tilläggsförvärv (Segulah.se).

5.2 Procuritas

Procuritas grundades 1986 och specialiserar sig på att initiera, strukturera och finansiera uppköpsaffärer i Norden. Företaget har ingen klar fokusering till enskilda branscher. Procuritas målsättning är att förvärva medelstora bolag och med ett aktivt ägande tillföra portföljbolaget värde genom investeringens alla faser. Sedan grundandet har Procuritas deltagit, initierat, eller varit rådgivare till trettiofyra uppköp till ett värde av tolv miljarder kronor (Procuritas.se). Idag har Procuritas majoritetsägande i tolv portföljbolag genom följande tre fonder:

Procuritas Capital Investors V: Detta är Procuritas senaste fond som startades i juli 2012, med ett förpliktigt kapital på EUR 210 miljoner där Procuritas ingått med fem procent av det utfästa kapitalet. Procuritas partner har direkt eller indirekt förbundit sig för fem procent av kapitalet. Idag förvaltar Procuritas ett portföljbolag genom denna fond.

Procuritas Capital Investors IV: Denna fond etablerades 2008 med ett garanterat kapital på EUR 139 miljoner, där Procuritas ingick med fem procent av detta kapital. Idag förvaltar Procuritas nio portföljbolag genom denna fond.

Procuritas Capital Investors III: Fonden etablerades 2003, med ett garanterat kapital på EUR 227 miljoner. Idag förvärvar Procuritas enbart ett portföljbolag genom denna fond, då de andra är avyttrade.

5.3 IK Investment Partners

IK investment partners är ett europeiskt Private Equity-bolag med nordiska rötter. Bolaget grundades 1989 och sedan dess har bolaget genomfört åttio förvärv med en omsättning på EUR 7.5 miljarder. Bolaget har idag fem investeringsteam med placering i Frankrike, England, Tyskland och Sverige. Sammantaget förvaltar dessa team tjugotvå bolag genom fyra fonder, varav det svenska teamet förvaltar tre av koncernens tjugotvå nuvarande portföljbolag. De portföljbolag vilka är verksamma i Sverige förvaltas genom följande fonder.

IK 2007: Etablerades 2007, fondens förpliktigade kapital är EUR 1.7 miljarder. Genom denna fond förvaltar bolaget sexton portföljbolag varav två är verksamma i Sverige.

IK 2004: Etablerades 2004, fondens förpliktigade kapital är EUR 825 miljoner. Vidare förvaltas elva portföljbolag genom denna fond varav ett bolag är verksamt i Sverige.

IK har som ambition att sträva efter långsiktig tillväxt för sina portföljbolag. De vill åstadkomma detta genom operationella och strategisk förbättringar. IK uttrycker inte någon branschspecialisering utan vänder sig till investeringsobjekt som uppvisar en tydlig marknadsposition men av olika anledningar inte utnyttjat sin maximala prestationsförmåga. Den övergripliga målsättningen är att överbrygga klyftan mellan portföljbolagets nuvarande och potentiella resultat (IKinvest.com)

6. Empiriska resultat och Analys

I detta kapitel presenteras och analyseras uppsatsens empiriska material områdesvis. Kapitlet inleds med förvärvsprocessen, sedan presenteras respektive bolags investeringsstrategi samt ägarstrategi. Presentationen av det empiriska materialet varvas med analys av hur detta återspeglas och förklaras av det valda teoriområdet.

6.1 Buyout-processen

6.1.2 Segulah

Förvärvsprocessen i Segulah går i huvudsak till på två olika sätt. Det ena sättet innebär att de själva letar upp eventuella investeringsobjekt. Detta är ett informellt tillvägagångssätt som kan innebära att beslutsprocessen går fortare. Det andra sättet innebär att de blir kontaktade av exempelvis investmentbanker som innehar säljmandat. Detta är en strukturerad process där även andra aktörer har möjlighet att ingå i budgivningen. Följaktligen tar denna process ofta längre tid. Oavsett tillvägagångssätt så innehåller denna fas en due diligence, vilket innebär en genomgående screening av bolaget där inhyrda konsulter delvis genomför prospekteringen. Segulah anser inte att sättet att förvärva påverkar resterande delar av investeringsprocessen.

6.1.3 Procuritas

Förvärv av portföljbolag sker på två olika sätt och båda alternativen förekommer lika ofta. Det är via aktörer, exempelvis investmentbanker, som innehar säljmandat och på så sätt initieras en auktionsprocess. Det andra sättet är att de själva kontaktar bolag och arbetar aktivt på det sättet. Denna fas innebär många granskningar, där inhyrda konsulter genomför en del av granskningsarbetet. Båda förfaranden har sina för och nackdelar. En strukturerad process med flera budgivare kan vara kostsam om det finns flera budgivare. Den ses som positiv om Procuritas innehar exklusivitet, det vill säga är de enda som budar, med det följer en kortare process. En strukturerad process innebär att mycket information redan finns tillgänglig och

färdigpaketerad (läs nyckeltal). En informell process har nackdelen att det kan ta längre tid innan ägaren har bestämt sig för att sälja bolaget. En informell process innebär att Procuritas har exklusivitet då det ofta inte finns några andra köpare involverade samtidigt. Slutligen upplever de inte att förvärvsprocessen påverkar ägandeperioden nämnvärt, eller påverkar investeringen i sin helhet.

6.1.4 IK Invests

Investeringsfasen utgörs av två huvudsakliga tillvägagångssätt. Ägare som vill sälja sina bolag kontaktar investmentbolag och därefter initieras en auktionsprocess. Bolaget värderas och man går in i en så kallad due diligence-fas, där bolaget granskas och värderas, och efter sex till åtta veckor läggs det slutgiltiga budet. Det finns andra mer informella tillvägagångssätt där de arbetar aktivt och tar kontakt med bolag själva. IK säger inte att det ena tillvägagångssättet är bättre än det andra utan att detta är helt ”case”-baserat och därmed beroende på det enskilda fallet.

6.1.5 Analys

Det framgår att förvärvsprocessen går till på samma sätt hos alla tre bolag och att Buyout-transaktionen föregås av en intensiv prospekteringsprocess. Därmed kan det konstateras att alla tre Private Equity-bolag agerar enligt Blundell-Wignalls (2007) beskrivning av det generella förfarandet i den initiala fasen. Det finns en variation i uppfattningen om det ena är bättre än det andra. Klart står att förvärvsprocessen kan gå till på två olika sätt, en formell, det vill säga strukturerad process, eller en informell process. Samtliga respondenter menar att tillvägagångssättet inte kommer att påverka ägandefasen eller exit-fasen.

Detta är en uppfattning som inte stämmer med Berg & Gottschalg's (2005) resultat. Berg & Gottschalg (2005) menar att Private Equity-bolaget kan utnyttja eventuellt informationsövertag vid en icke strukturerad process och på så sätt köpa bolaget till ett lägre pris än vad som hade varit möjligt vid en auktion, och vid exit-fasen kommer detta att utnyttjas. Därför leder denna informationsasymmetri till arbitragemöjligheter då Private Equity-bolaget kommer att tillämpa en köp billigt sälj dyrare strategi. Detta är inte något som Berg & Gottschalg (2005) benämner som värdeskapande genom kontroll och styrning.

6.2 Investeringsstrategi

6.2.1 Segulah

Segulah är inriktade på medelstora onoterade bolag. Bolagen ska ha en stark marknadsposition och tydlig tillväxtpotential, de ska även ha en kompetent ledning samt uppvisa en historik av god lönsamhet. Segulah är inte inriktade på specifika branscher, utan deras investeringsstrategi uppvisar ägande i en rad olika branscher. Däremot har de en del överenskommelser med sina investerare. Överenskommelserna innebär att Segulah inte kan göra investeringar inom vapen-, tobaks-, alkohol- och spel-industrier. Segulah investerar enbart i bolag med nordiska rötter

6.2.2 Procuritas

Procuritas har ingen branschfokusering i den bemärkelsen att de investerar enbart i vissa branscher. Däremot förekommer andra restriktioner baserade på överenskommelser med investerare. Överenskommelserna innebär att Procuritas inte investerar i bolag vars verksamhet innebär alkohol- och vapenförsäljning samt tobaksframställning/försäljning. De söker bolag som är onoterade och som har ett bolagsvärde mellan EUR 20 och 60 miljoner. En del av Procuritas strategi är att se till stora bolag som ofta har enheter de inte lägger tillräckligt med fokus på, Procuritas köper då ut den specifika enheten. Ofta har sådana enheter en specifik nisch, som andra industriella aktörer är intresserade av att köpa efter att Procuritas utvecklat enheten till en självständig verksamhet. Procuritas investerar bara i bolag med nordiska rötter.

6.2.3 IK Investment Partner

IK investerar i medelstora onoterade bolag med en omsättning mellan EUR 50 till 150 miljoner. Portföljbolaget skall uppvisa tydlig tillväxtpotential och förmåga att uppnå motståndskraftig marknadsposition inom respektive bransch. Bolaget skall uppvisa ett starkt kassaflöde. Utöver detta ser de gärna att bolag som de investerar i kan upprätthålla tillväxt genom konjunkturcykler. IK är som tidigare nämnts ett europeiskt Private Equity-bolag med nordiska rötter, men inte heller hos IK finns någon branschinriktning utan ägandemönstret uppvisar en bred branschtillhörighet. IK har precis som Segulah och Procuritas överenskommelser med sina investerare som innebär att IK inte gör investeringar i vapen- och tobaksindustrier.

6.2.4 Analys

Även om Private Equity-bolagen inte uppvisar någon branschfokusering drabbas de av en del restriktioner, vilket bland annat kan bero på att en stor del av de institutionella investerarna är pensionsbolag. Idag är det vanligt att pensionsbolag utgör en stor del av Private Equity-fondernas investerargrupp. Detta stämmer väl med Blundell-Wignalls (2007) konstaterande och därmed förklaras ovanstående restriktioner som drabbar Private Equity-bolagen.

Alla tre bolag framhåller att bolagen ska vara välskötta och uppvisa ett starkt kassaflöde. Det är också en fördel om bolagen uppvisar en låg skuldsättningsgrad. Ovanstående faktorer är viktiga kriterier för Private-Equity-portföljbolag enligt förekommande observationer av (Kirckpatrick, 2007; Opler & Titman 1993; Froud & Williams, 2007). IK uttryckte att de strävar efter att göra investeringar i bolag som kan uppvisa tillväxt genom konjunkturcykler vilket stämmer överens med Blundell-Wignalls (2007) observation att bolag som kan uppvisa stabil tillväxt även genom konjunktursvängningar är attraktiva portföljbolag för Private Equity-aktörerna.

6.3 Finansieringsstrategi

6.3.1 Segulah

Segulah tillämpar en finansieringsstrategi med hög grad av belåning och på så sätt möjliggörs förvärvet. Segulah nämner inget om vilka typer av lån som används. Men framhäver att den finansieringslösning som tillämpas inte är tänkt att hämma portföljbolagets tillväxtpotentialer. Detta är en medveten strategi för att optimera resursanvändningen. Segulah nämner inte något om den eventuella skatteeffekten som bidragande till avkastning på det investerade kapitalet.

Den höga belåningsgraden som följer förvärvet betraktas inte som en begränsning. Denna anpassas efter portföljbolagets förutsättningar. Om bolaget initialt är känsligt för eventuella konjunktursvängningar genomförs inte förvärvet. Segulahs ambition är att utveckla portföljbolaget från nuvarande position till en optimal resursanvändning. Det kan även innebära nya investeringar och detta är inte något som hämmas av den valda finansieringslösningen. Vidare upplevs detta även som något positivt då det finns en större benägenhet till att optimera resursanvändningen inom portföljbolaget.

6.3.2 Procuritas

Procuritas anpassar finansieringslösningarna efter bolagets förutsättningar. De upprättar en överskådlig och tydlig finansieringsstrategi, vilket innebär att de inte använder en finansieringslösning som är komplex utan istället utgörs enbart av ett lån. Detta underlättar för ledningsgruppen för med en tydlig finansieringsstrategi blir förhållningsramarna tydliga och överskådliga

”Belåning beror på hur stabilt kassaflöde bolaget har, det ska tilläggas att vi är ganska konservativa i våra finansieringslösningar. Vi har alltid bara seniora lån det vill säga ett banklån. Vi lånar ca 40-50% och resterande är från fonden”.

Procuritas investerar även i företag med ett större bolagsvärde men det förutsätter att det finns en annan med-investerare, dock med förbehåll för att Procuritas fortfarande är majoritetsägare.

Procuritas säger att den valda finansieringslösningen inte ska hämma portföljbolagets tillväxtpotentialer, den ska istället användas som ett sätt att optimera den aktuella kapitalstrukturen och kassaflödet och på så sätt ska en finansieringslösning bidra med vidare utvecklingsmöjligheter snarare än restriktioner. Procuritas menar att problemet med belåning framträder om analyserna som gjorts i den initiala fasen är bristfälliga och finansieringslösningen inte är anpassad till portföljbolaget och dess utveckling. Detta innebär att bolaget kommer att hamna i en finansiell distress och vid det tillfället kommer portföljbolaget uppleva en stagnation.

6.3.3 IK Investment Partners

IK finansierar sina förvärv både med kapital från sin egen fond och lånat kapital, fördelningen är cirka hälften av båda. Målet med IK's finansieringsstrategi är att optimera portföljbolagets kassaflöde. De menar att finansieringslösningar är anpassade till det enskilda portföljbolaget. Då IK har som krav att bolaget de investerar i ska uppvisa betydande kassaflöde, innebär det att deras portföljbolag ofta klara av denna kapitalstruktur. Det finns en medvetenhet kring att detta ökar risken för finansiell distress. De poängterar att de seniora lån som används följs av en del restriktioner, så kallade covenant, som innehåller en del avkastningskrav. Uppfylls inte dessa kommer handlingsfriheten att begränsas då utlåningsaktören kommer att få större handlingsutrymme. Det innebär att Private Equity-bolaget inte har samma handlingsutrymme att göra nödvändig åtgärder, och en dialog med banken blir en del av den dagliga verksamheten. IK poängterar att belåningen i sig inte är något problem så länge bolaget går bra. Det är först när produktion och tillväxt stannar av som det blir ett problem. I förlängningen innebär detta att IK har nog med incitament för att se till att portföljbolaget inte hamnar i en sådan situation.

6.3.4 Analys

Gemensamt för Private Equity-bolagen är att de tillämpar en finansieringslösning med hög grad av belåning vilket bekräftar Berg & Gottschalg's (2005); Blundell-Wignalls (2007) observationer. IK nämner avkastningskraven covenant som följer belåningen. Även om intervjun inte kan bekräfta huruvida dessa är låga eller höga, fick jag den uppfattningen att dessa är av betydande hos alla tre bolag. Därmed kan det empiriska materialet i denna undersökning inte bekräfta

Cumming et al (2007) påstående om att Private Equity-aktörernas belåning generellt har låg grad av restriktioner.

Alla tre respondenter betonar att ambitionen med den finansieringslösning som tillämpas är att optimera portföljbolagets kassaflöde. Utifrån gap-modellen innebär detta att det fjärde värdegapet minimeras då företagets finansiella struktur har optimerats. Detta innebär ett steg för att uppnå optimalt aktieägarvärde enligt gap-modellen.

Alla tre respondenter är eniga om att högre grad av belåning även medför ökade räntekostnader. De är medvetna om att detta kan inverka på det enskilda portföljbolagets handlingsfrihet i investeringsfrågor. Detta innebär reducerade möjligheter till investeringar för portföljbolaget men det ökar ägarnas (Private Equity-bolagen) kontroll över ledningen och minskar utrymmet för att genomför icke strategiskt fördelaktiga investeringar. Detta bekräftar Jensens (1986) hypotes kring fritt kassaflöde. Respondenterna anser att en åtstramning av kassaflödet givet att det är rätt anpassat, leder till en effektiv allokering av kapital inom portföljbolaget. Detta är konsistent med Rappaports (1993) observation att högre grad av belåning bidrar till en operativ effektivisering och på så sätt är en värdeskapande strategi.

6.4 Ledningens engagemang

6.4.1 Segulah

Segulah har som kriterium att bolaget skall ha en kompetent och välfungerande ledningsgrupp. ”Vi bygger vår verksamhet på att backa upp duktiga företagsledningar”. Hur ledningsgruppen fungerar är med andra ord en avgörande parameter för att förvärvet skall genomföras. Segulah baserar sin affärsmodell på att ledningen blir delägare. Syftet med att ledningen ska bli delägare är att skapa incitament för att säkerställa att det finns gemensamma mål mellan ägare (Segulah) och ledningsgruppen (portföljbolaget). Då Segulah är ägare och representerade i styrelsen kan de inte vara delaktiga i den operativa verksamheten i för stor utsträckning. Därmed blir ledningen ett verktyg i syfte att realisera uppsatta mål.

6.4.2 Procuritas

Procuritas ser att ledningen blir delägare i portföljbolaget och genomför inte förvärv där ledningen inte är redo att investera i bolaget tillsammans med Procuritas. Detta för att säkerställa att ledningsgruppen gör sitt yttersta och själva tror på företagets verksamhet

”Det är viktigt för oss att ledningen känner en delaktighet i bolagets framgång. På detta sätt kan vi alliera bolagets alla beslutsfattare till att agera enhetligt. Sedan upplever vi att kontakten mellan ledningsgruppen och styrelse blir bättre då utgångspunkten är densamma; båda är risktagare och beslutsfattare.”

Procuritas säger att alternativet skulle kunna vara att byta ut ledningsgruppen när de tillträder. Detta är inte ett aktuellt alternativ, därför att det betraktas som turbulent och svårt att genomföra. *“Företagskulturmässigt är det en ganska svår sak att säga: det här bolaget som drivits på det här sättet av den här ledningen skall ut, och du ska lyfta in en ny ledningsgrupp. Vidare tror jag att man behöver mer tid för den formen av förändringsarbete. Vårt perspektiv på fem år är varken tillräckligt eller lämpligt för den typen av strategi”* Procuritas poängterar att ledningens engagemang och kompetens är en avgörande parameter i prospekteringsprocessen. ”Vi investerar inte i bolag med en haltande ledning”. Även här nämns vikten av samarbetet mellan ledningen

och styrelsen. Samarbete underlättas när det finns gemensamma mål och därför har man alltid incitamentsprogram.

6.4.3 IK Investment Partners

Även IK ser till att ledningen blir delägare och investerar i bolaget tillsammans med IK, detta för att skapa incitament för gemensamma mål. IK menar att redan vid den initiala fasen utvecklas en detaljerad affärsplan innehållande vad som skall ske under kommande år, det kan röra sig om tilläggsförvärv eller annan form av expansion. Därmed har en gemensam plan för kommande år redan etablerats och detta är en premis för IK. Syfte med ledningens delägarskap är att upprätthålla gemensamma incitament genom hela processen ända fram till ett exit.

”Vi är trots allt ägare och vi ska inte driva bolaget från dag till dag. Detta är ledningens uppgift. Därför är det viktigt att vi har rätt person på rätt plats.”

Då utgångspunkten är att ledningen skall bli delägare, finns det alltid beredskap för oförutsedda händelser som gör att IK kan byta ut delar av ledningsgruppen om så skulle behövas. IK menar att en bra och väl fungerande ledningsgrupp direkt är avgörande för om investeringen blir lyckosam. Incitamentsprogram ökar engagemanget och fungerar som en sporre för fortsatta prestationer.

6.4.4 Analys

Alla tre respondenter hävdar att användandet av incitamentsprogram är en del av deras ägarstrategi. I teorikapitlet nämndes belöningsystem och övervakning som två åtgärder i syfte att kontrollera och reducera agentkostnader (Anthony & Govindarajan 2007). Incitamentsprogrammen innebär bland annat att ledningen erbjuds delägarskap i portföljbolaget och i alla tre fall är det en grundpremiss för att dessa tre Private Equity-bolag ska genomföra investeringen. Syftet med delägarskap är att skapa incitament till att sträva efter gemensamma mål.

Den andra mekanismen var övervakning. Av det empiriska resultatet framgår att alla tre Private Equity-bolag övervakar sina portföljbolag genom att upprätthålla en frekvent kommunikation och tydlig närvaro. Vidare upprättas tydliga mål genom hela processen. På så sätt reduceras informationsasymmetrier och därmed minskar agentkostnaderna.

Jag anser därmed, efter teoretiska och empiriska studier, att användandet av incitamentsprogram är en del av Private Equity-bolagens värdeskapande strategi. Detta verkar för att maximera aktieägarvärdet, då det minimerar värdegap ett enligt gap-modellen. Dock skall det även poängteras att en del forskare inte tror på kopplingen mellan ökat aktieägarvärde och tillämpandet av incitamentsprogram (McSweeney (2007)). Med andra ord är det senare inte konsekvent med föregående resonemang. Trots det framhäver alla respondenter betydelsen av incitamentsprogram och vikten av att ha gemensamma mål att arbeta mot. Gemensamt mål kan tolkas som högt bolagsvärde vid exit.

6.5 Styrelsens roll

6.5.1 Segulah

Segulah går vanligtvis in som majoritetsägare och tillsätter styrelsen för sina portföljbolag. Styrelsen blir deras verktyg för att styra portföljbolaget, då de är ägare och inte ska vara alltför inblandade i den operativa verksamheten. Segulah säger att de eftersträvar ett dynamiskt styrelsearbete där styrelsens inte enbart har en kontrollfunktion. *"Vi eftersträvar en dynamisk styrelse och ser att den är tillgänglig utöver formella styrelsemöten."*

De vill att styrelsen ska fungera som ett bollplank för ledningsgruppen. De hävdar att styrelsen skall vara tillgänglig utöver formella styrelsemöten. Segulah säger att det är en förutsättning för en effektiv kommunikation och ett nära samarbete mellan styrelse och ledning. *"Att ha en majoritetsägare med tydliga mål gör Private Equity-modellen enkel och tydlig"*. Segulahs aktiva närvaro i portföljbolaget innebär att detta kan hålla en rakare linje, vilket även leder till klarare beslut. Ett nära och effektivt samarbete innebär även kortare beslutsvägar. I styrelsen sitter tre eller fler representanter från Segulah, resterande styrelseledamöter är tillsatta av Segulah. Segulah tillsätter styrelsemedarbetare som ofta innehar expertkompetens inom portföljbolagets verksamhetsområde.

6.5.2 Procuritas

"Våra styrelsegrupper är mer involverade i bolagen, jag kan sitta med de bolag jag är styrelserepresentant för varje vecka, och hjälpa till med olika delar. Vi är där för att vara aktiva, assistera och hjälpa till".

Då Procuritas enbart gör förvärv med förutsättning att de är majoritetsägare, har de full handlingsfrihet i tillsättningen av portföljbolagets styrelse. Procuritas upplever att en välfungerande styrelse direkt är avgörande för att investeringen ska bli lyckosam. Det poängteras att en välfungerande styrelse innebär att det upprättas ett konstruktivt arbetssätt mellan företagsledningen och styrelsen. Procuritas upplever att det är genom styrelsen som de formellt kan styra bolaget och framhäver därmed vikten av ett fungerande samarbete mellan styrelse och ledning. Procuritas intar vanligtvis tre styrelseposter i varje portföljbolag. Resterande poster väljs

utifrån den kompetens som portföljbolaget behöver för att uppnå de mål som upprättades i det initiala skedet. Därmed ser Procuritas till att styrelsen innehar en aktiv roll, där styrelsen skall vara delaktig i strategiformuleringen och stötta företagsledningen.

6.5.3 IK Investment Partners

IK ger sina styrelsegrupper en aktiv roll. Då de alltid inträder som majoritetsägare kan de tillsätta styrelsen utan att behöva förhålla sig till någon annan. Styrelsen blir därmed deras verktyg för att styra och leda bolaget. Styrelsegrupperna för IK's portföljbolag är tillgängliga utöver formella styrelsemöten. Detta bidrar till ett effektivt och i slutändan välfungerande samarbete mellan företagsledningen och styrelsegruppen. Att styrelsen är tillgänglig underlättar samarbetet med företagsledningen, IK menar att det även leder till en effektiv kommunikation och kortare beslutsvägar. IK menar att kortare beslutsvägar bidrar till att upprätthålla en mindre byråkratisk företagsstruktur vilket gör det lättare att snabbare hantera oförutsedda händelser.

”Våra styrelsegrupper har en aktiv roll och det är en stor skillnad från börsbolag där det inte är lika vanligt att man lägger lika mycket tid och resurser som vi gör.”

6.5.4 Analys

Alla tre Private Equity-bolag framhåller vikten av styrelsen som deras verktyg för att kontrollera och övervaka portföljbolagets utveckling. Detta stämmer överens med ett agentteoretiskt perspektiv på styrelsen. Fama & Jensen (1983) framhåller styrelsen som ägarnas redskap som på ett effektivt sätt ska säkerställa att ledningen agerar i deras intresse. Att Segulah, Procuritas och IK tillsätter alla poster i styrelsen vid ett inträde, medför detta enligt Fama & Jensen (1983) att ägarna får ett starkt inflytande över styrelsen och företagsledningen. Alla tre respondenter framhåller vikten av en effektiv kommunikation och ett välfungerande samarbete mellan ledning och styrelse. Då Private Equity-bolaget är ägare och erhåller näst in till fullständig information om bolaget genom att vara representerade i styrelsen. Minskar det första värdegapet i gapmodellen och leder på så sätt enligt Shareholder-Value-perspektivet till ökat aktieägarvärde.

Separationen mellan ägande och kontroll leder till informationsasymmetri och följaktligen kontaktkostnader enligt agentteorin. Så blir det därför att den enskilda individen strävar efter att maximera egennyttnen (Alhain & Demsetz 1972; Fama & Jensen 1983). Av det empiriska materialet framgår att avståndet mellan ägare → styrelse → ledning minimeras. Ägarna (Private Equity-bolaget) kontrollerar styrelsen eftersom de är representerade och själva tillsätter resterande poster. Utifrån det empiriska materialet kan det poängteras att förhållandet mellan styrelse (principal) och ledning (agent) samt förhållandet mellan ägare (principal) och styrelse (agent) innebär informationsasymmetri som kan leda till konflikter. Möjligen är detta anledningen till alla tre respondenter poängterar vikten av att upprätta ett nära samarbete och gemensamma mål i dessa tre led.

Då styrelsens huvudsakliga uppgift är att säkerställa att ledningen agerar i ägarnas intresse tillsätter Private Equity-bolagen VD för sina portföljbolag och kontrollerar därmed ledningen. Detta innebär minskade agentkostnader i agent/principal-förhållandet mellan styrelse och ledning. Tidigare nämndes ledningens delägarskap och även i detta avseende innebär det mindre agent/principal-problematik då delägarskap skapar incitament för ledningen (agent) att agera i styrelsens (principalens) intresse. Detta bekräftar Anthony & Govindarajans (2007) tankegångar gällande vikten av belöningsystem som också reducerar agentkostnaderna.

I teorikapitlet nämndes Fama & Jensens inflytelserika modell för arbetsfördelning i beslutsprocessen. Där framgår det tydligt att styrelsen har en kontrollerande funktion. Detta stämmer överens med det empiriska materialet, då alla tre respondenter medger att styrelsen delvis är deras verktyg för att kontrollera ledningen. Men sedan tillägger alla respondenter att styrelsens roll inte enbart betraktas som en kontrollerande funktion. De framhäver vikten av att styrelsen är tillgänglig och stödjer företagsledningen och ska därmed fungera som ett bollplank till ledningen. En affärsplan formuleras samt strategier och riktlinjer för ägandeperioden tillsammans med ledningen.

Denna bild av styrelsens funktion stämmer bättre överens med Himler & Tickers (1990) beskrivning av styrelsens arbetsområden. Detta kan delvis vara en konsekvens av att rollfördelningen mellan agent och principal inte är lika separerad som agentteorin förutsätter att den är. Styrelsen (Private Equity-bolaget) kontrollerar och portföljbolagets ledning och det återfinns ett nära samarbete mellan de. Därmed styrker det empiriska materialet Himler & Trickers (1990) perspektiv på styrelsens funktion.

	Inriktning på nutid och passerad tid	Inriktning på framtid
Utåtriktade aktiviteter	Legitimera och vara ytterst ansvarig för företaget	Formulera strategier
Inåtriktade aktiviteter	Övervakning och rådgivning	Upprätta interna riktlinjer

6.6 Private Equity-bolag; en institutionell ägare

I teorikapitlet diskuterades de två begreppen exit och voice i syfte att förstå och förklara ägarbeteenden. Olika individer gör olika bedömningar gällande faktorer som avgör huruvida voice- eller exit-beteende är att föredra. Private Equity-bolag är juridiska personer, med andra ord är ett Private Equity-bolaget en institutionell investerare. I teorikapitlet nämndes några faktorer som enligt Hedlund et al 1985 påverkar vilket beteende som intuitionen kommer att använda sig av.

6.6.1 Analys

Vilket ägarbeteende som är att vänta av Private Equity-bolaget avgörs av institutionens syfte. Detta framgår i Private Equity-bolagens affärsidé som introducerades i presentationen av fallföretagen. Gemensamt för alla tre fallföretag är att de intar majoritetsposition, vilket innebär en god förhandlingsstyrka. Alla tre respondenter konstaterar att tilläggsförvärv, geografisk expansion eller renodling av verksamheten är strategier som kan tillämpas i syfte att öka portföljbolagets lönsamhet. Av det resonemanget kan Private Equity-bolagens riskbenägenhet betraktas som neutral. Av det empiriska materialet framgår att Private Equity-bolagens syfte är att få avkastning på investerat kapital genom att förvalta bolag och utnyttja sitt inflytande och sin kompetens för att utveckla portföljbolaget. Med detta syfte är ett voice-beteende att vänta enligt Hedlund et al (1985). Med utgångspunkt i Hedlunds et al (1985) kategorisering av institutionens ägarbeteende förväntar man att Private Equity-bolaget har ett högt voice-beteende och ett lågt exit-beteende.

Karaktäristiska	Typ A	Typ B
Portföljprofil	Koncentration till få	Omfattande diversifiering
"Stakes" i företaget	Stora	Små
Kommunikation i företaget	Tät	Ytlig
Lojalitet med företaget	Hög	Låg eller ingen alls
Intresse av ledningsfrågor	Stort	Inget alls

Det framgår av det empiriska materialet att Private Equity-bolagen äger ett begränsat antal portföljbolag periodvis. Det framgår även att de har betydande intressen i respektive portföljbolag. De strävar efter en effektiv kommunikation med ledningsgruppen genom mekanismer som exempelvis övervakning och implementering av belöningsystem. Slutsatsen blir alltså att Private Equity-bolagen är intresserade av ledningsfrågor samt är lojala mot portföljbolaget då avkastning på investerat kapital direkt kan kopplas till portföljbolagets lönsamhetsutveckling under ägandeperioden. Mot bakgrund av dessa beteenden kan det empiriska materialet bekräfta Charkhams (1994) kategorisering av Private Equity-bolag som institutionella ägare under kategori A.

6.7 Strategisk omstrukturering

6.7.1 Segulah

Segulah affärsidé är att *”tillföra fokus, kompetens och kapital”* och med hjälp av dessa åtgärder uppnå målsättningen att utveckla sina portföljbolag och på så sätt erhålla avkastning på investerat kapital. Respondenten poängterar att portföljbolagen kan vara diversifierade och ha verksamheter som inte faller inom den övergripande strategiinriktningen. Segulah kan renodla portföljbolagets verksamhet och avyttra verksamhetsområden som är mindre lönsamma i syfte att fokusera portföljbolagets verksamhet till det som ligger inom ramen för bolagets kärnkompetenser och resurser. *”Det hela handlar om att verka enhetligt, se till bolagets helhet och individanpassa vårt arbete till det specifika bolagets förutsättningar, det vill säga kompetenser och resurser.”* Detta kan åstadkommas delvis genom att Segulah tillsätter styrelsemedlemmar med expertkunskap inom portföljbolagets verksamhetsområde. Dessa träder in som konsulter och är en del av Segulahs nätverk av industrialister och branschspecialister som också har styrelseposter. I den initiala fasen utformar styrelsen (Segulah) och ledningen en affärsplan med detaljerade mål för vad portföljbolaget ska åstadkomma under kommande år. Segulah poängterar betydelsen och fördelen med att vara en aktör som verkar utanför börsen. Detta möjliggör ett större fokus på portföljbolagets utveckling då Segulah inte behöver anpassa sig till marknadens rapporterings- och avkastningskrav.

”Även om vi inte är exponerade för marknadens fokus på ökat aktieägarvärde, så ser vi till att ha kontroll på de bolag vi är ägare av, genom olika formella rapporteringar. Samtidigt kan vi acceptera att en period med mycket förändringsarbete kan uppvisa mindre lönsamhet. Den utgångspunkten gör att vi kan fokusera på vårt arbete, det vill säga tillväxt snarare än kvartalsrapporter”

Hållpunkter för strategisk omstrukturering:

- Inga kvartalsrapporter innebär ett mer riktats fokus på portföljbolagets utveckling
- Ett nätverk av expertkunskap
- Lång erfarenhet av många olika affärsområden
- Fokus på portföljbolagets kärnverksamhet

6.7.2 Procuritas

Procuritas ambition är att stärka portföljbolagets strategiska position. Denna ambition är baserad på slutsatsen att en potentiell köpare kan vara bredd att betala mer för ett bolag med en stark strategisk position. Utgångspunkten är portföljbolagets kärnverksamhet, den verksamhet som tydligast bidrar till portföljbolagets lönsamhet. *”Vi är operationella i vårt arbetssätt, vi vill utveckla bolagen som vi äger”*

”Om vi skulle mjölka ut ett bolag så kan vi inte sälja bolaget vidare” Procuritas menar att de har incitament nog för att verka för portföljbolagets tillväxt. De är också majoritetsägare vilket gör att de kan få genom för sina förslag *”Vi har de rösterna vi behöver för att kunna genomdriva förändringar”*

Med utgångspunkt i det enskilda portföljbolagets resurser och förutsättningar kan de utforma en strategisk riktning för portföljbolaget. Detta realiserar med hjälp av de resurser som Procuritas har, så som kompetens inom särskilda områden men inte minst tillskott av kapital. *”Vi är det äldsta riskkapitalbolaget i Sverige. Det innebär att vi varit verksamma under en lång tid och därtill utformat ett nätverk där vi samlar rådgivare med olika bakgrund och kompetenser som vi kan tillsätta i olika styrelsegrupper, ett så kallat Advisory Network”.*

Procuritas poängterar att de kan stärka portföljbolagets strategiska position genom en kombination av följande åtgärder.

- Ett nära samarbete mellan styrelse och ledning
- En aktiv styrelse som stöttar ledningen
- Expertiskunskap
- Tillförsel av kapital
- Optimering av kapitalstrukturen och en effektivisering av portföljbolagets kostnader

Allt detta med utgångspunkt i de unika resurser som portföljbolaget redan innehar.

6.7.3 IK Investment Partners

”Vi måste bygga bolag som någon vill köpa av oss om tre till fem år”. Det framgår att en hörnsten i IK's strategi är att rikta fokus på grunderna i portföljbolagets verksamhet. Deras roll är att stödja portföljbolaget under processen i riktning mot en strategifokusering. Detta vill IK genomföra genom att förbättra portföljbolagets marginaler och reducera kostnaderna. Ytterligare åtgärder kan innebära tilläggsförvärv eller geografisk expansion. IK framhäver betydelsen av att stödja portföljbolaget genom alla dessa processer. Även om mycket kring det strategiska arbete bestäms i den initiala fasen tillämpar IK ett så kallat hundra-dagars program där de är närvarande i portföljbolaget på en operativ nivå i syfte att säkerställa den initiala implementeringen av affärsplanen. Sedan övergår IK's arbete till att förvalta portföljbolaget genom styrelsen.

IK menar att implementeringen av dessa åtgärder underlättas av att de har en lång branscherfarenhet eftersom IK har gjort investeringar inom en rad olika branscher sedan 1989. Den kombinationen av kunskap och erfarenhet som de har inom olika områden gör att de har goda förutsättningar att förvalta portföljbolag. Detta ger en god plattform vad gäller investeringsbeslut och innebär också att de kan ge ett värdefullt stöd till förvaltningsprocessen.

Att de har finansiell expertis är också en resurs de kan bidra med till portföljbolagets utveckling. *”Vi erbjuder våra portföljbolag betydande finansiell och kapitalmarknads expertis”* Portföljbolagen har tillgång till kapital utan att behöva göra nyemissioner på börsen vilket är en process som är arbetsintensiv och resurskrävande. IK's investeringsteam är en stor del av den resurs som tillförs portföljbolaget. Eftersom investeringsteamet består av representanter med olika nationaliteter bakgrund och utbildning kan IK behärska olika affärsområden. IK menar att eftersom deras erfarenhet av börsintroduktioner är omfattande underlättas en exit-process där börs lansering är ett avyttringsalternativ.

Hållpunkter för strategisk omstrukturering:

- Investeringsteam med olika kompetens innebär att de kan tillföra värde för portföljbolag inom olika affärsområden
- Omfattande erfarenheter av börs lansering innebär vida exit-möjligheter
- Tillgång till kapital innebär möjligheter till expansion och nyinvesteringar

- Styrkan ligger i en kombination av kunskap och erfarenhet

6.7.4 Analys

I teorikapitlet diskuterades Hamel & Prahalads (1994) resonemang om att företag ofta kan slå sig till ro efter tillfällig framgång därför att strategiplaneringen har övervägande fokus på att få en samstämmighet mellan marknadens krav och företagets resurser (Bengtsson & Skärvad 2001). Gemensamt för alla Private Equity-bolagen i denna undersökning är att de verkar utanför börsen och blir därför inte lika exponerade för marknadens krav under ägandeperioden. Därmed har de en utökad möjlighet till att tillämpa strategiplaneringen efter portföljbolagets förutsättningar och på så sätt maximera resursanvändningen.

Respondenterna i undersökningen menar att fördelen med att vara en aktör utanför börsen möjliggör en mer långsiktig strategi. Strategiplaneringen tar utgångspunkt i en vision om vad portföljbolaget ska uppnå i ett framtida tillstånd, det vill säga exit-tidpunkten. Detta bekräftar Hamel & Prahalads (1994) resonemang kring vilka utgångspunkter en strategiplanering bör ha, det vill säga en framtida position i syfte att frambringa drivkraft och motivation.

I Private Equity-branschen planerar man för ett framtida tillstånd inom en tidsperiod på tre till fem år (Berg & Gottschalg 2005). Detta bekräftas av alla tre respondenter. En fråga värd att ställa är om denna tidsperiod är en tillräckligt lång planeringshorisont. Respondenterna tycker att det är en definitionsfråga, men att det är betydligt längre än vad som är vanligt i ett börsklimat.

De tre respondenterna framhåller att deras styrka ligger i en kombination av faktorer, som samverkar i syfte att tillföra portföljbolaget värde. Min slutsats är att kombinationen av dessa faktorer kan betraktas som en svårimiterad kompetens även om dessa inte är helt unika. Därmed uppfyller de ett av kriterierna för kärnkompetens enligt Prahalad & Hamels (1994). Alla framhäver att de tillför kapital om så behövs för att utveckla portföljbolaget. Detta kan betraktas som en värdeökande komponent. Vidare medför deras erfarenhet av bolagsförvaltning access till ytterligare affärsområden. Detta innebär att Private Equity-bolagen erhåller kärnkompetenser och därtill konkurrensfördelar.

Med hjälp av Prahalad & Hamels (1994) resonemang kan en del av Private Equity-bolagens värdeskapande roll förklaras. Av det empiriska materialet framgår att Private Equity-bolagens värdeskapande roll inte kan hänvisas till en enskild kompetens utan snarare det sätt som kompetenser koordineras och används på.

Sammanfattningsvis kan det konstateras givet ovanstående argument att Private Equity-bolagen utvecklar kärnkompetenser som sedan leder till konkurrensfördelar. På så vis kan de tillföra portföljbolaget värde, och med hjälp av Hamel & Prahalads (1994) resonemang kan Private Equity-bolagens diversifierade ägarmönster förklaras ur ett strategiteoretiskt perspektiv, dock kan det även göras andra tolkningar av detta så som riskdiversifiering.

Utifrån teoretiska studier samt undersökningens empiriska material gör jag bedömningen att Private Equity-bolagens investeringar i spridda branscher inte enbart kan förklaras av en riskdiversifieringsstrategi. Deras avkastning avgörs av portföljbolagets utveckling och därför bör de ha och utveckla resurser som är värdehöjande för portföljbolaget.

Alla tre respondenter nämnde kostnadseffektivisering. De nämnde att deras strategier kan innebära en renodling av portföljbolagets verksamhet, det vill säga att mindre lönsamma verksamheter kommer att avyttras om det bedöms att de inte är i portföljbolagets intresse. En kostnadseffektivisering innebär att det tredje värdegapet minimeras vilket enligt gap-modellen kommer att öka aktieägarvärdet. När mindre lönsamma verksamhetsområden avyttras till fördel för en tydligare strategifokusering kommer det andra värdegapet minimeras. Enligt gap-modellen innebär en minimering av alla fem värdegap att bolaget uppnått maximal resursanvändning och att aktieägarvärdet har höjts. Detta stämmer med hur respondenterna beskriver målsättningen med portföljbolaget och vilka åtgärder som implementeras i syfte att uppnå detta.

Värdegap	Orsak till värdegap	Private Equity-bolagens åtgärder
1	Ofullständig information till ägare	Närmare samarbete mellan ägare, styrelse och ledning
2	Kostnadssänkande samt intäktshöjande åtgärder har inte genomförts.	Stramare kassaflöde kostnads effektiviserar portföljbolaget, tillämpar en mindre byråkratisk företagsstruktur, snabba beslutsvägar.
3	Mindre lönsamma verksamhetsområden har inte avyttrats. Inte genomfört förvärv av enheter med goda vinstmöjligheter.	Avyttra portföljbolagets mindre lönsamma verksamhetsområden. Gör tilläggsförvärv om det gynnar portföljbolagets strategiska riktning
4	Den finansiella strukturen har inte optimerats	Effektivisering av portföljbolagets kapitalstruktur, högre lån och lägre skatter
5	Alla ovanstående	Alla ovanstående

Av det empiriska materialet framgår att alla tre respondenter beskriver sina strategier väldigt likartat, även om det återfinns en försumbar skillnad i betoning på olika faktorer. Det kan ifrågasättas om jag erhållit en tillräckligt bred beskrivning och om svaren är ett resultat av en intervju effekt där respondenten delger en socialt accepterad version. Det finns alltid en sådan aspekt med ett kvalitativt tillvägagångssätt med djupintervjuer.

7. Slutsats

I detta avslutande kapitel ämnar jag att besvara uppsatsen frågeställning. Uppsatsen teoretiska och empiriska material ligger till grund för slutsatserna. Vidare kommer resultatets generaliserbarhet att diskuteras. Slutligen kommer jag att resonera kring huruvida undersökningens resultat går att applicera i en kontext utanför den som ligger till grund för Private Equity-bolagen.

Denna undersökning syftar till att förklara och analysera vilka strategier som ligger till grund för Private Equity-bolagens värdeskapande roll. Resultaten visar att Private Equity-bolagen tillför värde till portföljbolaget genom en kombination av olika resurser och styrmedel. I det första kapitlet introducerades områden som ligger till grund för Private Equity-bolagens värdeskapande strategier. Därefter har teorier inom strategiområdet samt agent-teoretiska perspektiv introducerats i syfte att analysera Private Equity-bolagens värdeskapande roll.

7.1 Huvudsakliga slutsatser

Private Equity-bolagen tillämpar både övervakning och implementering av belöningsprogram i syfte att kontrollera portföljbolagets ledning. Belöningsprogram implementeras genom ledningens delägarskap i syfte att skapa incitament för gemensamma mål. Det kan diskuteras om dessa styrmekanismer lämpar sig i en kontext utanför Private Equity-bolagets förvaltning. Tidsperioden för Private Equity-förvaltning är tre till fem år, att företagsledningen är delägare fungerar möjligen bara för denna tidperiod. En konsekvens av detta kan innebära en riskavers företagsledning. Detta skulle kunna påverka bolagets utveckling negativt då företagsledningen kan vara motvillig till investeringar förknippade med hög risk.

Det kan konstateras att Private Equity-bolagens finansieringsstruktur också rymmer disciplinära åtgärder. Då kassaflödet åtstramas kan inte överskjutande kassaflöde användas av portföljbolagets ledning med samma handlingsfrihet. Möjligen är även detta karaktärsdrag något som kan få komplikationer på längre sikt. Ledningens uppgift är att styra och leda bolaget på en operativ nivå, denna åtstramning av kassaflödet kan medföra att ledningsgruppen och den verkställande direktören upplever en inskränkning och att denne har en tjänstemannaroll.

Dessutom står det klart att Private Equity-bolagen främjar en nära relation mellan styrelse och ledningsgrupp. Även om det finns en rollfördelning är det positivt för bolaget att det finns en öppen dialog och ett konstruktivt arbetssätt mellan styrelse och ledning. Detta är inget som behöver begränsas till en Private Equity-kontext, resonemanget kan tillämpas på många bolag oavsett ägarstruktur. Det ska dock tilläggas att incitamenten till att skapa denna relation mellan styrelse och ägare ökar med ett koncentrerat ägande, där det återfinns en ägare med betydande ”stakes” i företaget.

Då Private Equity-bolagens avkastning på investerat kapital är beroende av portföljbolagets lönsamhetsutveckling tillämpar de olika åtgärder i syfte att utveckla portföljbolaget. Av uppsatsens empiriska studie framgår att Private Equity-bolagens värdeskapande strategier grundas på en kombination av olika kompetenser. Alla tre bolag svarar väldigt samstämmigt och orsaken till detta kan diskuteras. Men om jag utgår från de svar jag har fått består Private Equity-bolagens värdeskapande roll i att de bland annat kan integrera och koordinera olika kompetenser och resurser inom Private Equity-bolaget och inom portföljbolaget på ett sådant sätt som får portföljbolaget att uppnå maximal resursanvändning.

Det kan konstateras att Private Equity-bolagens ägarstruktur minimerar avståndet mellan ägare, styrelse och ledning eftersom Private Equity-bolaget tillsätter styrelsen och själv är representerat i styrelsen. Vidare innebär detta att de kan övervaka portföljbolagets ledning, vilket också ger mindre informationsasymmetri och följaktligen mindre övervakningskostnader. Ett nära samarbete mellan styrelse och ledning innebär även kortare beslutsvägar vilket kan betraktas både som en kostnadsfördel samt en strategisk fördel då handlingsalternativ och eventuella åtgärder kan implementeras fortare.

En nackdel av en tätare relation mellan styrelsen och ledning och följaktligen kortare beslutsvägar. Är att det kan bli svårt att tillskriva någon ansvar för valda strategier och investeringsbeslut. En allt för tät relation som leder till en otydlig ansvarsfördelning kan innebära en ineffektiv organisation där styrelsen får svårt att fullgöra sitt ansvarsområde då denna är alltför delaktig i den operativa verksamheten. Även om det inte finns något i det empiriska materialet som kan bekräfta en otydlig rollfördelning inom Private Equity-bolagen. Kan det vara en konsekvens av att driva samarbetet mellan styrelse och ledning för långt.

Private Equity-bolagen verkar i en flerdimensionell marknad/kontext vilket lämnar utrymme för många faktorer som kan påverka den värdeskapande rollen. Det innebär att det finns möjlighet att applicera andra teorier än dem som använts i den här studien. Jag har bland annat använt agentteoretiska resonemang i min undersökning och även om agentteorin är användbar utesluter inte detta andra perspektiv och infallsvinklar som belyser undersökningens problemområde.

Företag fungerar sällan väl som enskilda enheter istället kan de betraktas som organismer som verkar i en kontext. En kontext som utgörs av olika intressenter. För Private Equity-bolagen finns bland andra en framträdande intressent, nämligen en potentiell köpare vid avyttringstillfället. Av den anledningen kan ett intressenteoretiskt perspektiv bidra med ett angreppssätt som tar hänsyn till fler intressenter än ägarna inom företaget.

Jag har analyserat den värdeskapande rollen delvis med hjälp av Prahalad & Hamels (1990) resonemang. Det resonemanget riktar fokus på företagets resurser i syfte att uppnå konkurrens fördelar. Den inomorganisatoriska fokuseringen lämnar utrymme för frågor kring hur och om, omgivningen påverkar företaget. Detta kan förslagsvis göras med hjälp av Porters fem krafts modell. Då modellen vilar på antagandet att det finns krafter som påverkar företaget. Fem krafts modellen innehåller verktyg för hur företaget ska analysera omgivningen/branschen och därefter bemästra den. Porters fem krafts modell kan bidra med en omvärldsbeskrivning snarare än en inomorganisatorisk bild av Private Equity-bolagens värdeskapande roll.

7.2 Resultatets generaliserbarhet

Syftet med denna undersökning är inte att generalisera resultatet till flera enheter. Syftet är att skapa en utökad förståelse för Private Equity-bolagens värdeskapande roll. Uppsatsens empiriska material utgörs av tre djupgående intervjuer och svaren och framförda åsikter kan möjligen inte anses vara representativa för en större population. Trots detta visar det empiriska materialet att åsikterna är snarlika för de olika respondenterna. Frågan är hur resultaten hade blivit med fler respondenter från fallföretagen. Jag har dock intervjuat respondenter med en lång erfarenhet av förvärvsprocessens alla delar, från initiering till avyttring. Detta innebär att de har en genomgående överblick av den värdeskapande rollen.

Det kvalitativa tillvägagångssättet kan skapa frågor kring studiens reliabilitet och validitet. Som tidigare nämnts i metodkapitlet (2) är detta tillvägagångssätt lämpligt för undersökningens syfte. Resultatets generaliserbarhet kan förstärkas genom en liknande studie som även innefattar djupgående intervjuer med representanter från portföljbolag. Då skulle svaren kunna påverkas av den relation som råder mellan portföljbolaget och Private Equity-bolaget men om båda parter kan garanteras anonymitet kan detta problem eventuellt kringgås.

7.3 Förslag till fortsatta studier

I denna undersökning finns ett nytt empiriskt material som har väckt flera intressanta frågeställningar. Då tiden har varit begränsad har jag inte haft möjlighet till att undersöka dessa närmare, men denna undersökning kan eventuellt ligga till grund för fortsatta studier. Nedan nämner jag några områden som kan vara intressanta att studera:

- Denna studie bekräftar att informationsasymmetri mellan ägare, styrelse och ledning minimeras och därför påträffas inte agentkostnader i samma uträkning som i en situation med mer informationsasymmetri. Därmed är det inte sagt att det inte kan uppstå informationsasymmetrier i andra led till exempel mellan investerare i Private Equity-fonden och de av Private Equity-bolaget anställda medarbetarna.

- Alla tre respondenter framhäver vikten av att portföljbolagen måsta vara maximalt utvecklade vid tidpunkten för exit, för att få avkastning på investerat kapital. Utan att diskutera hur vida dess åtgärder är långsiktiga eller inte vore det intressant att undersöka vilka konsekvenser detta får på portföljbolaget när det inte längre ägs av en Private Equity-aktör. Hur påverkas den fortsatta strategiinriktningen utan en exit?
- Ett genomgående fenomen vad gäller Private Equity-aktörerna är avyttringstillfället. Där försäljningsvärdet på bolaget är avgörande för avkastningen på investeringen. Vilket belyser problematiken kring när ett bolag är värt mest. Är det vid det tillfälle som portföljbolaget kan uppvisa ett stort och stabilt kassaflöde? Eller finns det andra parametrar som är mer avgörande?
- Begreppen långsiktigt och kortsiktigt har nämnts i denna undersökning. Alla respondenter påpekar att Private Equity-industrin ofta får kritik för att implementera kortsiktiga lösningar. Därför vore det intressant att studera hur långsiktiga Private Equity-bolagens strategier och åtgärder riktade mot portföljbolag är jämfört med en majoritetsägare i ett familjeägt bolag.

Bilaga 1: Intervjuguide

- Hur länge har du arbetat för (Private Equity-bolag), och vilka styrelseuppdrag är du delaktig idag?
- Har du haft någon annan position på (Private Equity-bolag) än den du har idag?

Buyout- processen

- Hur går ni tillväga för att hitta investeringsobjekt?
- Finns det några generella faktorer som är avgörande innan ni genomför ett bolagsuppköp?
- När ni väl påbörjat en potentiell investeringsprocess, hur söker ni kapital för att genomföra investeringen?

Strategi

- Idag är ni inriktade på medelstora onoterade bolag, hur kommer det sig?
- Vid ett förvärv är ett *exit* att vänta, begränsar detta era möjligheter för att verka för portföljbolagets långsiktiga tillväxt?
- Exempelvis innehar du styrelseuppdrag för (x). Begränsas er möjlighet att fokusera på portföljbolagets kärnverksamhet av den spridning i branschtillhörighet som framgår?
- Private Equitybolagens bolagsuppköp utgörs ofta av en hög belåningsgrad, kan denna finansieringsstrategi exponera för finansiellrisk, finns det eventuella fördelar med denna finansieringsstrategi?
-Varför/ varför inte
- Är det möjligt att den höga belåningsgraden begränsar utvecklingsmöjligheterna för portföljbolaget?

-Varför/varför inte

Corporate Governance

- Ni säger själva att er ägarstrategi karaktäriseras av ett aktivt och engagerat deltagande i styrelse och ledningsarbete, på vilket sätt tar sig detta i uttryck?
- Vilka brukar vara era största hinder i arbetet för en aktiv roll i styrelse och ledningsarbete?
- Er målsättning är att utveckla dem bolag ni förvärvar, detta delvis med *gemensam agenda* och *ekonomiska incitament*. Hur fungerar det i praktiken?
- Finns det fördelar med att verka utanför börsen?
 - Om ja vilka?
 - Om nej, vill du förklara ytterligare?
- Vilken roll har portföljbolagets ledningsgrupp?
- Vilken roll har styrelsegruppen för portföljbolaget?
- Hur ser arbetsfördelningen ut mellan styrelse och ledningsgrupp?

Definitioner

Portföljbolag	Ett bolag som förvaltas av en Private Equity-fond.
Hostile Takeover	Att genomföra ett förvärv utan en överenskommelse med bolagets ledning.
Due Diligence	Arbetsprocess som innebär genomgående analys av ett potentiellt investeringsobjekt.
Exit	Försäljning av portföljbolaget.
Finansiellt obestånd	En situation då åtaganden gentemot kreditgivare inte kan fullföras eller att bolaget upplever svårigheter i att fullgöra dessa.
Disstresskostnader	Kostnader som är förknippade med högre risk för finansiellt obestånd.
Sarbanes-Oxley Act	Amerikansk lagstiftning gällande styrelsens och ledningens ansvarsfördelning. Samt krav på oberoende styrelserepresentanter och bolagets interna kontroller.
Svensk Kod för Bolagsstyrning	Normer och riktlinjer som avser att förbättra bolagsordningen i svenska börsbolag.
Värdepapperisering	Innebär att ett finansiellt instrument skapas genom att koppla samman flera olika finansiella tillgångar.
IPO	Initial public offering. Avyttringsalternativ som innebär en börs lansering.
Hedgefond	Ett samlingsnamn för fonder som söker absolut avkastning. Ofta med hög risk och avancerad strategi.
MBO	Management Buyout. En buyout-transaktion som innebär att ledningen blir delägare.

Välkommen in till rummet utanför Börsen

**Sverige lockar nästan mest riskkapital i Europa i förhållande till BNP.
Vad säger branschens praktiker?**

Jag ska träffa tre av riskkapitalbranschens större Private Equity-bolag. För kanske är det dags att träda fram och möta ögon som står utanför. Jag kliver in i den ena majestätiska miljön efter den andra. Receptionisten vet mitt namn och vem jag ska träffa innan jag ens hunnit presentera mig. Jag blir hänvisad till konferensrum med glittrande kristallkronor och förväntansfullt plockar jag fram mina saker.

Den första vågen av PE-transaktioner kan spåras tillbaka till USA under 1980-talet och kort därefter spreds denna bolagsform till Sverige. Med detta har ägarbilden i det svenska näringslivet ändrats.

Minskad informationsasymmetri, minskade övervakningskostnader. PE-bolagen som genomför buyout-transaktioner innehar majoritetsposter. Utöver det kräver de ofta ledningsgruppens delägarskap. Detta innebär att det traditionella avståndet mellan bolagets beslutsfattare och bolagets ägare minimeras. Därmed läggs inte lika omfattande resurser på att kontrollera bolagets ledning. Dessa resurser kan istället användas till att öka aktieägarvärdet.

I praktiken innebär detta att PE-bolagen styr sina portföljbolag genom närmare övervakning och implementering av incitamentsprogram i syfte att skapa allierade intressen. Denna ägarstrategi innebär att agent-principalförhållandet bär mindre informationsasymmetri och därmed reducerade agentkostnader. För den mindre bevandrade i PE-branschen kan PE-bolagens ägandemönster väcka funderingar. Hur kan de tillföra värde i så många olika affärsområden? Jag ställer denna fråga till



alla tre respondenter och får något slätstrukna och ytliga svar. Men efter en stund börjar vi skrapa på affärsmodellens fasad.

Begreppet kärnkompetenser utvecklades av Prahalad & Hamel 1990. Företag erhåller kärnkompetenser när resurserna inom företaget är svårimiterade, tillför värde och ger access till nya affärsområden. PE-aktörerna hävdar att deras styrka i att genomföra lyckosamma investeringar grundar sig på en kombination av olika faktorer, ”en integrerad helhet som är svår att imitera” som praktikerna själva uttrycker det. Ett PE-ägt bolag har tillgång till kapital utan att genomföra nyemissioner, vidare skräddarsys styrelsegruppen efter de enskilda portföljbolagens förutsättningar och visioner om framtida tillstånd vid en exit.

Praktikernas strategier för att allokera optimal resursanvändning stämmer överens med Prahalad och Hamels kriterier för kärnkompetenser. PE-bolagens värdeproposition innebär följande: ökat aktieägarvärde är utgångspunkten för alla strategiska beslut, strategier implementeras i en ägarstruktur där ledningsgruppen blir delägare/riskbärare.

Trots att åsikterna gällande PE-aktörernas affärsmodell är skilda är mycket forskning enhetlig med hur aktörerna själva beskriver sin verksamhet. Nu har jag stängt av diktafonen, skakat hand och tackat för att respektive tagit sig tid. Klart är att det behövs mer information innan domen över private Equity bolagen fällt

Källförteckning

Alchain, A.; Demetz, H. (1972) "Production, Information Cost, and Economic Organization." *The American Economic Review*, Vol. 29, No. 1, pp. 146-159

Alvesson, M.; Skölsberg, K. (2002) "Tolkning och reflektioner -vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod", Studentlitteratur, Lund.

An, H.; Zahang, T. (2013) "Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors" *Journal of Corporate Finance*, Vol. 21, pp. 1-15

Anders, G. (1992) "The Barbarians in the Boardroom" *Harvard Business Review* July-August pp.79-87

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

Arundale, K. (2002) "What private equity investments are being made in Europe, who is investing and how are they doing", *Journal of Asset Management and Governance*, Vol. 9, pp.5-32

Axelsson, A.; Strömberg, P.; Weisbach, M. (2009) "Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds" *The Journal of Finance*, Vol.64, No.4, pp.1549-1542

Baker, G.P.; Smith, G.D. (1998). *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*. Cambridge, UK: Cambridge University Press

Barney, J.B. (1988) "Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis" *Strategic Management Journal*, Vol.9, (Special Issue Summer), 71-78

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

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

Blom, M.; Kärreman, M.; Svensson, C. (2012) *Bolagsstyrning: Corporate Governance på ren svenska*. Liber Malmö

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

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

Butler, P.A. (2001) "The Alchemy of LBOs" *The McKinsey Quarterly*, No.2, pp.140-151

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

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

Charkham, J.P. (1994) "A larger role for institutional investors" I: N. Dimsdale & M. Prezever (red), "Capital Markets and corporate governance" Oxford: Clarendon Press

Cressy, R.; Munari, F.; Malipiero, A. (2007). "Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage". *Journal of Corporate Finance* 2007, pp.647-669

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

DeAngelo, LE (1986). "Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public shareholders" *Accounting Review*, Vol.61, No.3, pp.400-420

Doukas, J.; Chansog, K.; Pantzalis, C. (2000) "Security Analysis, agency Costs and Company Characteristics", *Association for Investment Management and Research*, Vol.56, No.6, pp.1-24

Eastwood, J.; Seat, A. (1993) "Strategic redirection in Large management buyouts: The evidence from post-buyout restructuring activity", *Strategic Management Journal*, Vol.14, No.4, pp.251-274

Fama, E. (1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol.88, No.2, pp.288-307

Fama, E.; Jensen, M.C. (1983) "Separation of the ownership and control", *Journal of law and Economics*, Vol. 26, No.2, pp301-325

Fenn, G.W.; Liang, J.N.; Prowse, S. (1997) "The Private Equity market: An overview" *Financial markets, institutions & instruments*, Vol.6, No.4, pp.1-16

Fox, I.; Marcus, A. (1992) "The Causes and Consequences of Leveraged Managements Buyouts" *Academy of Management Review*, Vol.17, No.1, pp.62-85

Froud, J.; Williamson, K. (2007). "Private Equity and the Culture of Value Extraction" *New Political Economy*, Vol.12, No.3, pp 405-420.

Goshal, S. (2005) "Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices" *Academy of Management Learning & Education*, 2005, Vol.4, No.1, pp75-91.

Hamel, G.; Prahalad, C.K. (1994) "Competing for the future" *Harvard Business Press*, 1994

Harris, R.; Siegel, D.; Wright, M. (2005) "Assesing the impact of managemnt buyouts in economic efficiency: Plant-level evidance from the United Kindom" *The review of Economics and statistics* 2005, Vol.87, No.1, pp.148-153

Hedlund, G.; Hägg, I.; Hörnell, E.; Rydén, B.; (1985) *Instutioner som aktieägare; Förvaltare? Industrialister? Klippare?* Stockholm: SNS Förlag

Himler, F.G.; Tricker, B. (1990) " An effective board: From the company director manual" Printance Hall Sidney

Hirschman, A.O. (1970) "Exit, voice and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and state" Boston: Harvard University Press

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

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

Jansson, C. (2012) "Företag med framgång, hur resursers kan skapa konkurrensfördelar" Handelshögskolan Göteborgs universitet s.20-45

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

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

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

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

Karamömerlioglu, D.; Jakobsson, S. (2000), "The Swedish venture capital industry: An infant, adolescent or grown-up?" *Venture Capital* Vol.2, No.1, pp.61-88

Kedrosky, P. (2009) "Right-sizing the US venture capital industry" *Venture Capital*, Vol.11, No.4, pp.2

Kirkpatrick, G. (2007) "The Role of Private Pools of Capital in Corporate Governance:

Summary and Main Findings about the Role of Private Equity Firms and “ Activist” Hedge Funds”, *Financial Market Trends*, Jun 2007, pp.87-104

Kärreman, M. (1999) “Styrelseledamöters mandat- en ansats till en teori om styrelsearbete I börsnoterade företag” Lund Business Press

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

Mauelman, M.; Amess, K.; Wright, M.; Scholes, L. (2009) ”Agency, Strategic Entrepreneurship and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts”. *Baylor University Press* January 2009, Vol. 33, pp. 213-239

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

Metrick, A.; Yasuda, A. (2010) ”The Economics of Private Equity Funds” *Review of Financial Studies*, Vol.23, No.6, pp.2303-2341

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

Modigliani, F.; Miller, M.H. (1963) “Corporate income taxes and the cost of capital: A correction”, *American Economic Review*, Vol. 53, June, pp. 433-443

Ofek, E. (1994) “Efficiency Gains in Unsuccessful Management Buouts” *Journal of Finance*, Vol.49, No.2, pp.637

Opler, T.C.; (1992) “Operating Performance in Leveraged Bouyout: Evidance from 1985-1989” *Financial management*, Spring, pp.27-34

Opler, T.; Titman, S. (1993) “The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs”. *The Journal of Finance*, Vol. 48, No5, pp.1985-1999

Otley, D. (1999) “Performance management: a framework for management control systems reserch”, *Management Accounting Reserach*, Vol. 10, pp 363-382

Phalippou, L.; Gottschalg, O. (2009) “The Performance of Private Equity Funds”. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No4, pp. 1747-1776

Prahalad, C. K. Hamel, G. (1990) “The Core Competence of the Corporation” *Harvard Business Review* May- June 2010

Rappaport, A. (1990) "The staying power of the Public Corporation" *Harvard Business Review*, Vol.68, No.1, pp.96-104

Sahlman, W. (1990). The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol.27, No.2, pp.473-521

Söderblom, A. (2011) "Private Equity Fund Investing, Investment Strategies, Entry Order and Performance", The Stockholm School of Economics Secretariat 2011

Tricker, B. (2012) "Corporate Governance: Principles, Policies and Practices" Oxford: Oxford University Press

Wright, M.; Robbie, K. (1996) The investor-led buy-out: a new strategic option. *Long Range Planning*, Vol.29, No.5, pp.691-702

Wright, M.; Hoskisson, R.E.; Busenitz, L.W. (2001) " Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship", *Academy of Management Executive*, Vol.15, No1, pp.111-125

Wright, M. Amess, K. Weir, C. Girma, S. (2009) Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect. *Corporate Governance: An International Review*. Vol 17 Nr 3. 2009.

Yin, R. K. (2009) "Case study research : Design and Methods" London: Sage Publication 2009

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

Elektroniska källor

Anonym. "Investerare tror på nordiska PE-bolag", Affärsvärlden 30/12 2012.

<http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article3571075.ece>

Använd 2013-02-17

Anonym. "Bolånekrisen lockar PE-bolag", Affärsvärlden 6/10 2007.

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2547788.ece>

Använd: 2013-02-20

Anonym. "EQT:s skattesmall: 100 miljoner" Svd Näringsliv 17/1 2013

http://www.svd.se/naringsliv/branscher/handel-och-tjanster/eqts-skattesmall-100-miljoner-kronor_7773146.svd

Använd 2013-02-25

Eklund E. "Vem sitter på Svarte Petter: Stor Genomgång av PE-branschen", Affärsvärlden 29/12 2008. <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2589334.ece>

Använd 2013-02-11

Eklund, Anna. ”Mardrömmen över för Private Equity-bolagen”, Affärsvärlden 6/12 2009. <http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article690940.ece>
Använd 2013-02-19

Högberg, J. ”Riskfyllt köpa av riskkapitalister” Affärsvärlden 17/12 20012.
<http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article3456957.ece>
Använd 2013-02-15

Segulahs hemsida, www.segulah.se
Procuritas hemsida, www.procuritas.se
IK Investment Partners, www.ikinest.com

Offentliga tryck

SOU 2004:130 svensk kod för bolagsstyrning- Betänkande av kod-gruppen
OECD rapport 1999

Övriga källor

Svenska Riskkapital föreningen (SVCA) ” Private Equity Macro Outlook Q3 2012”

Svenska Riskkapital föreningen (SVCA) ”Analys av riskkapitalmarknaden Tredje kvartalet 2012”

The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) “Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe, 2012”

International Private Equity and Venture Capital Association, (IVCA) (2010) “Valuation Guidelines” Edition August 2010 (PDF). <http://www.seca.ch/getattachment/a6cda7e8-f043-4fa7-a1cf-f234f54b8475/International-PE---VC-Valuation-Guidelines.aspx>