



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Svenska Buyout Transaktioner

- En studie från investmentbolagens perspektiv med fokus på investeringsprocessens tre faser

Kandidatuppsats i Industriell och
finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs
Universitet Vårterminen 2005
Handledare: Zia Mansouri

Författare:	Födelseårstal
Fredrik Berlin	800824
Lina Schöllin	810310

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. OM ÄMNET	1
1.1 VARFÖR INVESTERA I PRIVATE EQUITY	2
1.2 DEN SVENSKA BO-INDUSTRIN	2
1.2.1 Hur allokeras kapitalet?.....	3
1.2.2 De största aktörerna.....	4
1.2.3 Kortfakta om den svenska BO-industrin.....	4
1.2.4 Den europeiska BO-marknaden	5
1.3 PROBLEMDISKUSSION.....	7
1.4 SYFTE.....	8
1.5 AVGRÄNSNINGAR	8
1.6 DISPOSITION	9
2. METOD	10
2.1 STUDIENS INRIKTNING	10
2.1.1 Empirisk studie	10
2.1.2 Kvalitativ kontra kvantitativ.....	10
2.2 DATAINSAMLING.....	11
2.2.1 Primärdata	11
2.2.2 Sekundärdata	11
2.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	12
2.3.1 Urval av företag.....	12
2.3.2 Analysmodell.....	13
2.4 VALIDITET OCH RELIABILITET	13
3. TEORETISK OCH EMPIRISK REFERENSRAM	16
3.1 INLEDANDE TEORI.....	16
3.1.1 Varför en BO?.....	16
3.1.2 Gynnsamt klimat för BO.....	17
3.1.3 Framväxten av BO-fonderna	17
3.1.4 Typer av BO.....	18
3.1.5 Aktörerna i en BO affär.....	18
3.2 INFÖR INVESTERING	19
3.2.1 Asymmetrisk information.....	19
3.2.2 Karakteristik för ett BO-objekt.....	20
3.2.3 Värdering av objektet.....	20
3.2.4 Due diligence.....	20
3.2.5 Kapitalstruktur –Modigliani & Miller.....	21
3.2.6 Finansiering av en BO.....	22
3.2.7 Typer av lån.....	22
3.3 UNDER ÄGANDE TIDEN	24
3.3.1 Agentteori	24
3.3.2 Värdeskapande	25
3.4 AVYTTRINGEN	25
3.4.1 Avyttring till en industriell eller finansiell köpare (Trade-sale).....	25
3.4.2 Börsnotering (IPO)	26
3.4.3 Rekapitalisering.....	26
3.4.4 Fusion.....	26
3.4.5 Likvidation.....	27
3.5 AVKASTNINGSMÅTT	27
4. TVÅ AKTÖRER	28
4.1 EQT	28

4.1.1 Fonder.....	28
4.1.2 Investerare.....	28
4.2 PROCURITAS.....	29
4.2.1 Fonder.....	29
4.2.2 Investerare.....	29
5. RESULTAT AV INTERVJUER.....	30
5.1 INFÖR INVESTERINGEN.....	30
5.1.1 Motiv och faktorer bakom en BO.....	30
5.1.2 Karaktärsdrag som kännetecknar potentiella objekt.....	30
5.1.3 Jakten på objekt.....	31
5.1.4 Jakten på kapital.....	32
5.2 ARBETET I BOLAGET.....	32
5.2.1 Beskrivning av fonderna och hur de drivs.....	32
5.2.2 Från medelmåttig till succé.....	33
5.3 AVYTTRINGEN.....	33
5.3.1 Val av Exitstrategi.....	33
5.3.2 Avkastningen (IRR).....	34
5.3.3 Misslyckade affärer.....	35
6. ANALYS.....	36
6.1 INFÖR INVESTERINGEN.....	36
6.1.1 Investeringsstrategi.....	36
6.1.2 Egenskaper.....	36
6.2 ARBETET I BOLAGET.....	37
6.2.1 Äganderollen.....	37
6.2.2 Strategiska omstruktureringar och operativa förändringar.....	37
6.3 AVYTTRINGEN.....	38
6.3.1 Val av exit strategi.....	38
6.3.2 Förklaringar till den höga avkastningen.....	38
6.4 RESULTAT AV ANALYSMODELLEN.....	39
7. SLUTSATS.....	42
7.1 FÖRSLAG TILL FORTSATTA STUDIER.....	43
KÄLLFÖRTECKNING.....	
BILAGA 1 - ORDLISTA.....	
BILAGA 2 – FONDER.....	
BILAGA 3 – INTERVJUFRÅGOR.....	

EXECUTIVE SUMMARY

During the past 20 years Private Equity has become a significant industry in the Swedish financial market. In recent years the Private Equity players have been achieving stunning rates of returns and the number of deals are constantly increasing. Previous studies declares that firms perform better post a Buyout, both increased return on equity and efficiency is often achieved.

Who is it then that initiates these deals, who creates the capital structure and who realize them? Usually there is an investment corporation (Private Equity firm) who finds potential targets and implements a Buyout. The question is how these firms works with their investment process and how they manage to achieve such high returns.

With this thesis we aim to study the Swedish Buyout market and to closer examine a number of deals seen from the investors perspective. Throughout this thesis there will be three different sections, that is, the work before an investment, the work during the ownership time and finally the exit. The purpose is to answer questions like; how can one characterize a potential target, how does the Private Equity firms create value and what exits is most commonly used today?

Besides answering the previous mentioned questions this thesis also includes a purpose to provide the reader with an overall knowledge regarding the Private Equity industry, due to the fact that it is relatively unknown to many. The prior objective has been to present interesting and up to date information about the Swedish market and its development.

The purpose has been achieved by carrying out a study of two active Buyout participants and interviews with both firms have been made. The accumulated information from this study has been compared with the theoretical and empirical framework. In order to achieve a deeper understanding of the Private Equity industry we have selected to work with a qualitative approach.

In the chapter containing the analysis, important characteristics for a potential target is presented. Moreover, there is an analysis which discuss how a Private Equity firm should work in order to create value in the target. Finally, it discuss the choice of exit and determines which type that is most frequently used.

Our results indicate that the following factors are important to consider when realizing a Buyout investment process.

- The importance of due diligence. There are, however, tendencies to overwork the due diligence process which might imply unnecessary costs and more bureaucracy.
- There is a strong relationship between majority ownership and high rates of return.
- The importance of the targets market position.
- The Private Equity firm's network of contacts.
- Owning management
- Both strong and weak management can be a investment criteria.
- Flexibility when choosing exit.
- The time period in the bought firm is not important for a high rate of return.

SAMMANDRAG

Under de senaste 20 åren har Private Equity industrin kommit att bli betydande för den svenska finansmarknaden. De senare åren har aktörerna uppvisat häpnadsväckande avkastningar och affärerna blir bara fler och fler. Tidigare studier konstaterar att bolag presterar bättre efter en Buyout i form av att ökad avkastning på eget kapital uppnås samt att man når en ökad lönsamhet.

Vem är det som initierar dessa affärer och vem är det som strukturerar upp och utför dem? Vanligt är att investmentbolag söker upp potentiella objekt och implementerar ett utköp i dessa. Frågan vi ställer oss är hur dessa aktörer arbetar med förvärven och vad är det som får dem att lyckas åstadkomma så höga avkastningar?

Med den här uppsatsen ämnar vi granska den svenska Buyout marknaden och närmare analysera ett antal affärer ifrån investerarperspektivet. Uppsatsen bygger på en kartläggning av arbetet med att initiera, förverkliga och realisera en affär. Genomgående tillämpas den här uppdelningen. Syftet är att besvara frågor som; vad karakteriserar potentiella objekt, hur arbetar Buyout-specialisten med att skapa värde i bolaget efter förvärvet och vilken exit metod används mest frekvent?

Förutom att leverera svar på tidigare nämnda frågor, är uppsatsen även tänkt att ge en övergripande och informerande kunskap om branschen, då den för många är relativt okänd. Målsättningen har varit att presentera intressanta och färskt uppgifter om den svenska marknaden och dess utveckling.

Syftet har uppfyllts genom en studie av två verksamma aktörer där djupintervjuer har genomförts med representanter från båda bolagen. Den ackumulerade informationen har ställts mot den sammanställda teoretiska- och empiriskareferensram som framtagits för uppsatsen. För att erhålla en djupare förståelse för branschen finner vi det relevant att använda sig av en kvalitativ approach vilket vi valt att göra.

I analysen presenteras bland annat vilka egenskaper ett potentiellt objekt bör uppvisa för att en affär ska vara intressant att genomföra. Vidare analyseras hur investmentbolaget bör ta sig an det förvärvade bolaget för att lyckas skapa värde. Slutligen diskuteras valet av exit strategi och vilken typ som är vanligast.

Resultatet pekar på att följande faktorer är relevanta för en lyckad investeringsprocess;

- Betydelsen av noggranna analyser inför en investering, i form av due diligence. Det finns dock tendenser till överdrifter i analysarbetet vilket medför onödiga kostnader och byråkratisering.
- Det finns en stark koppling mellan majoritetsägande och god avkastning.
- Vikten av objektets marknadsposition.
- BO-specialistens kontaktnät.
- Ägande ledning.
- Stark eller svag ledning kan utgöra investeringskriterium.
- Flexibilitet i valet av exit.
- Tidsperioden i det utköpta bolaget är inte avgörande för avkastningen.

FÖRORD

Intresset för detta ämne uppstod under kursen Private Equity Finance som gavs av gästprofessor **Tamir Agmon**, varför ett första tack riktas till Mr Agmon.

Vi vill även tacka de personer som har bistått med matnyttig information, upplysande samtal och feedback;

- **Mikael Ahlström**, Chairman och Founder av Procuritas Partners KB.
- **Per Forsberg**, Director på EQT Partners AB.
- **Zia Mansouri**, handledare på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Slutligen vill vi tacka de som på ett eller annat sätt har bidragit till att denna uppsats har kunnat genomföras, ingen nämnd ingen glömd.

"You need money to be in this business. But not a lot. You need more money to open a shoe-shine shop than you do to buy a \$2 billion company, let's be honest about it. To buy a shoeshine shop, if it costs \$3 000, you need \$3 000. If you don't got it in cash, you need to bring it in by Thursday.

But if its an LBO, not only do you not have to bring it, you don't have to see it, you don't know where you are going to get it, nobody knows where they got it from. The whole situation comes from absolutely nothing"

Jackie Mason, "What the Hell is an LBO"
Förtext till Barbarians at the Gate

"Who can argue with a new model of enterprise that aligns the interests 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

Fredrik Berlin
fredrik1_berlin@hotmail.com

Lina Schöllin
lina.schollin@swipnet.se

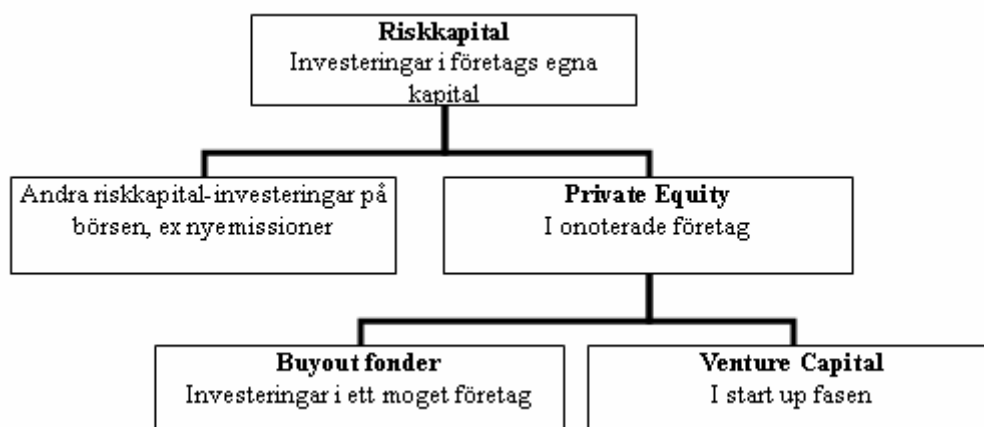
Göteborg den 13/6-05

Göteborg den 13/6-05

1. OM ÄMNET

Rent historiskt kan riskkapitalbranschen spåras så långt tillbaka som till 1500-talet där förmögna personers finansiering av handelsresor till Kina och Indien uppvisar stora likheter med dagens tillhandahållande av riskkapital. Många av dagens storföretag grundades och utvecklades med hjälp av förmögna personers finansiering under den industrialiseringsperiod som ägde rum under slutet av 1800-talet och början av 1900-talet.

Som industri startades Private Equity industrin i USA på 1950-talet och hade vid mitten av 1970-talet blivit ett tydligt alternativ bland kapitalförvaltande institutioners placeringar, en så kallad tillgångsklass. Först i Europa med att snappa upp den nya tillgångsklassen var Storbritannien och till Sverige kom den ungefär 20 år senare.

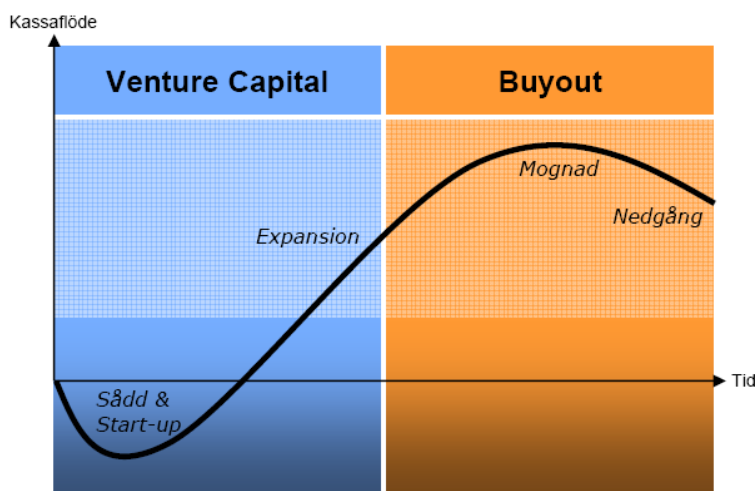


Figur 1. En överblick över definitionen Private Equity
Källa: Bergdahl (2004)

I och med att branschen är relativt ung i Sverige saknas det svenska benämningar för många termer. Det vi i Sverige kallar riskkapitalbolag och riskkapital borde egentligen benämnas Private Equity, det vill säga riskkapitalinvesteringar i onoterade företag, till skillnad från investeringar i noterade företag, Public Equity. Riskkapital är egentligen alla typer av investeringar i ett företags egna kapital till skillnad från den andra huvudtypen

av finansiering, lånekapital. Under senare år har begreppet Private Equity allt oftare använts för att beskriva investeringar i onoterade företag i senare faser och Venture Capital för tidiga faser.

Figur 2 till vänster klargör ytterliggare skillnaden mellan de olika begreppen.



Figur 2: Källa SVCA

Enligt Svenska Riskkapitalförningen (SVCA) har det under de fem senaste åren i Europa anskaffats över 150 miljarder Euro till riskkapital branschen för investeringar i onoterade företag.

1.1 VARFÖR INVESTERA I PRIVATE EQUITY

Som nämnts inledningsvis innefattar begreppet Private Equity både Venture Capital-industrin och Buyout industrin (BO)¹. Vi kommer snart att flytta fokus till att enbart behandla BO segmentet men först vill vi klargöra skälen till investeringar i Private Equity. Det mest uppenbara skälet är avkastningen. Enligt Tom Berggrens artikel "Att investera i Private Equity och Venture Capital", har avkastningen på Private Equity investeringar, historiskt sett, varit betydligt högre än på börsen och obligationer. Enligt statistik från Thomson Venture Economics per 31 mars, 2002, har följande avkastning uppnåtts för samtliga europeiska Private Equity fonder som mätts sedan startdatum 1969 och framåt. Avkastningen mäts som den årliga avkastningen (Internal Rate of Return, IRR) i procentnetto till investerarna. För förklaring av IRR se avsnitt 3.5.

Inriktning	1 år	3 år	5 år	10 år
Venture	-5,40%	16,70%	20,20%	14,80%
Buyouts	1,30%	20,80%	16,30%	15,00%

Tabell 1. Källa: SVCA

Diagrammet nedan illustrerar avkastningen på den europeiska Private Equity marknaden med fem års rullande IRR. Som synes så har BO-investeringarna nästan alltid haft en högre avkastning än Venture Capital investeringarna.

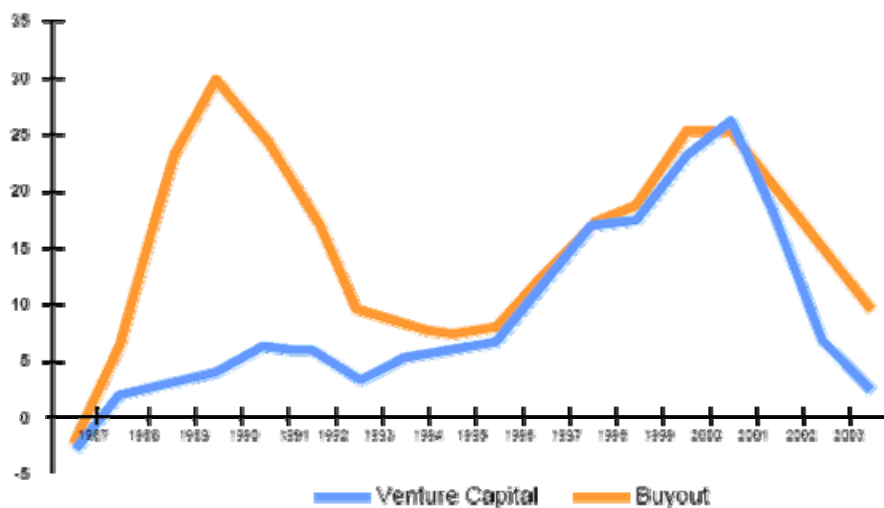


Diagram 1. Källa: SVCA

I Sverige finns ett antal exempel på fonder som haft en årlig IRR på över 50 % samtidigt som det naturligtvis förekommit misslyckanden. De senare har ofta berott på alltför hög risk genom en koncentration både tidsmässigt och i branschfokus.

1.2 DEN SVENSKA BO-INDUSTRIN

År 2004 förvaldade riskkapitalbolagen i Sverige ett totalt kapital på cirka 26 miljarder Euro varav BO-segmentet stod för 16 miljarder Euro. Dessa 26 miljarder Euro utgör cirka 0,9 % av bruttonationalprodukten (BNP) vilket leder till att Sverige, mätt procentuellt

¹ De aktörer som är verksamma inom industrin kallas i denna uppsats vid flera namn, BO-specialist, BO-aktör, investmentbolag, Private Equity firma. Samtliga syftar dock på samma företag.

mot BNP, är Europas största Private Equity marknad. En annan intressant jämförelse är att dessa 26 miljarder Euro utgör ungefär 10 % av Stockholmsbörsens värde, vilket skapar en god uppfattning om hur stor branschen verkligen är. (www.svca.se)

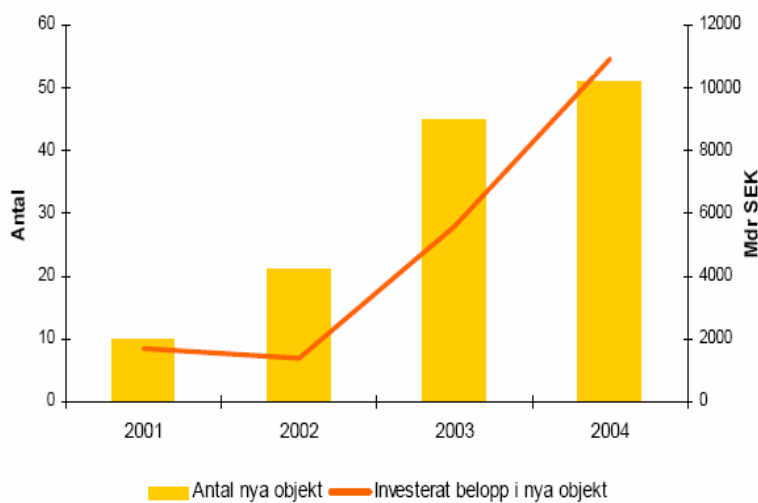


Diagram 2: Källa: SVCA

Som diagram 2 visar ser man en tydlig ökning i både antal objekt och investerat belopp i de nya objekten. Under år 2004 har det investerade beloppet ökat med hela 96 % från föregående år.

Enligt Svenska Riskkapitalföreningens årsrapport 2004 förvaltar BO-segmentet cirka 61 % eller 16 miljarder Euro av det totala kapitalet inom Private Equity industrin. Av dessa 16 miljarder Euro är cirka 50 % investerat medan resten väntar på lämpliga objekt.

Av Private Equity företagens investeringar gjorda under 2004 stod BO-segmentet för 75% av beloppet. Tittar man till antalet genomförda affärer stod BO endast för 10 % av de totala. Slutsatsen blir således att BO-industrin är en väldigt kapitalkrävande industri. (www.svca.se)

År 2005 har startat i en rasande fart och aktiviteten på BO-marknaden är hög. Redan under kvartal ett är värdet på de genomförda affärerna i nivå med hela 2004. Det har genomförts 17 BO-investeringar till ett knappt värde av 1,3 miljarder Euro. Realiserade affärer har dessutom varit väldigt lönsamma, med en genomsnittlig vinst på 2,6 gånger det investerade kapitalet. (Bergin, 25/5-05)

1.2.1 Hur allokeras kapitalet?

I Sverige kommer kapitalet ifrån institutionella placerare, privatpersoner och företag. Det råder ofta stort hemlighetsmakeri angående vilka som ligger bakom investeringarna och förvaltarna av kapitalet lämnar ofta ut dessa uppgifter. En investerare är t.ex. AP-fonderna med folkets pensionspengar som kapital. 3:e AP-fonden har i dagsläget 232 miljoner Euro eller 1 % av deras totala kapital i olika Private Equity fonder medan 6:e AP-fonden ligger något högre med 4% av sitt totala kapital i Private Equity fonder.

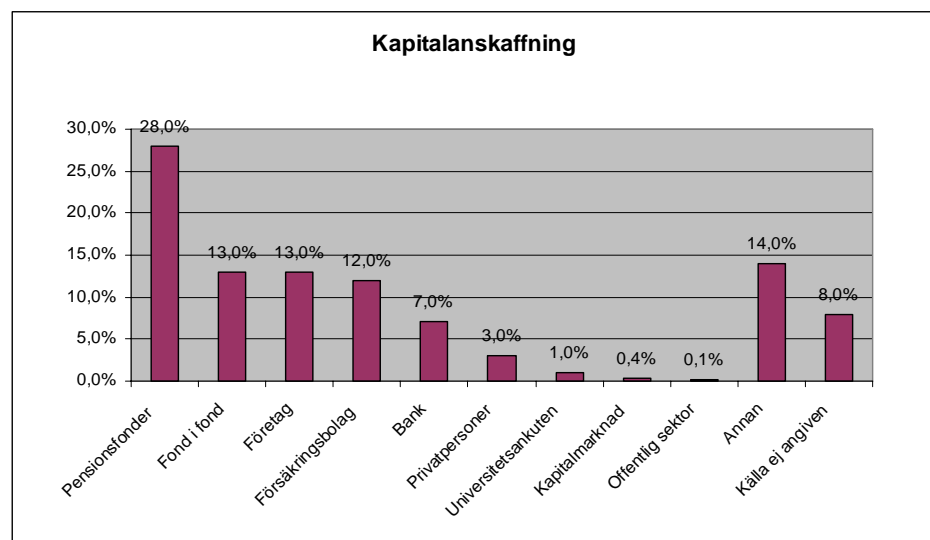


Diagram 3. Källa: SVCA

Det inte ovanligt att pensionsstiftelser i USA allokerar 5-10 % av det förvaltade kapitalet till Private Equity. I Europa ligger motsvarande värden lägre och i Sverige ligger vi långt efter USA. Private Equity investeringar passar dock alldeles utmärkt för just pensionsförvaltning då det utgör en långsiktig investeringsform och vi närmar oss förhoppningsvis nivåerna som råder i USA. (Berggren, 2002)

1.2.2 De största aktörerna

Nedan presenteras några av de största svenska aktörerna;

Segulah: Grundades 1994 och är idag investeringsrådgivare till fonderna Segulah I, Segulah II och Segulah III. Fondernas medel kommer både från AB Segulah och externa investerare. Totalt kapital under förvaltning i de tre fonderna är cirka 356 miljoner Euro. (www.segulah.se)

Industri Kapital: Har sedan 1989 förvärvat 50 företag och råder över nästan 4 miljarder Euro placerade i fyra aktiva BO-fonder. Industri Kapital finns representerade i princip hela Europa men fokus ligger på Norden. Industri Kapital investerar i medelstora företag som verkar i mogna industrier. Majoriteten av investeringarna har skett i tillverknings- och serviceindustrin. (www.industrikapital.com)

Nordic Capital: Grundades 1989 och har sedan starten förvärvat cirka 50 företag. Den genomsnittliga omsättningen på de uppköpta företagen har legat runt 200 miljoner Euro. Nordic Capital håller för tillfället på att söka objekt för sin femte fond som innefattar 1,5 miljarder Euro. (www.nordicapital.se)

CapMan: Är specialiserad på nordiska, medelstora företag inom transaktionsintervallet 10-50 miljoner Euro. Det typiska objektet har en omsättning mellan 50-500 miljoner Euro. Har framförallt riktat in sig på tillverknings-, service- och handelsindustrin. CapMan har hittills genomfört 64 stycken BO-investeringar och 31 exits². (www.capman.se)

EQT: Grundades 1994 av Investor AB och Wallenbergstiftelsen. De är idag ett av nordens största holdingbolag och har ett aktivt ägande i fler än 20 bolag med en ackumulerad försäljning på mer än 7 miljarder Euro. Deras målsättning är att förvärva medelstora bolag med god tillväxtpotential. EQT innefattar sju olika fonder som tillsammans uppgår till ett värde på sex miljarder Euro³. (www.eqt.se)

Procuritas: Grundades år 1986 som det första investmentbolaget i Norden specialiserat på att finansiera Management Buyouts (MBOs) och andra utköpsaffärer. Målsättningen är att förvärva medelstora Nordiska bolag. Till och med dagens datum har Procuritas initierat 20 förvärv med ett sammanlagt bolagsvärde på mer än 1,1 miljardar Euro⁴. (www.procuritas.se)

1.2.3 Kortfakta om den svenska BO-industrin

I Centre for Management Buy-Out Research's (CMBOR) årsrapport för 2004 går följande att utläsa:

- Det totala antalet Management Buyout och Management Buyin (MBO och MBI) ökade från 23 stycken år 2003 till 39 stycken år 2004, vilket medför att det gångna året var ett av det mest händelserika på den senaste tiden.

² För information angående exits se avsnitt 3.4

³ Mer detaljerad företagsbeskrivning återfinns i avsnitt 4.1

⁴ Mer detaljerad företagsbeskrivning återfinns i avsnitt 4.2

- Affärerna har blivit fler till antalet men transaktionsvärdet har gått i motsatt riktning. 2003 uppskattades det totala värdet till 2,2 miljarder Euro medan det stannade på 1,8 miljarder Euro år 2004. År 2003 hade det högsta värdet för Sveriges del sedan mätningarna började 1989, vilket även var det klart högsta Skandinaviska värdet.
- Med anledning av det stora antalet affärer under perioden sjönk det genomsnittliga transaktionsvärdet per affär. Från 96,7 miljoner Euro år 2003 till 46,5 miljoner Euro år 2004.
- De två största affärerna var Pharmacia Diagnostics på 505 miljoner Euro och Thule på 465 miljoner Euro.
- Tillverknings- och TMT- industrin (teknologi, media och telekommunikation) var de flitigast representerade sektorerna med nio respektive åtta affärer. Tillverkningsindustrin var också den sektor med det högsta transaktionsvärdet. Värdet uppgick till 538 miljoner Euro.
- Den vanligaste källan till att affär blev av var att en svensk koncern sålde ett dotterbolag (15 stycken). Den näst vanligaste källan var, att familjeföretag såldes ut (10 stycken).
- Det skedde 16 stycken exits under 2004 jämfört med 11 stycken år 2003. Tio av dessa var försäljning till industriell eller finansiell köpare (trade sale). Resterande sex var secondary buyouts, det vill säga att nuvarande riskkapitalbolag vill avsluta sitt ägande i företaget och säljer.

Buy-out	Värde (€m)	Säljare
Pharmacia Diagnostics	505	Pfizer Inc
Thule	465	Secondary buy-out
KappAhl	216	Swedish Cooperative Union
Skanska Services	133	Skanska
Trenor	120	Secondary buy-out

Tabell 2. De fem största transaktionerna 2004. Källa: CMBOR

1.2.4 Den europeiska BO-marknaden

Som nämnt i det inledande kapitlet var Storbritannien den första europeiska nationen att snappa upp den nya tillgångsklassen. Föga förvånande har detta medfört att Storbritanniens Private Equity industri är den största och mest välutvecklade i Europa. Den står för cirka 40 % Europas årliga Private Equity investeringar och är den näst största markanden i världen efter USA. Sedan 1983 har över 101 miljarder Euro investerats i över 28 000 företag. År 2004 investerades 14 miljarder Euro i cirka 1500 företag. (www.bvca.co.uk)

Enligt CMBORs årsrapport (notera dock att Storbritannien inte är inkluderat i dessa siffror), var 2004 ett rekordår och det totala antalet affärer uppgick till 587 stycken med ett sammanlagt värde strax över 50 miljarder Euro. Det totala värdet har nu överstigit 40 miljarder Euro tre år i rad. För övriga Europa sjönk antalet MBOs för andra året i följd till 289 stycken, 12 % lägre än 2003. Dock ökade antalet MBIs till 298 stycken, en ökning på 20 % jämfört med 2003. När det gäller värdet är mönstret detsamma, det vill säga att värdet genererat av MBOs minskade från 9,5 miljarder Euro 2003 till 7,5 miljarder Euro 2004. Värdet av MBIs steg signifikant från 32,4 miljarder Euro till 42,6 miljarder Euro under samma tidsperiod.

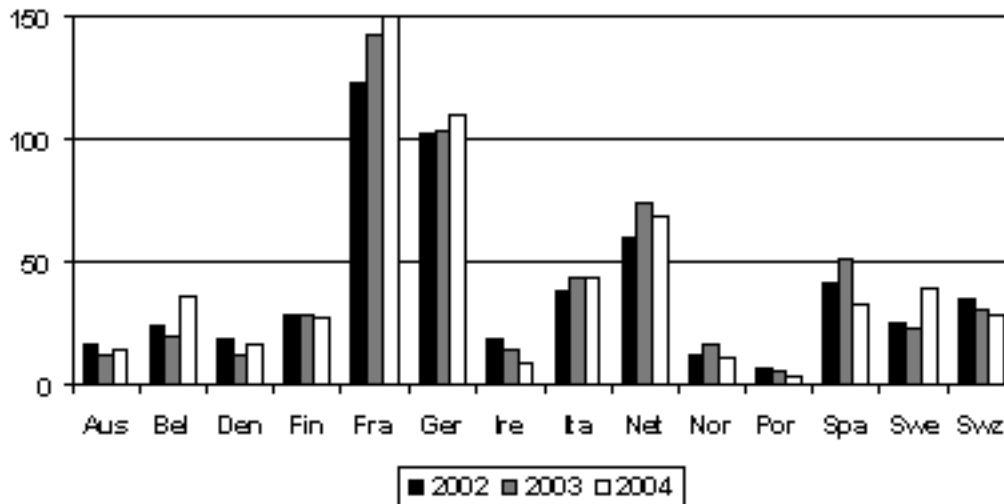


Diagram 4: Fördelningen av antalet genomförda transaktioner. Källa: CMBOR

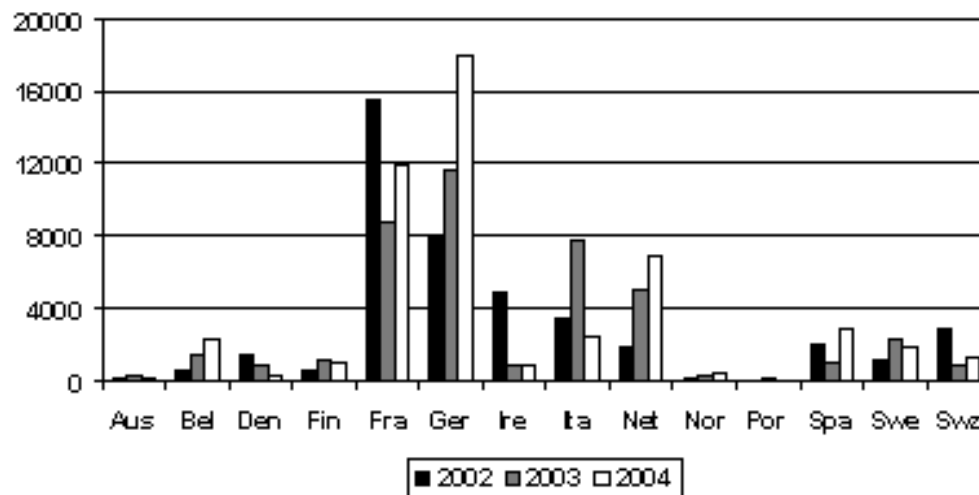


Diagram 5: Genererat värde. Källa: CMBOR

Storleken på transaktionerna tenderar att öka. Antalet över 250 miljoner Euro ökade från 43 stycken till 54. Däremot har antalet mellan 25 miljoner och 100 miljoner Euro legat stabilt de senaste åren. (CMBOR, 2004)

Ett företag inom tillverkningsindustrin är det vanligaste objektet och stod för 35 % av de genomförda transaktionerna. Företag från TMT-industrin (teknologi, media och telekommunikation) var det andra vanligaste objektet. (CMBOR, 2004)

Antalet exits ökade från 118 stycken år 2003 till 136 stycken år 2004. Den största ökningen stod secondary buyouts för som ökade från 59 till 67 stycken. (CMBOR, 2004)

Buy-out	Land	Värde (€m)	Säljare
Celanese	Tyskland	3100	Public-private
Dynamit Nobel Units	Tyskland	2250	MG Technologies
VNU World Directories	Holland	2075	VNU
Friedrich Grohe	Tyskland	1500	Secondary buy-out
ATU	Tyskland	1450	Secondary buy-out

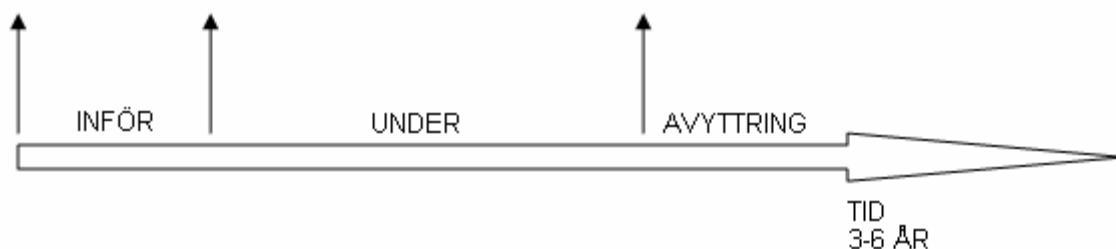
Tabell 3. De fem största transaktionerna i Europa (exkl. UK) 2004. Källa: CMBOR

1.3 PROBLEMDISKUSSION

Initialt hade vi som utgångspunkt att studera en viss typ av Buyouts, MBOs, närmare bestämt. Allt eftersom förundersökningen fortgick visade det sig vara mycket svårt att skilja de olika typerna av Buyout affärer åt⁵. Lewis (1989) menar att en MBO är precis samma sak som en amerikansk Leverage Buyout (LBO) och Wahlbäck (1994) hävdar att många LBOs felaktigt kallas för MBOs eftersom LBOs har ett relativt dåligt rykte på marknaden. I och med dessa fakta bestämde vi oss för att studera BO-industrin i stort, utan att göra distinktionen utköpen emellan.

Blomberg & Rimstedt (2001) konstaterar i sin studie att det företag som genomgår en MBO generellt sett förbättrar lönsamheten, i vart fall om man tittar på räntabilitet på totalt kapital. Vi ämnar tillhandahålla en något annorlunda inriktning. Vår studie kommer att behandla de specialister som initierar och genomför affären, med eller utan den sittande ledningens aktiva engagemang. Vi ska utifrån dessa BO-specialisters perspektiv granska investeringsprocessen uppdelad i tre steg.

Med utgångspunkt i de fakta som har presenterats i inledningen ämnar vi nu att ägna oss åt våra problemformuleringar. Rapporten kommer att präglas av tre tidsperioder; inför en investering, under ägande tiden och slutligen avyttringen (exit). Figuren nedan illustrerar den process som en BO-specialist genomgår vid varje investering.



Figur 3: Processen vår studie ämnar studera

Problematiken i Buyout industrin ligger i urvalet av objekt. Det är viktigt att det tilltänkta objektet uppvisar vissa speciella egenskaper för att det ska klassificeras som en bra investering. Svårigheten ligger i att inför en investering förutspå vilken framtid objektet går till mötes. Urvalsprocessen är därför väldigt komplex och kräver djupa analyser och undersökningar. En studie av Gagliano & Olsen (2003) konstaterar en rad olika kriterium ett potentiellt objekt bör ha⁶, men vad anser aktörerna i det verkliga livet? Finns det ytterligare aspekter som är viktiga att ta hänsyn till? Går det att finna några återkommande karaktärsdrag som utmärker just ett lyckosamt objekt?

Efter att ha forskat närmare i ämnet slås man av vilken stor industri BO-industrin de facto är, i vart fall mätt i kapital. Det som också går att utläsa av det inledande kapitlet är det faktum att BO-industrin genererar en hög avkastning. Avkastningskravet BO-specialisterna har på sina investeringar är ofta ännu högre än nämnt i det inledande kapitlet, krav på mellan 25-35 % är att betrakta som vanliga (Gagliano & Olsen, 2003). Jämför man med börsen som normalt har en årlig avkastning på 6-7 % uppenbarar sig frågan hur dessa BO-fonder kan leverera en så pass hög avkastning? (www.omxgroup.com). Kan det ha med den höga skuldsättningsgraden att göra eller handlar det om den kompetens som finns hos dessa BO-specialister. Vilken roll spelar det befintliga managementteamet för det uppköpta bolaget, bör den bytas mot en ny för att initiera förändring eller är det befintliga teamet en bidragande faktor till att företaget är

⁵ För beskrivning av de olika typerna se avsnitt 3.1.4

⁶ Kriterierna klargörs i avsnitt 3.2.2

intressant? Har BO-specialisterna några generella strategier att implementera i bolaget eller anpassas dessa från fall till fall?

När det gäller realiserandet av affären är avyttringen ett av de viktigaste momenten. Eftersom Private Equity investeringar innebär en tidsbegränsad investering gäller det att få till ett bra slutförande för att affären ska bli ultimat. Avyttring av ett bolag kallas i dessa sammanhang för en exit och det finns en rad olika typer att tillämpa⁷. Nyman (2002) hävdar att försäljning till en industriell eller finansiell köpare ofta är att föredra då denna strategi tenderar att ge hög avkastning. Ur ett ledningsperspektiv kan det dock anses vara bättre med en börsintroduktion då ledningens medlemmar sannolikt får behålla sina positioner i företaget. Vi vill i denna studie granska om dessa tidigare resonemang stämmer överens med verkligheten. Resonemangen leder till följande frågor; Vilken är den mest effektiva exit strategin? Vilken används mest frekvent på marknaden idag? Beror valet av exit på det uppköpta bolaget eller på yttre faktorer? Går det att se tendenser till en viss typ av exit passar bättre för en specifik bransch? Är exit strategin bestämd innan köpet genomförs eller beror det på hur bolaget utvecklas under ägandetiden? Hur lång tid är det generellt från utköp till exit?

Dessa frågor och andra problematiska aspekter som är associerade med en investeringsprocess inom BO-industrin kan formuleras i tre huvudfrågor;

1. Vad kännetecknar potentiella objekt, vilka egenskaper söker aktörerna efter?
2. Hur arbetar BO-specialisterna för att uppnå önskad avkastning?
3. Vilken är den mest lönsamma och vanligaste exit strategin?

1.4 SYFTE

Det huvudsakliga syftet med denna uppsats är att ge en återspeglning av den process en transaktion faktiskt innebär för en BO-specialist. Genom att ingående studera två svenska aktörers praktiska tillvägagångssätt i en sådan process kommer deras tankegångar och strategier att analyseras. Vidare har vi även som underliggande syfte att förmedla en bild av en näringslivsgren som är relativt okänd för gemene man.

1.5 AVGRÄNSNINGAR

Den främsta avgränsningen beträffande denna uppsats är utelämnandet av Venture Capital aspekten. En grundläggande beskrivning av begreppet har gjorts i inledningen, men mer än så kommer det inte att behandlas. Anledningen är att Venture Capital utgör en helt annan typ av verksamhet. Enligt Per Forsberg på EQT är det ytterst få bolag som sysslar med båda typerna, alltså Buyout och Venture Capital verksamhet. Han menar att det är en oerhörd skillnad mellan de två inriktningarna.

Uppsatsen speglas av ett "BO-specialist perspektiv", det vill säga att affärerna och branschen ses utifrån en BO-specialists ögon. Avgränsning medför att förändring och utveckling som sker i det uppköpta bolaget endast ses från Buyout specialistens perspektiv. Det finns idag redan genomförda studier som studerat till exempel lönsamhetsaspekten.

Slutligen har vi även inriktat oss på den svenska marknaden eftersom denna uppmärksammas relativt lite i förhållande till den engelska och amerikanska. Avgränsning har alltså gjorts gentemot övriga internationella marknader. Vidare bör en

⁷ Se avsnitt 3.4 för beskrivning av de olika typerna

reservation göras eftersom det kan finnas risk att den skandinaviska marknaden i vissa fall klassificeras som inhemsk vid inhämtandet av empirisk information.

1.6 DISPOSITION

Föreliggande uppsats är disponerad på följande vis;

Kapitel 2 Metod

Studiens tillvägagångssätt, informationsinsamlingen, urval och validitet.

Kapitel 3 Teori & Empiri

Grundläggande teoretiska resonemang, klassisk finansteori och mer verklighetsanknuten empiri rörande BO-industrin. Indelat efter tidsperioden inför, under och efter en investering.

Kapitel 4 Två Aktörer

Närmare studie av EQT och Procuritas med fokus på deras fonder och investerare.

Kapitel 5 Resultat av Intervjuer

Hur dessa bolag arbetar inför investering, under ägandetiden och slutligen avyttringen. Rubriker som "Jakten på kapital/objekt", "Beskrivning av fonderna och hur de drivs" samt "Val av exitstrategi" återfinns här.

Kapitel 6 Analys

Analyser av teoretiska/empiriska resonemang samt de viktigaste slutsatserna från intervjuerna. Här återfinns även svar på våra problemformuleringar och resultatet av vår analysmodell.

Kapitel 7 Slutsatser

Här presenteras uppsatsens viktigaste slutsatser.

2. METOD

I detta kapitel ämnar vi att närmare diskutera metoden för uppsatsens genomförande. Med metod avses ett vetenskapligt sätt att närma sig det ämne som skall uppmärksammas samt hur ämnet är tänkt att behandlas. Kapitlet ska för författarna underlätta besvarandet av de problemformuleringar/frågeställningar som redogjorts i det inledande kapitlet samt de problem och frågeställningar som dyker upp under arbetets gång. Metodbeskrivningen syftar även till att ge läsaren en inblick i hur författarna har gått till väga samt bistå med ett verktyg för kritisk granskning.

2.1 STUDIENS INRIKTNING

Utgångspunkten har varit att studera BO-industrin med fokus på den part som initierar och genomför affären. Huvudproblemen som har ställts upp, det vill säga vad som kännetecknar potentiella objekt, hur BO-specialisterna arbetar för att uppnå önskad avkastning och vilken som är den lönsammaste och vanligaste exit typen, medför att uppsatsen får en empirisk inriktning. Vår analysmodell som presenteras i avsnitt 2.2.2 ska förhoppningsvis leda till att vi kan göra vissa generaliseringar och slutligen dra slutsatser utifrån dessa.

2.1.1 Empirisk studie

Empirismen och rationalismen leder till två delvis principiellt skilda angreppssätt inom forskning. Deduktiv forskning utgår från en teori, vars hållbarhet sedan provas empiriskt. När man tolkar konkreta upplevelser i vardagslivet eller förutsäger ett visst förhållande utifrån en fast förståelseram drar man en deduktiv slutsats (Andersen 1994). Induktiv forskning angriper det på ett annat sätt. Där utgår det istället från upptäckter i verkligheten som sedan sammanförs i generella utsagor som sedan mynnar ut i teorier och modeller. (Olsson & Sörensen 2001)

Med dessa två begrepp utredda anser vi att vi har en induktiv ansats. Verksamheter och företeelser kommer att studeras i näringslivet för att sedan analyseras och mynna ut i en slutsats. Studien har ett empiriskt angreppssätt då verkliga fall och siffror analyseras.

2.1.2 Kvalitativ kontra kvantitativ

En kvalitativ studie ger, jämfört med en kvantitativ studie, större möjligheter att visa en helhetsbild som i sin tur möjliggör förståelse för sociala processer och sammanhang. Det kräver koncentrerade forskningsinsatser på ett urval av enheter snarare än ett stort antal analysobjekt. Kvantitativa metoder försöker att kvantifiera data för att hitta mönster och samband mellan olika företeelser. Enligt Andersen (1994) är utgångspunkten därmed att det som studeras ska kunna göras mätbart och att undersökningsresultaten ska presenteras numeriskt. Därav skapas goda möjligheter att göra generaliseringar genom statistiska tekniker.

Enligt Olsson & Sörensen (2001) är det vanligt att under bedrivandet av en deduktiv undersökning använda sig av en kvantitativ metod. Vederbörande rapport kommer dock i stor utsträckning att karakteriseras av kvalitativ data. En studie bör förvisso innehålla både kvalitativa och kvantitativa data för att ge möjlighet till en mångsidig analys. En företrädare för den kvantitativa skolan kunde möjligtvis hävda att uppsatsen med hänsyn till författarnas kvalitativa infallsvinkel riskerar att bli alltför subjektiv i och med att insamlandet av fakta och analysresultaten i hög grad kommer att bero på författarna själva och de personer som väljs ut till intervju. Det är dock vår uppfattning att

undersökningsämnet och undersökningens syfte bäst kan uppnås genom kvalitativ analys. De mest relevanta svaren torde här nämligen inte gå att få fram genom statistiska metoder utan det torde snarare krävas en djupare analys.

2.2 DATAINSAMLING

Enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul (1991) skiljs det inom vetenskaplig forskning mellan två typer av data, primärdata och sekundärdata. Primärdata är den information som för ändamålet på egen hand samlas in medan sekundärdata är den som redan existerar. Vår uppsats består av båda delarna och det är svårt att specificera vilken av de två som väger tyngst. Vi menar dock att primära data är klart mer intressant då den är inhämtad just för denna studie.

2.2.1 Primärdata

Intervjuer kan göras på ett flertal olika sätt. Enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul (1991) är de två ytterligheterna strukturerade intervjuer och ostrukturerade intervjuer. Strukturerade intervjuer använder sig av färdigformulerade frågor och vanligtvis är svarsalternativen fasta. Ostrukturerade intervjuer kan mer liknas vid en diskussion mellan respondent och intervjuare. En strukturerad intervju kan likna en enkät eller en checklista, men den fylls dock i av intervjuaren. Ostrukturerade intervjuer som har ett visst tema kan med hjälp av skickliga intervjuare ge en mängd viktig information.

Vi har i denna undersökning använt oss av en blandning mellan de två nämnda metoderna där vi eftersträvade att få respondenten att utveckla sina svar. Anledningen var för att ge oss en bredare förståelse och underlätta arbetet med att besvara problemfrågorna. De frågor vi ställde till respondenterna rörde dels hur man sällar bland investeringsalternativen och kommer fram till ett lämpligt objekt och dels olika exitstrategier och om någon viss typ av exit är mer lämpad för en viss typ av verksamhet.

Initialt kontaktades ett antal aktiva BO-specialister och vi presenterade oss själva och vårt syfte med undersökningen. I de flesta fall då de tilltänkta respondenterna inte kunde medverka berodde på tidsbrist eller med hänsyn till deras investerare. Samtliga deklarerade dock sitt intresse för uppsatsen och önskade oss lycka till. Slutligen etablerades kontakt med två företag som har medverkat i intervjuer. Utöver dessa har viss e-mailkorrespondens förekommit under arbetets gång, då problem och frågor har stötts på och behov av kompletterande information förekommit.

De intervjuer som har genomförts har utförts personligen av båda författarna. Innan intervjuerna genomfördes fick respondenten tillgång till intervjufrågorna⁸ för att kunna förbereda sig och kunna leverera så fullkomliga svar som möjligt. Båda författarna var högst delaktiga i intervjuerna och de fördes mer åt diskussionshållet där intervjuobjektet fick möjlighet att klargöra sitt svar. Istället för att föra anteckningar användes en diktafon. Detta då diktafonen garanterar att man inte missar någon viktig del samt att den underlättar för diskussion, då intervjuerna inte behöver fokusera på att anteckna.

2.2.2 Sekundärdata

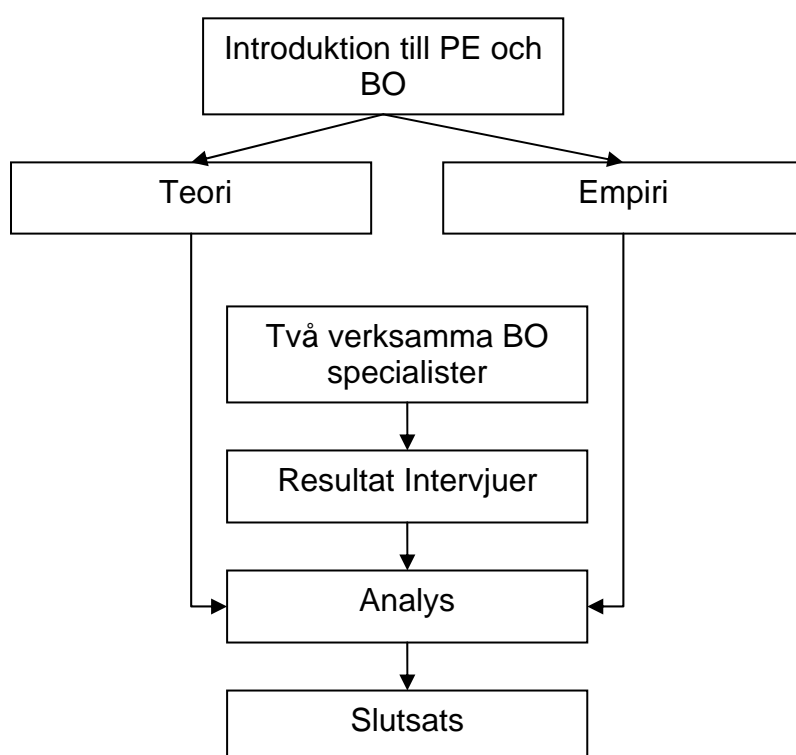
Sekundära data har mestadels bestått av webbpublicerad branschinformation och artiklar. Kontakt har även etablerats med Centre for Management Buyouts Research vid Nottingham University som har bistått med grundläggande information om MBO/MBI

⁸ Se bilaga 3 - Intervjufrågor

marknaden i Europa och Sverige. Självfallet har även litteratur kommit till användning, framförallt då det gäller den rena finansiella teorin. Nackdelen med litteratur är att den ofta är för generell och inte applicerbar på dagens verklighet. Gamla uppsatser har också fungerat som sekundär data. I vissa fall har själva innehållet haft betydelse men som oftast har de fungerat som en länk till den egentliga källan.

2.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Uppsatsen har således fokus på BO-segmentet och dess speciella förutsättningar som industri. För att klargöra termer och olika typer av verksamheter har först själva Private Equity industrin studerats. Antalet klassiska finasteorier i denna uppsats är medvetet något färre än normalt då vi tycker att bakgrundsinformation och information om hur själva industrin fungerar är betydligt väsentligare. Fokus har istället legat på hur två av dessa BO-specialister verkligen agerar i olika skeden av en affär.



Figur 5: Tillvägagångssätt

för klassisk finansteori och mer verklighetsbaserad fakta. Figuren ovan illustrerar vårt tillvägagångssätt. Det avviker från en vanlig modell är att analysen inte mestadels bygger på teori, utan till stor del på empirisk fakta.

2.3.1 Urval av företag

Efter att ha introducerat själva begreppen och industrin följer två fallstudier av företag. Båda dessa företag är verksamma inom BO-industrin och har genomfört ett antal affärer av denna typ. Valet av företag baserades helt enkelt på vilka som ställde upp med tid och engagemang. Bemötande som "vi lämnar inte ut några uppgifter med hänsyn till våra investerare" var vanliga i företagskontaktssökandet.

Genomgående för hela uppsatsen är att transaktionen eller affären har delats in i olika delar, inför investering, under ägandetiden och avyttringen. De tre perioderna återfinns i hela uppsatsen för att underlätta för läsaren att följa med.

Det andra återkommande momentet är att hela uppsatsen ses utifrån en investerares eller BO-aktörs perspektiv. Grundläggande fakta om exempelvis en lednings syfte med en MBO återfinns dock, men på det stora hela speglas det mesta från en BO-aktörs synsätt.

Den teoretiska- och empiriska delen är menad som en beskrivning av industrin. Där redogörs både

De valda företagen är;

- EQT Partners
- Procuritas Partners

Valet av företag baserades också på de olika typerna av företag. EQT representerar en av de verkligt stora spelarna medan Procuritas är en betydligt mindre aktör. Som den första aktören på den svenska marknaden förväntas Procuritas tillhandahålla mycket intressant information och erfarenhet. Väl medvetna om att två stycken företag utgör ett relativt magert urval för att kunna generalisera, hoppas vi kunna använda dessa för att jämföra likheter och olikheter som senare ändå kan leda till en givande slutsats.

2.3.2 Analysmodell

Analysen baseras på de två företag som nämnts ovan. En kortare presentation av de två företagen finns i kapitel 4. Tanken med analysmodellen är att på ett strukturerat sätt presentera de olika faktorerna som spelar in före, under och efter affären. Vidare är modellen tänkt att generalisera affärerna och finna svar på våra tre uppställda huvudproblem. Med hjälp av modellen hoppas vi kunna generera ny insikt i vilka faktorer som de facto är de mest beslutsrelevanta i en affär och vilka faktorer som hör samman med den bästa avkastningen.

Urval av transaktioner

Vi ämnade inkludera 10 stycken bolag i analysmodellen, fem från vardera företag. Det visade sig dock svårt att inom vår tidsram få tillgång till information angående tre av affärerna. På grund av detta har dessa utelämnats och antalet minskats till sju. Urvalet har även baserats på följande kriterium;

- Affären ska ha realiserats, det vill säga genomgått en exit.
- De ska under tioårsperioden 1994-2004 både blivit förvärvade och avyttrade.
- Affärerna är spridda över hela tidsperioden för att minimera marknadstrender.

För att jämförelser av de två aktörerna och deras strategier ska kunna genomföras är det väsentligt att objekten handlas under samma tidsperiod. Det kan annars finnas risk att händelser på marknaden påverkar utfallet och resultatet blir missvisande. Nedan finns en illustration av analysmodellen.

	FÖRETAG 1	FÖRETAG 2	FÖRETAG 3	FÖRETAG 4	FÖRETAG 5
FÖRE					
KARAKTÄRSDRAG HOS OBJEKTET					
BRANSCH					
PRODUKT/TJÄNST					
INVESTERINGSSTRATEGI					
UNDER					
MANAGEMENT, KVAR ELLER UTBYTT?					
VÄRDEADDERANDE ARBETE					
AVYTTRING					
TID I BOLAGET					
EXIT-TYP					
AVKASTNING (IRR)					

Tabell 4: Principiell skiss över analysmodellen.

Val av faktorer

När vi har studerat de olika transaktionerna har vi fokuserat på ett antal faktorer. Dessa faktorer är valda för att återspegla investeringsprocessens tre faser. Efter vissa initiala litteraturstudier kom vi fram till att karaktärsdrag hos ett potentiellt objekt är en mycket viktig faktor. Likaså gäller för vilken bransch det aktuella bolaget är verksamt i, då det kan utgöra en avgörande faktor för att en BO ska initieras. I och med detta blir även typ av vara eller tjänst, en intressant faktor.

När det gäller ägarstrategin ansåg vi att den var av hög relevans. Detta har även bekräftats efter intervjuerna då frågan om majoritets- eller minoritetsägande ofta är direkt avgörande för en lönsam investering. Vidare ansåg vi att frågan om behålla det befintliga management- teamet eller ej kunde ha en inverkan på avkastningen och utvecklingen av bolaget. Nästa faktor vi har studerat är det värdeadderande arbete BO-specialisterna utför i sina bolag. Även denna punkt ansågs viktig och intressant.

När det gäller avyttringen har tre faktorer inkluderats tid i bolaget, exit typ och avkastning. Samtliga ansågs vara relevanta och bidra med en djupare insikt i hur en investeringsprocess går till.

2.4 VALIDITET OCH RELIABILITET

Begreppsparet validitet och reliabilitet har en stor betydelse inom vetenskaplig forskning och spelar ofta en avgörande roll. Med validitet avses att man som forskare verkligen mäter det som man avser att mäta. Reliabilitet anger tillförlitligheten och användbarheten av ett mätinstrument. (Ejvegård, 2003)

Begreppens innebörd förändras dock beroende på huruvida studien genomförs kvalitativt eller kvantitativt. I *kvantitativa* studier betecknar validiteten att vi studerar rätt företeelse. Detta kan stärkas med god teoriunderbyggnad, bra instrument och noggrannhet vid själva mätningen. I det *kvalitativa* fallet är ambitionen istället att upptäcka företeelser, att tolka och förstå innebörden av livsvärlden och att beskriva uppfattningar. Validiteten i en kvalitativ studie gäller snarast hela forskningsprocessen. Detta är något som vi tagit fasta på framför allt i intervjuarbetet.

På liknande sätt har begreppet reliabilitet olika funktion beroende på om det är en kvalitativ eller kvantitativ studie. Om vi intervjuar en person flera gånger och ställer samma fråga men får olika svar betraktas detta i en kvantitativ studie som ett tecken på låg reliabilitet. I en kvalitativ studie behöver detta inte vara fallet eftersom det kan bero på att intervjupersonen t.ex. har ändrat uppfattning eller fått någon ny insikt. (Patel & Davidsson, 2003)

Tillförlitligheten i analysmodellen och de faktorer den involverar får anses som hög. De utvalda faktorerna har valts då de har ansetts vara av stor vikt för att kunna besvara våra frågeställningar. De teoretiska och empiriska resonemangen som presenteras i kapitel 3 har baserats på litteratur, artiklar och webbpublicerat material. För att dessa ska ha en hög validitet krävs att källan verkligen påvisar det den avser att påvisa. Detta förutsätter en sund och korrekt urvalsmetod.

Denna undersökning avgränsas till att enbart studera och dra slutsatser utifrån BO-specialisters verksamhet. Därmed försöker författarna i största möjliga utsträckning isolera den problematik denna typ av verksamhet stöter på. Genom detta är vi i gott hopp om att uppnå ett så klart och tydligt resultat som möjligt.

Att förhålla sig kritisk till de använda källorna är särskilt viktigt vid insamlandet av företagsspecifik information. Man kan hävda att fakta från företag kan vara vinklad och

framställa det aktuella företaget i en bättre dager. Detta är vi fullt medvetna om och därför refereras alltid till det företag som informationen kommer ifrån.

Målsättningen med en undersökning måste vara att den ska ha hög grad av reliabilitet. Om samma eller liknande resultat påträffas genom oberoende undersökningar av ett och samma fenomen torde det föreligga hög reliabilitet. Oss veterligen har ingen liknande studie tidigare genomförts vilket medför att uttalanden om reliabiliteten blir svår.

3. TEORETISK OCH EMPIRISK REFERENSRAM

Följande kapitel syftar till att förklara de grundläggande teoretiska resonemangen bakom industrin. För att kunna skapa en förståelse för industrin hävdar vi att det måste till verklighetsknutna resonemang, vilka är mer empiriska. I kapitlet återfinns därför både klassiska finansteorier samt verklighetsbaserat empiriskt material.

3.1 INLEDANDE TEORI

Wahlbäck (1994) och Blomberg & Rimstedt (2001) menar att forskningen kring den svenska BO-industrin är mycket bristfällig och författarna till denna uppsats instämmer till fullo. Den intresseorganisation som bedriver forskning kring området i Sverige är Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA). SVCA delar upp Private Equity marknaden i Venture Capital och Buyout, men informationen beträffande båda områdena är bristfällig. Vi har istället vänt oss till CMBOR vid Nottingham University för att finna intressant data. CMBOR bedriver en mer ingående forskning av Buyout segmentet i hela Europa.

Som nämnt inledningsvis växte BO-industrin fram i Sverige under slutet av 80-talet, med Procuritas i spetsen. Även tidigare hade liknande tankegångar existerat men det var först då riskkapitalbolag som enbart sysslade med Buyouts bildades. Det nya bestod i att företag satte det hela i system och tog det an som sin uppgift att initiera, delvis finansiera och genomföra utköp av verksamheter ofta i nära samarbete med befintlig ledning. (Wahlbäck, 1994)

Det kan vara svårt för en ledning att genomföra ett 100 procentigt utköp då kapitalbehovet vanligtvis blir alltför massivt. Istället köps därför ofta delar av verksamheten eller dotterbolag ut. Hursomhelst bygger hela MBO-konceptet⁹ på att finansierare tillsammans med företagsledningen investerar riskkapital för att genomföra köpet. Utöver detta kompletteras dessutom köpet med hjälp av lånade medel. Den beskrivna finansiella struktur, ofta med hög låneandel, bygger på antagandet att den förvärvade rörelsen skall ha kraft att täcka räntekostnaderna framöver samt att hjälpa till med amortering av skulderna.

3.1.1 Varför en BO?

I vissa stadier av ett företags utveckling kan ett investmentbolag vara idealiska ägare, till exempel när industriella ägare vill avyttra rörelsefrämmande verksamheter eller i samband med privatiseringar eller generationsväxlingar i familjeföretag. När det gäller orsakerna till att genomföra en BO gäller det att skilja på investmentsidans syften och säljarnas syften. Enligt Wahlbäck (1994) kan intresset hos företagsledning för en MBO ha många orsaker, både privatekonomiska motiv samt sådana som hör samman med vad som uppfattas som företagets bästa. Förespråkare inom den så kallade pilotskolan menar att ledningen och styrelsens personliga ägande är en förutsättning för lönsamma företag (Wahlbäck, 1994). Denna skola stötte dock på patrull på 90-talet men hos många kvarstår övertygelsen att ledningen också har ett ägarintresse är oerhört viktigt för en positiv företagsutveckling.

⁹ För klargörande av de olika typerna av Buyouts se avsnitt 3.1.4

Lloyd (1997), anger följande motiv till en MBO;

- Ett moderbolag som vill sälja ett dotterbolag då det inte längre tillhör kärnverksamheten.
- Ett familjeföretag har problem att genomföra ett generationsskifte.
- Ett företag som tidigare har genomfört en företagsrekonstruktion.
- Ett dotterbolag som går dåligt eller som moderbolaget tänker avveckla.
- Ett forskningsprojekt som moderbolaget har svårt att erbjuda mer anslag.
- Ett företag som har dålig lönsamhet och riskerar att bli uppköpta av en fientlig köpare och därför säljer ut en eller flera affärsområden, däribland lönsamma sådana.

När det gäller BO-specialistens syften är det primära att skapa en god avkastning. Man anser sig kunna addera värde till ett företag genom sitt breda kunnande och ser på så sätt en chans till att kunna skapa tillväxt i objektet.

3.1.2 Gynnsamt klimat för BO

Att riskkapitalbolagens aktivitet har ökat den senaste tiden vet vi. Följer man finans- och affärspress kan man nästintill dagligen läsa om nya upp- eller utköp. Enligt Svenska Dagbladet daterad den 29 mars 2005 har Nordic Capital fram till och med detta datum genomfört åtta affärer, vilket är fler än vad samma företag genomförde under hela år 2004¹⁰. Följande dag, det vill säga den 30 mars 2005 annonserar Wallenbergs riskkapitalbolag EQT, även detta i Svenska Dagbladet, att man tillsammans med Goldman Sachs lägger ett bud på danska städbolaget ISS¹¹. Vilken typ av BO dessa två är låter vi vara osagt men de illustrerar ganska tydligt den aktivitet som råder på BO-marknaden för tillfället.

En mängd olika omvärldsfaktorer påverkar BO-marknaden och dess aktörer. Marknaden är i stor utsträckning en alternativmarknad då den är beroende av att ägarna vill sälja eller inte. Givetvis har ledningars ökade intresse att bli ägare samt att de ökade antalet finansiella rådgivare med inriktning på BOs en real och positiv inverkan på marknaden. Enligt Wahlbäck (1994) har följande faktorer störst inverkan på volymen av BOs;

- *Säljarnas fokus på kärnverksamheten:* Stora koncerners återgång till sina respektive kärnverksamheter har skapat många villiga säljare.
- *Bankers och andra kreditinstituts villighet att låna ut pengar:* Detta är en direkt avgörande faktor då 50-60 % av affären belånas hos bank¹².
- *Ränteläget:* Spelar naturligtvis en betydande roll då stor del av uppköpen sker med lånade medel.
- *Konjunkturutvecklingen:* Påverkar i stor utsträckning företagsledningens och styrelsens handlande i strategiska frågor.
- *Institutionaliseringen:* Det vill säga den ökande förekomsten av företag som specialiserar sig på att initiera och finansiera BOs. Fenomenet härstammar helt klart från anglosaxisk företagskultur och utan dessa specialister skulle många genomförda BOs aldrig ha ägt rum.

3.1.3 Framväxten av BO-fonderna

Fram till och med sent 70-tal var BO-investeringar mestadels tillämpade av förmögna familjer, industriella företag och finansiella institut, närmare bestämt banker. Efter hand,

¹⁰ Nordic Capitals största affär hittills i år är Outokumpus koppardivision, prislapp 5,5 miljarder kronor (Bergin, 25/5-05)

¹¹ Prislappen blev 27 miljarder kronor (Bergin, 25/5-05)

¹² Mer detaljerad information om affärernas kapitalstruktur återfinns i avsnitt 3.2.5 – 3.2.7

under mitten och slutet på 80-talet, kom det att bli fler och fler professionella investerare som utförde investeringar på uppdrag av institutionella investerare. Det var bland annat den trend som innebar att flertalet konglomerat splittrades som kom att skapa ett ökat behov för BO-investerare. (Forsberg & Karam, 1999)

Enligt Forsberg & Karam (1999) innebar utvecklingen att nyckelfaktorerna, så som M&A¹³ erfarenhet, strategiska omstruktureringar, balansräkningsbearbetning med flera, att utförandet av BO-affärer blev mer och mer komplexa. Följden blev att BO-affärerna i större utsträckning än tidigare kom att tillämpas av professionella BO-investerare snarare än de traditionella investerarna som bedömdes vara mindre lämpliga. Förmögna familjer måhända ha tillgång till det önskade kapitalet, men saknar ofta kunskap och erfarenhet av omstruktureringar av både strategisk- och finansiellkaraktär.

Industrialister och konglomerat är vanligtvis inte intresserade av att förvärva verksamheter som kräver betydande omstrukturering. Som följd av fokuseringen på att återvända till kärnverksamheten är de mindre benägna att förvärva bolag om dessa inte tydligt passar in i företagets övergripande strategi. Vidare kan nämnas att konglomerattrenden har bidragit till att de stora industrialisterna gått från att vara köpare till att bli säljare av verksamheter. Affärsbankerna tillhandahåller ofta nödvändig kompetens men saknar däremot riskkapital och industriell erfarenhet för att på bästa sätt genomföra BO-affärer. Alla dessa påvisade faktorer anses ligga som grund till varför BO-fonder är bättre lämpade att utföra Buyout affärer än övriga nämnda investerare. (Forsberg & Karam, 1999)

3.1.4 Typer av BO

Det finns ett flertal olika typer av BO-strategier. Den största skillnaden är ifall ledningen medverkar i genomförandet av BO-investeringen eller inte. Den gemensamma nämnaren hos de olika typerna är att de alltid sker med stor del lånefinansiering. Wahlbäck (1994), CMBOR (2004) och Salvatore & Olsen (2003) menar att de vanligaste typerna är;

Leveraged Buy-Out (LBO)

Ursprungsidén för företagsutköp där stor del av köpeskillingen finansieras genom lånat kapital. Lånet återbetalas sedan med pengar genererade av företagets verksamhet eller med försäljning av företagets tillgångar. LBO är en investerardriven transaktion.

Management Buy-Out (MBO)

Är identisk med en LBO med skillnaden att ledningen för uppköpskandidaten bidrar med eget kapital.

Management Buy-In (MBI)

En transaktion där externa företagsledare tar över ett befintligt företag. Extern finansiering ges av riskkapitalinvesterare till den företagsledare eller den grupp av företagsledare som tar över företaget i utbyte mot en andel i företaget. Vanligtvis brukar den nya ledningen ha tidigare erfarenhet av branschen eller företaget.

Buy-In-Management-Buy-out (BIMBO)

Denna form innebär att den befintliga ledningen i samverkan med utomstående ledningspersoner går in som ny ledning och delägare.

3.1.5 Aktörerna i en BO affär

Robert Sevenius beskriver i sin bok Företagsförvärv –en introduktion (2003) att det finns fyra köparkretsar; ett förvaltningsbolag, en fond, banker samt ett holdingbolag.

¹³ Se bilaga 1 – Ordlista, för förklaring

Förvaltningsbolaget är de som genomför och förvaltar transaktionen. Fonden utgörs av finansiella investerare som bidrar med ägarkapital och lånekapitalet kommer från bankerna. Det är holdingbolaget som verkar som objektets formella köpare. Alla de medverkande aktörerna i affären måste få sina anspråk uppfyllda för att var och en ska fullfölja affären. Alltså bör affären struktureras upp både på ett finansiellt och juridiskt korrekt vis menar Greve (1990).

Till skillnad från tidigare uppdelning kan man även kategorisera aktörerna i endast två läger; *the General partners* dvs. investment manager (se ordlista) och *the Limited partnership* som utgörs av institutionella investerare. Det är investment managern som ansvarar för att hitta objekt och värdera dem samt att strukturera upp och kontrollera investeringarna. Institutionella investerare kännetecknas av ett icke aktivt engagemang och de fungerar alltså som passiva investerare ofta på grund av bristande kunskap vad gäller uppdraget och branschen (Forsberg & Karam, 1999).

Informationsasymmetri (se nedan) uppstår då bolaget genom förvärvet övergår till att vara privat samt vid situationer då bolaget redan innan affären är privat. Enligt Forsberg & Karam (1999) gör bristen på offentlig information det svårt för de institutionella investerarna att skapa sig insikt i bolagets potential och karaktär. Även för investment managern kan det vara svårt att få tillgång till information angående privata bolag men med sin branschvana och kompetens har de ändå en relativt god chans att skanna av bolaget innan affären. Ofta görs detta med hjälp av en noggrann due diligence¹⁴, för att på så vis minimera de risker som informationsasymmetrin medför. Informationsasymmetrin mellan investment managern och den institutionella investeraren kan med en allierad vision ofta undvikas eller minimeras.

3.2 INFÖR INVESTERING

3.2.1 Asymmetrisk information

Asymmetrisk information uppstår när en part innehar bättre och utförligare information än den andre. Den part som har tillgång till störst del information använder ofta olika sätt att signalera ut budskap om bolaget, vanligtvis för att gynna sin egen position. Generellt kan man klassificera alla bolag i två kategorier, en med god och en med dålig kvalitet. Ledningen i det högklassiga bolaget vill genom signalering påvisa det egna bolagets goda egenskaper och överlägsenhet till marknaden medan ledningen i det sämre bolaget har ambitionen att efterlikna det goda bolaget i största möjliga utsträckning. Kostnaderna som associeras med antingen signaleringen eller efterapningen är det som avgör om strategierna är framgångsrika eller ej (Copeland et al. 2005).

Ledning och ägande är i bolag ofta åtskilda från varandra och ett glapp i informationstillgången mellan de två är ett faktum. Vanligtvis är det ledningen som besitter den största tillgången på information beträffande bolaget och har därmed en fördel gentemot ägarna. Den informationsasymmetri som uppstår mellan parterna kan vara till bekymmer vid avtalsförhandlingar, framförallt beträffande företagsvärdering. Undersökningar visar på att en god relation och hög tillit köpare och säljare emellan inte minskade den asymmetriska informationen, dock flöt informationen friare mellan parterna (Howorth, Westhead & Whright, 2004).

För att på bästa sätt komma undan problematiken med asymmetrisk information bör noggranna undersökningar göras där flertalet områden granskas. En metod som ofta används i branschen är due diligence.

¹⁴ För beskrivning av processen se avsnitt 3.2.4

3.2.2 Karakteristik för ett BO-objekt

Enligt Wahlbäck (1994), kan det ofta vara svårt att skilja på en LBO och en MBO då de har snarlika karaktärsdrag. Skillnaden är att syftet för en LBO inte behöver vara att ledningen ska köpa ut företaget, utan det kan istället handla om ett rent utköp. LBO klingar illa i många öron då dessa affärer har fått mycket dålig publicitet, varav fallet RJR Nabisco är ett av de mest kända som sedermera blev både bok och film. Affärerna anses ofta vara väldigt kapitalistiska och drivna av girighet och deras företagsetik ifrågasätts (Burton, Keels & Scifres, 1999). MBOs uppfattas som mer sympatiska och därför kallas ofta rena LBOs för MBOs. Potentiella LBO objekt bör ha karaktärsdragen som presenteras nedan. Implicit kan dessa sägas även gälla för framtida MBO objekt (Gagliano & Olsen, 2003).

- Stadiga och förutsägbara kassaflöden
- Ren balansräkning med lite lån
- Stark marknadsposition
- Litet behov av framtida kapital
- Tung tillgångsbas för låneabsorption
- Stark ledning
- Synergi möjligheter
- Möjligheter till kostnadsreduktion
- Säljbara tillgångar
- Genomförbar exit

3.2.3 Värdering av objektet

Värderingsprocessen är en av de viktigaste delarna i en BO-transaktion. I stora drag går den ut på att värdera tillgångarna, ett givet antaget exit värde, investeringshorisonten, kapitalstrukturen och avkastningskravet mätt som Internal Rate of Return (IRR). Normalt ligger BO-fondernas IRR-krav i intervallet 25-35%. Finansieringen av en BO är en funktion av objektets förmåga att absorbera lån och förmågan att leverera avkastning på det investerade egna kapitalet.

Värderingen av objektet genomförs med traditionella modeller som i korthet presenteras nedan;

- *Marknadjämförelser*: Att jämföra objektet med publika eller privata liknande bolag. Lämpliga mått är Earnings Before Interest and Taxes (EBIT), multiplar av försäljningen.
- *Capital budgeting*: För att avgöra om en investering är värdeskapande. Enligt Olsson, Ribbing & Werner (2002) kan Capital budgeting definieras som en beslutsprocess som strukturerar upp fördelar och nackdelar för den tilltänkta investeringen.
- *Discounted Cashflow analysis (DCF-analys)*: DCF-analys är förmodligen det mest frekvent använda värderingsverktyget och bygger på att objektet värderas till dess framtida diskonterade kassaflöden. Framtida kassaflöden baseras på historisk fakta och förväntningar om framtiden. Enligt Olsson, Ribbing & Werner (2002) beror reliabiliteten av modellen på två faktorer, förutspådda kassaflöden och uppskattningen av diskonteringsfaktorn. Enligt Forsberg & Karam (1999) används ofta en diskonteringsfaktor mellan 25-35 % för eget kapital.

3.2.4 Due diligence

Den engelska termen due diligence kan användas för att beskriva en specifik procedur för inhämtning och analys av information rörande avvikelser i företag i samband med

affärshändelser av större karaktär. En enklare översättning av begreppet skulle kunna vara "lagom försiktig", vidare används inte begreppet uteslutet i det beskrivna sammanhanget, utan även vid försäkringsmäklning och rekrytering. Sevenius (2003) menar att den moderna versionen av begreppet har utvecklats som ett köparverktyg snarare än en ansvarsbefrielse för säljare.

På senare tid har företagsbesiktning (due diligence) kommit att bli ett etablerat moment i förvärvsprocessen, vissa hävdar att det rent av kan ses som obligatoriskt. Företagsbesiktningen går att karaktärisera genom att köparen samlar in och analyserar information om målföretaget, ofta i samråd med rådgivare. Det görs för att kunna definiera eventuella risker och processen betraktas som ett verktyg för beslutsfattandet (Sevenius, 2003).

Tidsfaktorn är ett av de mest kritiska elementen vid genomförandet av due diligence. Eftersom besiktningen i inledningsstadiet görs inom en så pass begränsad tidsram uppstår det en viss risk att felbedömningar görs. I vissa fall får köparen förlita sig på det resultat som framtagits av en oberoende revisor för att först senare i affären få möjligheten att genomföra due diligence på egen hand (Lloyd, 1997).

Enligt Greve (1990) bör due diligence göras i två steg, en preliminär och en slutlig. Den första genomförs i ett tidigt skede och baseras på en begränsad mängd information om företaget, vilket medför att den bör ses som ofullständig. Senare görs ytterligare en granskning, som innebär en betydligt noggrannare analys av företaget och dess omvärld. Orsaken bakom "tvåstegsmetoden" är att företagsförvärv förenade med stora delar belåning ofta är relativt osäkra. Det är centralt att i ett tidigt skede klarlägga om affären har potential eller inte. Har den inte det är det meningslöst att verkställa en grundligare granskning och resurserna kan istället allokeras på annat håll.

3.2.5 Kapitalstruktur – Modigliani & Miller

Franco Modigliani och Merton Miller (M&M) skrev en avhandling beträffande kapitalkostnader, företagsvärdering och kapitalstruktur. Först bör nämnas att de grundade sina resultat på följande antaganden;

1. Kapitalmarknaden är friktionsfri
2. Individer kan låna och belåna till riskfri ränta
3. Inga kostnader för konkurs eller "affärsrubbnings" existerar
4. Bolag utfärdar endast två typer av fodran; riskfri belåning samt (riskfylld) tillgångar
5. Alla bolag förväntas ha samma operationella risk
6. Företagsbeskattning är den enda som regeringen uttaxerar
7. Alla kassaflöden är beständiga
8. Både interna och externa intressenter besitter samma information (ingen asymmetrisk information och chans till signalering förekommer)
9. Ledningen har alltid intentionen att maximera aktieägarnas förmögenhet (inga agency costs förekommer)
10. Operationella kassaflöden påverkas inte av förändringar i kapitalstrukturen

-Alla antaganden hämtade från Financial Theory and Corporate Policy (2005)

Det går snabbt att konstatera att dessa antaganden inte går att applicera på verkligheten då de saknar relevans i den verkliga världen. Dock kan de användas för att beskriva M&Ms proposition och skapa sig en bild av hur kapitalstrukturen kan se ut och hur den kan optimeras. M&M-teorin hävdar att företagets värde samt avkastning till investerare ökar med en utökad belåning, under förutsättning att skatter förekommer.* De ränteutbetalningar som uppkommer med en ökad belåning är avdragsgilla och leder till

lägre skatteutbetalningar, vilket brukar kallas för "skatteskölden"¹⁵. Den optimala belåningsgrad bör ses som en trade-off mellan vinsten från belåning och de kostnader som uppstår vid finansiellt trångmål (Copeland et al, 2005).

$$*V_L = V_U + (T_c \times D)$$

Där:

V_L : Värdet på ett belånat bolag

V_U : Värdet på ett obelånat bolag

T_c : Skattesats

D: Skulder

3.2.6 Finansiering av en BO

Mycket tid och resurser läggs på att ta fram modeller för olika upplägg av andelar lån och eget kapital. Då BO-fonder generellt sett har höga avkastningskrav ses möjligheten att med en stor andel lån kunna öka avkastningen på eget kapital förhållandevis enkelt. Så länge som avkastningen på sysselsatt kapital är högre än marginalkostnaden för lån medför belåningen högre avkastning på eget kapital. Enligt Forsberg & Karam (1999) är detta möjligt då aktieägarna erhåller skillnaden mellan ROCE och ROD (se figur och förklaring nedan).

$$ROE = (1 - T_c) \times \left[ROCE + (ROCE - ROD) \times \frac{D}{E} \right]$$

Där:

ROE: Avkastning på eget kapital

T_c : Skattesats

ROCE: Avkastning på sysselsatt kapital

ROD: Avkastning på lån

D: Räntebärande lån

E: Eget kapital

3.2.7 Typer av lån

För att genomföra en BO krävs ofta mer än en typ av lån och ofta består finansieringen utav tre olika typer av kapital, nämligen banklån, mezzanine kapital och eget kapital. Enligt Gaglianos & Olsens artikel *Note on Leveraged Buyouts (2003)* ser transaktionsstrukturen i de flesta fall ut på följande sätt:

Typ av kapital	Procent av transaktion	Kapitalkostnad	Källa
Moget lån	50-60%	7-10%	Banker Kreditinstitut Försäkringsbolag
Mezzanine lån	20-30%	10-20%	Mezzanine fonder Försäkringsbolag
Eget kapital	20-30%	25-35%	Ledning Buyout fonder Investmentbanker

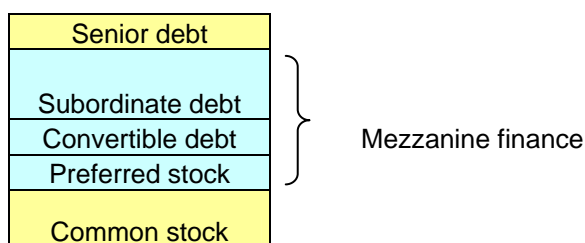
Tabell 5. Källa: Gagliano & Olsen (2003), modifierad version

¹⁵ eng. the tax-shield

Lämplig transaktionsstruktur varierar naturligtvis från fall till fall och mellan olika typer av industrier. Framtidsutsikter för hela industrin och ekonomin som helhet samt faktorer som expansionspotential, avkastning, resultat och möjlighet till att absorbera lånen måste alla vägas in när man bestämmer den optimala belåningsstrukturen.

3.2.7.1 Mezzanine Finance

I mitten på 1980-talet uppstod i England en speciell typ av lån (Mezzanine finance) för att tillgodose den existerande efterfrågan på finansiering. Finansieringens avkastnings- och riskhänseende låg då emellan aktier och lån med säkerhet. Generellt innebär mezzanine financing ett lån med hög eller normal ränta samt befogenheten att teckna aktier i bolaget (Nyman, 2002). Enkelt kan mezzanine finance beskrivas med följande figur¹⁶:



Figur 6. Källa: Copeland et al (2005)

Mezzanine belåningen har en lägre prioritet i företagets kapitalstruktur samt ofta en högre ränta än övriga lån. Dessutom inkluderar mezzanine ofta säkerheter¹⁷. (Wainwright & Blaydon, 2003)

Den här typen av lån brukar erbjudas av investerare som specialiserat sig på just den här typen av finansiering (Wainwright & Blaydon, 2003). I artikeln *Investors gorge on Mezzanine debt* av Brown (2004) kan man läsa om hur mezzanine financing i Europa växer fort beräknat i absoluta tal samt som proportion av individuellt finansierade avtal vilket vissa tror kan vara farligt för marknaden. Idag råder stor konkurrens om att tillhandahålla mezzanine debt då försörjarna ser möjlighet till god avkastning.

3.2.7.2 Fördelar och nackdelar med lånefinansiering

Som klargjorts i tidigare avsnitt består köpeskillingen till stor del av belånat kapital och enligt Gagliano & Olsen (2003) finns det ett antal fördelar med denna typ av kapitalstruktur vid en BO. Först och främst anses de stora räntekostnaderna tvinga ledningen till att förbättra sin egen prestation och verksamhetens effektivitet, detta fenomen är även känt som "the disciplin of debt". Fenomenet sägs tvinga ledningen till att se över vissa element i verksamheten. Det kan röra sig om att sälja av icke-relaterad kärnverksamhet, genomföra nedskärningar och kostnadseffektivisering eller tvinga fram investeringar i ny teknologi. Genom dessa påståenden fungerar belåning inte bara som ett finansieringsalternativ utan även som ett sätt att tvinga ledningen till ett nytt beteende (Copeland et al, 2005).

Ytterligare en fördel är att den ökade upplåningen medför att andelen eget kapital som krävs för att köpet ska kunna genomföras minskar avsevärt. En BO-specialist brukar kunna verkställa ett köp genom att betala mellan 20-40 % av det totala priset. (Gagliano & Olsen, 2003)

Till skillnad från utdelningar av eget kapital är räntebetalningar på det belånade kapitalet avdragsgilla, i enlighet med M&M:s kapitalstruktursteori. Därav genererar lånen en

¹⁶ För översättning se bilaga 1 - Ordlista

¹⁷ eng, Warrants

så kallad skatteskuld som innebär att företaget får en värdetillväxt i storlek med skattebesparingen.

När det gäller nackdelarna är den mest uppenbara problematiken med att kunna betala räntorna på lånen. Orsaker som kan ställa till problem kan vara av typen att verksamheten inte genererar så mycket pengar som estimerat, eller att för företaget viktiga omvärldsfaktorer har förändrats och påverkat ekonomin i stort. En ökad belåningsgrad kan även medföra svårigheter för företaget att kunna hantera generella konjunkturedgångar eller nedgångar i den aktuella branschen (Gagliano & Olsen, 2003).

Vid kärva tider kan en hög lånefinansiering distrahera ledningen i deras arbete. Risk finns att de enbart koncentrerar sig på att klara av räntebetalningarna istället för att försöka leda företaget på bästa sätt och reda ut de problemsituationer som uppstår (Gagliano & Olsen, 2003).

3.3 UNDER ÄGANDETIDEN

3.3.1 Agentteori

I alla moderna bolag finns det en mängd olika intressen så som ledning, anställda, aktieägare och så vidare. Dessa olika intressenter sammanbinds med mer eller mindre formella överenskommelser för att försäkra sig om att de innehar gemensamma mål. Tidigare har det antagits att alla företagets intressenter strävade mot samma mål, det bästa alternativet för företaget. Det är under de senare 20 åren som det framkommit att det inom företaget kan finnas en rad olika intressen och konflikter mellan dessa. (Brealey et al, 2004)

Enligt Copeland et al (2005) är det grundläggande att dela upp ägande och kontroll för att uppnå en effektiv marknadsbild samt specialisering. Två personer med olika förutsättningar, den ena med kapital och den andra med färdighet, skulle båda vinna på att dela upp arbetet mellan sig så att båda gör det han eller hon är bäst på. Utifrån denna enkla mening går det snabbt att dra slutsatsen att detta kan ligga till grund för intressekonflikter mellan de olika parterna. Båda vill naturligtvis understödja sin egen position.

Enligt Copeland et al (2005) kan tre orsaker till konflikt mellan ledning och aktieägare urskiljas; omfattningen på ledningens insatser, ledningens förmögenhet och de olika parternas tidshorisont. Ledningens insatser är mycket svåra att definiera. Att kräva att ledningen ska prestera sitt allra yttersta är önskvärt, men hur vet man hur mycket det är och hur går det att mäta?

I en artikel skriven av Yoshikawa et al (2004) hävdas det att under rätt omständigheter är privat ägande och aktivitetsbaserad lön viktiga faktorer till utförandet av, för företaget i stort, lyckosamma strategier tillämpade av ledningen. Författarna är också av uppfattningen att det är en komplicerad uppgift att mäta och bekräfta ledningens utförda självuppfyllda prestationer.

De kostnader som uppstår i samband med agentteori-problematiken kallas för agentkostnader och kan beskrivas som kostnader som uppstår när ledningen handlar efter eget intresse och inte efter aktieägarnas. För att förhindra uppkomsten av dessa finns ett antal incitament som aktieägarna kan nyttja för att undvika problemet. Exempel på ett incitament kan vara att storleken på ledningens lön baseras på hur väl företaget presterar (Brealey et al, 2004).

3.3.2 Värdeskapande

Värdeskapandeprocessen kan indelas i tre delar, att fånga värde, det vill säga köpet, att bygga värde, det vill säga aktivt ägarskap och slutligen att realisera värde, alltså sälja av bolaget (Ahlström & Olsson, 2003). Efter att ett förvärv ägt rum innebär det inte att processen är slutförd, utan kvar finns arbetet med att bygga värde i företaget samt att få till stånd en lukrativ exit. Vi ska i det här avsnittet närmare beskriva vilka strategier som används för att just bygga värde i bolaget. Primärt går det att konstatera att det krävs ett aktivt ägarengagemang för att överhuvudtaget kunna skapa värde, det är inget som kommer av sig självt.

I de fall då en MBO genomförs i enlighet med de korrekta kriterier som kännetecknar affären, alltså att ledningen utgör investeringspartners, kan detta påvisa vikten att skapa ett ökat värde både för bolaget och för ledningen. Ett personligt ägande i bolaget fungerar som ett förstärkt incitament för ledningen och ökar därmed deras engagemang i bolaget (Brealey et al, 2004). Lloyd menar dock att det inte alltid är chansen till en förstärkt privatekonomi som stimulerar ledningen att agera effektivare utan istället är det de kulturella och strategiska förändringar som implementeras i bolaget som gör dem mer engagerade. En anledning kan vara att de hierarkiska nivåerna i vissa fall försvagas efter en Buyout, vilket leder till en ökad kommunikation och initiativtagande från medarbetarna. (Lloyd, 1997)

Värdeökning går alltså att uppnå på flertalet sätt. Förutom ett ökat engagemang från ledning kan det även grundas på operativa förändringar i bolaget så som till exempel förbättrade rörelsemarginaler och lägre kapitalbildningar. Ytterligare faktorer som ofta leder till värdeökning kan vara strategiska förändringar. De kan gälla nyförvärv, avyttringar eller helt enkelt omstruktureringar inom bolaget. (www.procuritas.se)

För att ledningens arbete ska kunnas stödjas, följas upp och utvärderas bör en erfaren och kompetent styrelseordförande tillsättas. Att en god och nära relation erhålls mellan styrelseordföranden och VD:n är viktigt för värdeskapandet i bolaget.

3.4 AVYTTRINGEN

Med exit modell menas den strategi som investeraren använder för att realisera sin investering. Vilken exit modell som förväntas bli tillämpad bör enligt Greve (1990) i ett tidigt skede diskuteras av investerare och management för att säkerställa att de besitter samma ståndpunkt. Det här bör göras för att undvika komplikationer vid ett senare tillfälle i affären menar han. Michael Nyman hävdar tvärtom i sin bok *Riskkapital – Private Equity- och Venture Capital- Investeringar* (2002) att det i förväg inte går att fastställa vilken exit metod som kommer att användas. Han menar att det under affärens gång inträffar många oförutsägbara händelser vilka leder till att planerna ändå måste justeras.

3.4.1 Avyttring till en industriell eller finansiell köpare (Trade-sale)

Först vill vi kort beskriva skillnaden mellan en finansiell och industriell köpare. Vid en transaktion med en finansiell aktör är denne inte verksam i målföretagets bransch och förvärvets syfte är troligtvis att vid ett senare tillfälle sälja objektet vidare med vinst snarare än att löpande bedriva verksamheten vidare. En industriell köpare är däremot verksam i målföretagets bransch och har vanligtvis för avsikt att bedriva verksamheten vidare och har därav potential att uppnå synergieffekter (Sevenius, 2003). Uppgifter hämtade från SVCAs hemsida visar att den vanligaste formen av exit är just avyttring till industriell köpare. Vanligt är att multinationella företag på detta sätt köper ny teknik som innefattar betydande effektiviseringar för deras existerande verksamhet. För detta kan

köparen i vissa fall till och med acceptera att betala en premie för att förvärva företaget vilket i sin tur leder till att avyttring till industriell köpare många gånger ger en bättre avkastning än övriga exit typer (Nyman, 2002). Det är inte i allas ögon som en trade-sale ses som det bästa alternativet. Företagsledningen kan ställa sig kritisk till en sådan affär då det kan innebära en risk att medlemmar i ledningen förlorar sina anställningar hävdar Nyman (2002).

3.4.2 Börsnotering (IPO)

Enligt SVCA är börsnotering ett av de vanligaste förfaringssätten då man vill avyttra ett bolag. Syftet med att göra en exit genom notering är att vid börs eller auktoriserad handelsplats få igång handel med bolagets aktier. För investeraren sker exit antingen i anslutning till erbjudandet eller vid ett senare tillfälle i form av försäljning av ägda aktier i bolaget. Detta förfarande kräver god framförhållning och innebär påtagliga kostnader för företaget samt att en gedigen arbetsinsats kan komma att krävas (Nyman, 2002).

Vidare beskriver Michael Nyman (2002) att fördelarna med att använda notering som exit strategi är flera, till exempel är det från ledningens perspektiv positivt då det troligtvis innebär att ledningens medlemmar får behålla sina positioner i företaget. Vidare genererar notering även ett intresse för industriell försäljning, vilket innebär att två exit alternativ uppstår. En faktor som kan betraktas som mindre fördelaktig vid notering är, att det sällan innebär en fullständig exit, vilket i sin tur betyder att en viss risk kvarstår. Ofta krävs att investeraren behåller ett antal aktier i företaget för att indikera att företaget förväntas göra bra ifrån sig även i framtiden, detta innebär att en fullständig exit kommer att fördröjas. Notering innebär även risk vid börsnedgångar eftersom det påverkar affären negativt.

3.4.3 Rekapitalisering

Rekapitalisering kan genomföras på ett par olika vis, antingen genom så kallad "belånad rekapitalisering" eller "tvådelad rekapitalisering"¹⁸. Den förstnämnda används till exempel då en finansiell köpare vill bli majoritetsägare. Företaget tar upp en stor andel lån som sedan betalas ut till aktieägarna i form av utdelning alternativt används till aktieåterköp. Den finansiella köparen förvärvar en tillräckligt stor andel aktier för att förse sig med majoritetspost. Metoden kan ses som ett alternativ till fusioner och "rena" förvärv. Den andra formen som nämndes i inledningen innebär att företaget inrättar andraklassaktier vilka innehar en underlägsen rösträtt men högre utdelningsbelopp. (Copeland et al, 2005)

3.4.4 Fusion

En fusion karaktäriseras av att två åtskilda företag förenas och blir ett. Det förvärvande företaget åtar sig det andra företagens alla tillgångar och skulder. Det köpta företaget upphör att existera och de tidigare aktieägarna blir tilldelade nya aktier i det ackvirerande företaget, alternativt en kontant utbetalning av aktievärdet (Brealey et al, 2004). En fusion kan ske antingen som absorption mellan det övertagande företaget och ett eller flera överlåtande bolag, eller som kombination mellan två eller flera överlåtande bolag genom att de bildar ett nytt tillträdande bolag. Det är relativt ovanligt att fusioner, i enlighet med aktiebolagslagens regler äger rum, vanligare förekommande är att de sker som koncerninterna omstruktureringar. (Sevenius, 2003)

¹⁸ eng. Leveraged Recapitalization och Dual-Class Recapitalization

3.4.5 Likvidation

I ett aktiebolag där det inte handlas med aktier på någon form av marknad kan det vara svårt att sälja en aktiepost som endast utgör en del av firman. Är alla aktieägare överens underlättar det proceduren och diverse aktörer kan köpa företaget, för att inom en snar framtid låta likvidera bolaget. Det här förfaringssättet kallas för snabbavveckling och medför att ägarna erhåller betalning omgående istället för då likvidationen avslutas sju till åtta månaders senare. En likvidation kan beskrivas som; att verksamheten avvecklas och att bolagets skulder betalas. Det eventuella överskott av likvida medel som finns kvar fördelas ut till delägarna. Brukligt är att se likvidation som en, till konkurs, alternativ form för upplösning av associationer. (www.skatteverket.se)

3.5 AVKASTNINGSMÅTT

Som mått på avkastningen används vanligtvis Internal Rate of Return (IRR), både på den svenska och utländska BO-marknaden. IRR passar BO-industrin bra eftersom den tar hänsyn till pengarnas tidsvärde, samtidigt som den gör det möjligt att mäta ett flertal investeringar samtidigt (Forsberg & Karam, 1999). Utöver detta är den tacksam att använda eftersom den på ett enkelt och tydligt vis uttrycker avkastningen som en procentsats. För definition se nedan:

$$IRR_{Gross} = \left[\frac{Value_{Exit}}{Value_{Entry}} \right]^{1/time} - 1$$

Där:

Value_{Exit}: Värdet av eget kapital vid exit

Value_{Entry}: Värdet av eget kapital vid utköp

Time: Den tid från utköp till exit

Som nämndes i det inledande kapitlet har Buyout marknaden uppvisat mycket god avkastning historiskt sett. Anledningarna kan måhända vara många. Vi har valt att sammanställa en tabell som illustrerar några orsaker till varför och visat om de har haft betydelse eller inte för utfallet. Tabellen grundar sig på avkastningar för BO-industrin mellan åren 1990 och 1998 (föreläsningmaterial från Håkan Johanssons (EQT) föreläsning på Handelshögskolan, Göteborg, oktober 2004).

	bidragande bevis	inget/svagt bevis
Typ av säljare		✓
Typ av exit		✓
Strategiska initiativ och omstruktureringar	✓	
M&A aktivitet	✓	
Driva försäljnings tillväxt och förbättring av marginalerna	✓	
Aggressiv belåning	(✓)	
Val av industri		✓

Tabell 7: Sammanställning av bevis

4. TVÅ AKTÖRER

Kapitlet ämnar beskriva två verksamma aktörer inom industrin. Syftet är att ge en god inblick i hur de är verksamma och hur de är uppbyggda. De två bolagen arbetar inom samma industri men med olika förutsättningar. EQT är idag en av de största aktörerna på marknaden. Procuritas är en mindre aktör men med en mycket lång erfarenhet då de facto var det företag som introducerade Buyout konceptet i Sverige.

4.1 EQT

EQT grundades år 1994 av Investor AB och Wallenbergstiftelsen som tyckte att Private Equity-industrin på den tiden var enkelspårigt fokuserat på att köpa billigt och sälja dyrt, samtidigt som skuldsättningen användes som hävstång för att få upp avkastningen på eget kapital. Wallenbergsfären ansåg att det fanns ett behov av en aktör som tog sig an en mer industriell taktik. Tanken var att försöka förbättra det förvärvade bolaget och inte enbart använda sig av skuldsättning och timing. Wallenbergkoncernen med sin aggregerade industriella kunskap ansåg sig ha mycket att bidra med och lanserade EQT som en separat organisation med ett separat ägande. (Forsberg, 28/4)

EQT är idag ett av nordens största holdingbolag och har ett aktivt ägande i fler än 20 bolag med en ackumulerad försäljning på mer än sju miljarder Euro. Bolaget har som strategi att förvärva mellanstora företag med hög kvalitet samt ska bolagen karaktäriseras av att ha potential till mycket god tillväxt. Vidare eftersträvar EQT att inneha ett aktivt engagemang i det förvärvade bolaget och på så vis initiera förändring och utveckling. Processen att ta det förvärvade bolaget från lokal aktör med begränsad kapacitet till världsledande tar vanligtvis tre till fem år. Därefter bör företaget vara redo för avyttring alternativt börsnotering enligt EQT. (www.eqt.se)

4.1.1 Fonder

EQT innefattar sju olika fonder¹⁹ som tillsammans uppgår till ett värde på sex miljarder Euro. Fyra av fonderna har som målsättning att förvärva företag med anknytning till Norden medan den femte och sjätte fonden har en vidare orientering än enbart Norden. Den sjunde fonden är EQT Mezzanine som även den har en nordisk koppling. (www.eqt.se)

4.1.2 Investerare

De som investerar i EQTs fonder är familjer, stiftelser, diverse bolag, banker samt övriga finansiella institut²⁰. Några exempel på investerare är AP fonderna, Axa, AIG, the General Electric Pension Fund, Investor AB, Allianz med flera. EQTs största investerare är Investor AB som även upprättar Venture Capital aktiviteter i Nordamerika, Asien och Europa. (www.eqt.se)

¹⁹ För en närmare beskrivning av fonderna, se bilaga 2- Fonder.

²⁰ För diagram se bilaga 2 - Fonder. Av diagrammen, hämtade från EQTs hemsida, går att urskilja de olika proportionerna investerarna emellan samt den geografiska disponeringen.

4.2 PROCURITAS

Procuritas grundades år 1986 av Mikael Ahlström, som det första investmentbolaget i Norden specialiserat på att finansiera MBOs och andra utköpsaffärer. Vidare kan sägas att företagets specialisering även innefattar att initiera och strukturera genomförandet av MBOs. Målsättningen är att förvärva medelstora nordiska bolag samt att få verka i dessa med ett aktivt ägande och skapa värde i alla investeringsfaser. Till och med APRIL 2005 har Procuritas initierat 20 förvärv med ett sammanlagt bolagsvärde på mer än 1,1 miljarder Euro. (www.procuritas.se)

4.2.1 Fonder

Investeringarna sker genom enskilda transaktioner alternativt genom följande tre fonder som tillsammans har ett sammanlagt garanterat kapital på mer än 330 miljoner Euro. Här följer en kort beskrivning av de tre fonderna²¹:

- Procuritas Capital Investors III (PCI III), etablerad i april 2003 med ett garanterat kapital om 227 miljoner Euro. Investerares i PCI III är 17 stycken skandinaviska och internationella institutioner samt Procuritas (5 procent).
- Procuritas Capital Partners II (PCP II), etablerad 1997 med ett garanterat kapital om 107 miljoner Euro. Investerares i PCP II är 19 stycken skandinaviska och internationella institutioner samt Procuritas (7 procent).
- Procuritas MBO Invest Consortium (PMIC), etablerad 1990 med ett garanterat kapital om 28 miljoner Euro. Investerares i PMIC var 11 stycken skandinaviska och internationella institutioner samt Procuritas (12,5 procent). Fonden är nu avslutad.

Genom att förvärva nordiska bolag som karaktäriseras av att vara välpositionerade samt inneha en stor värdepotential förväntar sig Procuritas kunna generera en konkurrenskraftig avkastning på sina investeringar. Procuritas var de första att genomföra ett finansiellt utköp av börsnoterat bolag i Norden, detta ägde rum 1988 och gällde Gunnebo AB. Generellt eftersträvar Procuritas att bli majoritetsägare då de underlättar genomdrivandet av de förändringar de önskar få i stånd. Dock accepteras även minoritetsposter i de fall då medinvesterares delar ambitionen med bolaget. Tre till sju år efter förvärvet förväntas det finnas en möjlighet att avyttra bolaget, antingen genom börsintroduktion, vidareförsäljning eller möjligtvis en annan typ av exit. (www.procuritas.se)

4.2.2 Investerares

Procuritas har som tidigare nämnts två stycken aktiva fonder, PCI II och PCI III. Investerares som förekommer i båda fonderna är till exempel Nordea (Nordbankens pensionsstiftelse), Norsk Hydro och Statoil som alla utgör skandinaviska investerares. Internationella investerares som investerat i båda fonderna är INVESCO Private Capital och Verizon Investment Corporation. Ytterligare investerares i Procuritas fonder är Gjensidige NOR Spareforsikring, Danske civil- og akademiingenjörers, Pensionskasse, Länsförsäkringar, Morgan Stanley med flera. PCI II har även internationella fond-i-fond investerares så som till exempel Greenoak Capital Management och Crossroads Merseyside Private Equity Fund. (www.procuritas.se)

²¹ För detaljövrsikt av fondernas innehav, se bilaga 2 - Fonder

5. RESULTAT AV INTERVJUER

Följande kapitel är ämnat för en redogörelse av hur Buyout-marknaden i Sverige ser ut idag. Vi kommer att behandla områden som hur man ackumulerar kapital till investeringar, hur kapitalstrukturen ser ut, avkastningen idag. Vidare kommer vi att djupare klargöra för faktorer bakom valet av affär, hur aktörerna arbetar i bolaget samt hur exit strategi väljs och tillämpas.

5.1 INFÖR INVESTERINGEN

5.1.1 Motiv och faktorer bakom en BO

Ett av de vanligaste motiven till varför en BO verkställs är att bolaget vill renodla sin verksamhet och göra sig av med en division eller ett dotterbolag som inte utgör "core-business", det hävdar Mikael Ahlström på Procuritas. Anledningen till att bolaget vill avyttra en division kan vara antingen av tidsskäl, eller att endast syssla med en typ av verksamhet, vilket i de flesta fall genererar störst Economic Value Added²² (EVA). Utöver dessa faktorer kan det även bero på lönsamhetsproblem, vilket innebär att bolaget är pressat av banker, marknaden eller analytiker, som alla innehar en stor påverkan och makt över beslutsfattandet. Vidare finns det fall där motivet är att familjen inte längre vill driva familjeföretaget vidare, utan önskar sälja av verksamheten. (Ahlström, 29/4)

5.1.2 Karaktärsdrag som kännetecknar potentiella objekt

Nyckeln till hela BO-verksamheten är förmågan att välja rätt objekt. Hur vet man innan om bolaget har potential att lyckas eller inte? Vad är det för egenskaper investmentbolagen söker när de letar nya objekt? Den första frågan som presenteras nedan är övergripande för hela branschen och efterföljande frågor är tänkt att leda fram till en aning om huruvida utköp bör genomföras ej.

- Hur hittar man objekten, hur väljer man dem och hur förvaltar och utvecklar man dem?
- Vad är sannolikheten att vi kan genomföra affären?
- Hur kan vi skapa värde i bolaget? Kortsiktigt och långsiktigt
- Vad tror vi om exit strategi?

Enligt Ahlström är det viktigt att bolaget har ett bra managementteam samt en stark position i en sektor. Det behöver dock inte innebära att bolaget ska vara störst i världen, i Europa eller ens i Sverige, utan störst på sin specifika marknad. Ett exempel kan vara Helsingborgs Dagblad som innehar 85 procent av marknadsandelarna i Helsingborg. Flertalet konkurrenter har försökt slå sig in på marknaden och ta andelar ifrån bolaget utan framgång, detta utgör en stark position menar Ahlström.

Om en division missköts av nuvarande ledning/ägare kan den utgöra ett potentiellt förvärv. Önskvärt är även ett bolag som utgör en liten del av en stor koncern och som dessutom utmärks av en låg operativ marginal och har mycket rörelsekapital. Då kan bolaget köpas i relation till dennes låga marginal och sedan börjar arbetet med att frigöra så mycket kapital som möjligt, vilket görs genom att få ner skuldsättningen. Sedan

²² Skillnaden mellan avkastning på investerat kapital och vägda kapitalkostnaden multiplicerat med antalet kronor investerat.

fortgår arbetet med att få upp marginalerna och då uppnås troligtvis mycket goda resultat. (Ahlström, 29/4)

För att få en indikation på om ett visst bolag bör förvärvas ställer sig EQT ett antal frågor rörande bolaget, vilka påminner om de frågor som tidigare presenterats. EQT anser att det viktigaste är, att de själva ska kunna bidra med något till bolaget för att det ska klassificeras som ett attraktivt objekt. Det finns många fina bolag i dagsläget som drivs på ett tillfredställande vis, där en ny ägare troligtvis inte kan realisera någon större förbättring och dessa bolag bör inte köpas anser EQT.

Nedan följer de frågor som EQT söker svar på för att besluta om affären ska genomföras;

- Har EQT något att bidra med?
- Är det möjligt att köpa bolaget till en rimlig värdering?
- Är det möjligt att sälja bolaget till en rimlig värdering?

Per Forsberg på EQT är av åsikten att så länge man tror sig kunna bidra med något bra till bolaget går det alltid att komma överens om ett rimligt pris. Att köpa ett bolag dyrt är inte alltid fel om de förändringar som förväntas verkställas för att få bolaget att blomstra går att genomföra. En försäljning av bolaget bör inte utgöra ett problem, om det går att påvisa att det skapats ett bra bolag som är lönsamt och växer, samt att dess intressenter så som personal och kunder är nöjda och tillfredsställda.

5.1.3 Jakten på objekt

Det finns olika strategier för hur nya objekt hittas. Antingen kan det vara så att investmentbolaget sitter och funderar på ett potentiellt objekt, eller kan det vara någon från deras nätverk som kommer med en idé. Utöver dessa kan det även vara formella processer som satts ihop av en investmentbank i uppdrag av ett industribolag som t.ex. vill sälja av en division. EQT använder sig mest frekvent av den förstnämnda strategin, nämligen att själva leta fram potentiella objekt. Hälften av alla idéer de tittar på per år är av den karaktären och de övriga är disponerade över de resterade tillvägagångssätten. (Forsberg, 28/4)

Investmentbolagen arbetar mycket med att analysera potentiella affärer och arbetet är både tids- och resurskrävande. EQT granskar 500-600 idéer per år. Hälften av idéerna utvärderas under en mycket kort tid, kanske endast en timme eller en dag innan de avfärdas. 300 utav de ursprungliga idéerna lever i några dagar innan även de avfärdas. 50-60 idéer arbetar EQT någorlunda mycket med och 25 av dessa genomgår noggranna analyser. Det innebär att EQT utför due diligence på bolaget samt att de genomför marknadsanalyser och rekryterar expertis för att bidra till beslutsfattandet. Av dessa 25 idéer är det endast 3-4 stycken det faktiskt blir affär av senare. Investeringen faller oftast på att bolaget inte klarar att möta de investeringskriterier som EQT satt upp, eller att de involverade parterna inte kommer överens om ett pris. (Forsberg, 28/4)

Procuritas granskar cirka 150 investeringar per år. Först görs en översiktlig analys, varefter de internt inom företaget kommer överens om de ska gå vidare eller förkasta förslaget. Överlever förslaget diskuteras affären vidare med företagets ledning, rådgivare eller management. Precis som hos EQT är nästa steg i processen att utföra en djupare undersökning och ett "icke-bindande" indikativt bud läggs. I det här skedet tas det in en mängd olika personer med särskild expertis för att mycket noggrant undersöka marknaden, företaget, ledningen, bokföring, miljö, skatter osv. Generellt blir det en affär utav 100 idéer. Ahlström anser att det inom BO-industrin gått till överdrift när det gäller, involverandet av rådgivare och experter i förvärvsprocessen. Han menar att branschen blivit oerhört amerikaniserad med en mängd komplexa avtal både i försäljnings- och investeringsprocessen. Som exempel på detta kan nämnas att cirka 20-30 % av de stora juristbyråernas uppdrag idag, är av Private Equity karaktär. (Ahlström, 29/4)

Utvecklingen av branschen har gjort att fler och fler intermediärer, köpare och säljare finns på marknaden, samt att de blivit mer och mer sofistikerade. En större press och en betydligt mer transparent marknad har växt fram, vilket gjort att chansen att nå en jättelik avkastning minskat. Det råder en större komplexitet och det gäller att vara mer försiktig vid köp av bolag idag än för 10 år sedan. På grund av den mer transparenta marknaden köper och säljer folk andelar av fonderna i större utsträckning idag än tidigare och marknaden har på så vis blivit mer likvid. Även BO-aktörerna köper och säljer mellan varandra och dessutom hittar de, tillsammans med bankerna, på nya produkter för att få likviditet. Idag är allt mycket mer belånat än tidigare, likviditeten och komplexiteten ökar, vilket allt bidrar till att avkastningen dras nedåt. (Ahlström, 29/4)

5.1.4 Jakten på kapital

När en ny fond startas måste denna marknadsföras precis som när en börsintroduktion görs. Skillnaden mellan börsintroduktion som är publik och vid lansering av en ny fond är att den senare använder ett så kallat PPM (Private Placement Manual). Det kan beskrivas som ett konfidentiellt prospekt, vilket innehåller en stor mängd material. Investerarna får vid dessa affärer betydligt längre tid på sig att fundera på om de vill medverka med kapital eller inte. Vid en börsintroduktion får de vanligtvis 2-3 veckor på sig att ta ett beslut, men vid Private Equity-investeringar har de ofta 6-8 månader tillgodo, kanske till och med upp till ett år på sig att bestämma sig. Investerarna gör en betydligt grundligare analys av förslaget, bolaget, och övriga relevanta faktorer vid dessa affärer än vid vanliga aktieköp. En av orsakerna till de noggranna granskningarna är att kapitalet som investeras i fonderna är låst i 10 år vilket därmed medför en större risk. (Forsberg, 28/4)

5.2 ARBETET I BOLAGET

5.2.1 Beskrivning av fonderna och hur de drivs

Enligt branschstandard ska fonderna drivas i 10 år, men det går att begära förlängning i ett eller ett par år. Tanken är att investeringarna ska äga rum under de första fem åren och efter det femte året, bör fonden börja avvecklas. Kapitalet från investerarna betalas inte in i förskott, utan efter hand som fondens manager behöver pengar till diverse aktiviteter. Vanligtvis finns inte fonderna i Sverige, utan är placerade som kommanditbolag i t.ex. England och följer då engelsk lag. Investerarna utgör kommanditdelägarna och bolaget som sköter om fonden kallas "komplementären". Avtal skrivs mellan komplementären, tillsammans med fondens manager, och investmentbolaget som verkar som rådgivare. Det är ofta investmentbolaget som söker upp nya affärer som senare presenteras för komplementären, som slutligen tar beslutet.

Procuritas förvaltar för närvarande två stycken Buyout fonder. Den första fonden som Procuritas lanserade (PCI 1 år 1990) avvecklades sommaren 2004 efter att först blivit stoppad och senare överfört sina tillgångar till en "självlikviderande fond". När sedan de sista tillgångarna sålts ut avvecklades fonden helt. Vanligt är att 20 procent av de vinster som fonder skapat går till managern och rådgivarna vilket dock förutsätter en viss minimumavkastning på 7-8 procent. Investerarna ska, om allt följer planerna, få tillbaka allt sitt investerade kapital samt täckningsbidrag för alla sina kostnader som t.ex. management-kostnader. Utöver det bör de tilldelas en avkastning på 8 procent och därefter görs en vinstdelning. Procuritas har avkastningskrav på 20-30 procent per år beroende på vilken industrisektor det gäller. (Ahlström, 29/4)

EQTs första fond, EQT1, startades år 1994 och avslutades för några år sedan. EQT2 som startades år 1998 har ett fåtal bolag kvar. De flesta är redan avyttrade. EQT3 startade 2001 och är nyligen helt färdiginvesterad och hittills har endast ett bolag sålts ut från fonden. EQT4 är en helt ny fond som det börjat investeras i under våren 2005. EQT

drivs inte av några avgifter utan tar istället ut 20 % av all vinst, vilket är den klassiska vinstuppdelningsprincip som Buyout fonderna lever efter. (Forsberg, 28/4)

Det investerade kapitalet betalas tillbaka så fort fonden får in pengar. Även om fonden lever och drivs i 10 år är det inte säkert att investeringarna finns i bolaget under hela tidsperioden utan pengarna skjuts till vid investering eller annat finansiellt behov och betalas tillbaka när bolaget realiserar.

5.2.2 Från medelmåttig till succé

Per Forsberg menar att det finns några enkla knep för att lyckas med arbetet i det förvärvade bolaget. Det är inte konstigare än att; "se till att få ut bra produkter på marknaden, väx på de attraktiva marknaderna samt bör det ageras logiskt mot kunder och konkurrenter". Eftersom EQT vanligtvis har som avsikt att genomdriva stora förändringar inom bolaget, kan detta medföra en ökad osäkerhet angående bolagets framtid vilket innebär att det ofta är fördelaktigt att hålla bolagets ägande privat. Osäkerheten beträffande företags framtid hade lätt kunnat missgynna företaget vid publik handel. Vidare har EQT en långsiktig strategi, vilket även den gynnas av privat ägande och inte på börs, som karaktäriseras av kortsiktiga investeringscykler. Bolag som genomgår stora förändringar och stora osäkerhetsfaktorer tar ofta stryk på börsen, menar Per Forsberg.

EQT har i 60 % av affärerna ersatt befintlig ledning med ny, efter att de förvärvat ett bolag. Forsberg menar att till skillnad från andra Private Equity-spelare som inte vågar byta management, har EQT inga problem att göra så. Det beror till stor del på tillgången till ett stort industriellt nätverk där de kan plocka potentiella efterträdare ifrån. På EQT kallar man dessa industrialster och listan består av cirka 70 namn som på ett eller annat sätt samarbetar med EQT. Bland dessa finns namn som familjen Wallenberg, Percy Barnevik, Bengt Braun med flera. Vidare menar Forsberg, att ett misstag som ofta görs i branschen, är att avvakta för länge innan ledningen byts. Om den gamla ledningen inte accepterar och stödjer de omstruktureringar och förändringar investmentbolaget planerar genomföra i bolaget, bör ledningen bytas ut mot ett team som delar samma åsikt gällande bolagets framtid.

"Värde drivs av tillväxt" anser Forsberg. Kortsiktigt går det att skapa värde genom att satsa på Cash Flows eller på att få upp marginalerna, men i det långa loppet är det tillväxt som genererar långsiktigt värde. EQTs målsättning är att förvärvade bolag måste kunna växa, det kan vara både organiskt eller förvärvsmässigt.

Procuritas tillsätter i de fall de anser att det behövs ny styrelse och har alltid med en eller två medarbetare från företaget i den nya styrelsen. Förhoppningen är att hitta en stark och oberoende ordförande eftersom de anser att det är mycket viktigt att ha en god relation mellan VD och styrelseordföranden. Vidare menar Ahlström att en ledning som också är ägare är positivt för utvecklingen av bolaget. Ett personligt intresse för bolaget och dess verksamhet bidrar ofta till ökad lönsamhet. (Ahlström, 29/4)

5.3 AVYTTRINGEN

5.3.1 Val av Exitstrategi

Det går inte innan affärens genomförande att säga hur och när avyttring kommer att ske. Däremot går det att ha en hypotes om hur och vid vilken tidpunkt exit kommer att äga rum, mycket kan dock hända i och runt företaget, vilket gör att det finns en svårighet att helt fastställa en strategi. I vissa fall ändrar sig bolaget och dess verksamhet så mycket att det helt lämnar den sektor det tidigare verkade i. Ahlström menar att det inte går att generalisera och peka ut en exit metod som är mest lönsam, utan det kan bero på en rad

olika faktorer, så som marknadssituationen, det enskilda bolaget, den eventuelle köparen osv. Ahlström menar alltså att det inte går att hårdra en överlägsen strategi, som skulle ge bäst avkastning.

Procuritas har genomfört 19 affärer och har idag kvar 6-7 bolag vilket innebär att de genomfört 11-12 stycken exits. Vanligast har varit att göra en trade-sale, dvs. sälja bolaget till industriell köpare. Procuritas var de första att genomföra en börsnotering i Sverige.

När är det då optimalt att avyttra bolaget? Avgörande faktorer bakom verkställandet kan vara hur väl bolaget går eller hur marknaden ser ut, alltså spelar både företagsspecifika och marknadsspecifika faktorer in. 3-6 år är den normala ägandetiden, från förvärv till exit, men det betyder inte att en exit inte kan äga rum utanför den nämnda tidsperioden utan det beror helt på situationen och priset på bolaget. EQT menar att det förvärvade bolaget är till salu från och med dag ett efter köpet, allt handlar om priset. EQT har oftast en plan på att genomföra någon form av förändring i bolaget och förväntar sig att sälja det om 3 till 5 år. Ofta går lönsamheten ner de första åren som följd av de förändringarna som initierats i bolaget. EQT ser inte detta som något problem, men om bolaget däremot verkat på börsen hade det missgynnats på grund av den kontinuerliga värdering som börsen innebär. (Forsberg, 28/4)

På EQT har det redan vid analyskedet definierats vilken typ av exit modell som förväntas tillämpas och utgör därmed ett investeringskriterium för om affären bör genomföras eller inte. Finns det ingen bra exit strategi är det inte aktuellt att köpa bolaget. Trots detta anser EQT att man måste vara flexibel och eventuellt modifiera sin exit plan, eftersom det ofta händer mycket både på marknaden och med bolaget. Det är inte säkert att det blir just den exit man planerat och inte vid den planerade tidpunkten. I ungefär hälften av fallen blir exit av i enlighet med planerna och i de övriga fallen får planen revideras berättar Per Forsberg.

I dagsläget är det vanligast att sälja av bolaget till en industriell köpare, vilket också är mest lönsamt. Den exit metod som lönar sig mest, varierar beroende på marknadssituationen. För tillfället är börsnotering det sämsta alternativet som följd av det svala börs klimat som råder. Under sekelskiftet däremot var dock börsnotering istället den mest lönsamma exit strategin. Alltså går det inte att utse en överlägsen strategi som kan klassas som mest fördelaktig. För att en börsnotering ska vara lönsamt överhuvudtaget måste dock bolaget ha ett börsvärde på 1-3 miljarder kronor, små bolag bör alltså inte använda notering som avyttringsmetod. Branscher som har konsumentnära produkter är att föredra vid börsintroduktion då folk lättare kan relatera till produkten och bolaget. Trenderna på börsen varierar hela tiden och alternativen för varje enskilt fall får utvärderas och sedan tillämpas den strategi som lämpar sig bäst (Forsberg, 28/4).

5.3.2 Avkastningen (IRR)

En av orsakerna till varför Private Equity branschen har haft så pass hög avkastning, beror på att den kännetecknas av ett väldigt selektivt urval av affärer. Affärerna granskas betydligt noggrannare vid Buyouts än vad köp av aktier på börsen görs. En annan orsak till varför Private Equity är ett bra investeringsalternativ, är det förarbete som utförs inför affären samt det aktiva ägande som bedrivs i bolaget efter förvärvet och därmed finns fördelen att kunna påverka utfallet. Ytterligare en anledning till varför Private Equity-företagen tjänar så mycket pengar är att aktörerna är väldigt opportunistiska när de väljer sin timing, både när det gäller förvärv och avyttring berättar Per Forsberg.

Procuritas fonder har haft följande avkastning; PCI I 126 % årlig avkastning (reavinst på 110 miljoner Euro), PCI II knappt någon vinst alls, endast några procent och PCI III har

efter 1½ år redan betalat tillbaka en del av pengarna till investerarna. Procuritas har genomfört refinansiering på tre affärer. PCI IIs dåliga resultat beror dels på att Procuritas bytte samarbetspartners samt att ett bolag (Bravida) vägde tungt i portföljen och uppvisade ett dåligt resultat. Även tidsandan var inte att föredra vilket gjorde att fonden blev lidande på grund av det (Ahlström, 29/4).

EQT har genomfört ca 13 stycken exits sedan starten 1994 och har ännu inte gjort en förlust affär. Den sämsta affären gav 1,4 gånger pengarna men företaget har ett genomsnitt på 5 gånger pengarna. Den årliga avkastningen på EQTs affärer har legat på cirka 100 % vilket är ett mycket bra resultat. Framtiden tros inte kunna generera riktigt lika positiva siffror men de tror sig inte få några problem att nå sina avkastningsmål som ligger på cirka 25-30 %. (Forsberg, 28/4)

5.3.3 Misslyckade affärer

Procuritas har genomfört tre stycken dåliga affärer, Citymail 1998, Swedish Match 1989 samt Bravida 1999. I alla av dessa tre fall har Procuritas varit minoritetsägare vid förvärvet och detta anses vara en av de största orsakerna till misslyckandet. När bolaget ägs av flera minoritetsägare är det inte helt ovanligt att konflikt uppstår och att parterna drar åt olika håll, vilket medför att bolagets framgång blir lidande. Fler orsaker bakom misslyckande kan vara att Procuritas i dessa tre fall gjort felaktiga affärsmässiga bedömningar om bolaget samt att tidsfaktorn var betydande för resultatet. (Ahlström, 29/4)

Som nämnt ovan, har EQT ännu inte upplevt någon förlustaffär, men i deras sämsta affär berättar Forsberg att de inte gått in i bolaget med full kontroll utan istället gjort ett partnerskap med några andra aktörer. Följden blev att EQT inte kunde genomföra de strategier som de önskade i bolaget och kände att de varken hade kontroll över bolaget eller situationen. Lyckligtvis hade EQT rätten att göra en "shoot-out", vilket innebär att den andra aktören fick köpa ut EQT, vilket EQT också utnyttjade. Efter den här incidenten beslutade EQT att aldrig ge sig in i affärer utan full kontroll. Konflikter mellan parterna blir ofta för resurskrävande och det är icke önskvärt anser EQT. De tror på **en** ensam ägare, med **en** klar strategi. Forsberg menar att när ingen tar riktigt ansvar för bolaget, kan situationer som Skandia-affären uppstå, där ledning leder bolaget själva helt utan kontroll vilket inte är optimalt.

6. ANALYS

I följande kapitel ämnar vi att på ett tydligt och figurativt vis analysera de upptäckter vi gjort under arbetets gång samt finna svar på de frågor vi inledningsvis presenterade i problemdiskussionsavsnittet. Områden som kommer beröras är bland annat egenskaper hos potentiella objekt, äganderollen och val av exit strategi. Här återfinns även resultatet av vår analysmodell.

6.1 INFÖR INVESTERINGEN

Av den information vi framtagit har det visat sig att affären ofta står och faller på det initiala beslutet. Att göra sin hemläxa och att på ett mycket noggrant, strukturerat och rationellt vis granska det tänkbara bolaget är mycket viktigt för det faktiska utfallet. Slarvar man i sin analys finns det risk att svåra hinder dyker upp under resans gång. Problemet med asymmetrisk information går delvis att eliminera med hjälp av just noggranna analyser och granskningar, till exempel i form av due diligence. Där granskas förutom själva bolaget även dess kunder, konkurrenter samt marknadsförhållandet, vilket torde vara betydande för att läsa av bolagets framtidsutsikter. Vi anser att just dessa granskningar utgör en av de viktigaste faktorerna bakom framgångsrika affärer. Arbetet må kräva mycket, både ekonomiskt och prestationsmässigt av bolaget, men det bör inte undvikas då vi finner processen avgörande för det slutliga resultatet. Alltså har vi med denna studie funnit koppling mellan tidigare studier, verkligheten och vårt resultat.

6.1.1 Ägarstrategi

Vidare går det att påstå att valet av ägarstrategi också är av stor betydelse för resultatet. Väljer investmentbolaget att gå in som minoritetsägare råder det osäkerhet om alla parter kommer att sträva mot samma mål och en risk finns att intressekonflikter uppstår, vilka kan orsaka problem för bolaget och dess lönsamhet. Är valet av vilka strategiska omstruktureringar man vill implementera i bolaget förutbestämt, kan det bli svårt komma överens om inte alla viljor sammanstrålar. Då kan det vara fördelaktigare att istället satsa på att bli majoritetsägare och på så vis inte behöva vika undan för någon annan. Vi anser alltså att affärer som innebär flera minoritetsägare ska undvikas i de fall där en tydlig strategi för hur bolaget ska drivas redan är tilltänkt av investmentbolaget. Vår studie visar att det är just de affärer som inneburit ett delat ägande som uppvisat sämst resultat. Alltså bör investmentbolagen sträva efter att få en majoritetspost vid nyförvärv för att undvika problematiken med intressekonflikter enligt vår mening. Det här resonemanget har inte påträffats i tidigare studier och bidrar därför med en ny inblick i branschen.

6.1.2 Egenskaper

Önskvärt är att de potentiella bolagen kännetecknas av en stark marknadsposition/varumärke och att de verkar i en mogen bransch. Beroende på den utmanande belåning som tas upp för att finansiera affären, bör det förvärvade bolaget kunna uppvisa starka och stabila kassaflöden. Det är trots allt dessa som ska äta upp lånekapitalet. Eftersom en så pass hög belåningsgrad medför en relativt stor risk måste bolaget kunna uppvisa prognostiserade positiva kassaflöden, för att garantera att räntekostnaderna kan betalas samt att återbetalning av lånen kan göras. Vi är av uppfattningen, att en stor branschfarenhet och branschkompetens är avgörande för att

kunna fastställa om ett potentiellt objekt är bra eller dåligt. Aktuell kompetens behöver nödvändigtvis inte finnas på investmentbolaget utan kan köpas in vid behov. Det viktiga är att få tillgång till väsentliga uppgifter om objektet, branschen och dess framtid, detta för att kunna göra så realistiska prognoser som möjligt. Att trilla i "lånefällan" och inte kunna betala räntorna på lånen är icke önskvärt och bör i högsta grad undvikas. Genom due diligence tillsammans med kompletterande uppgifter, kunskap och erfarenhet ska detta inte utgöra något större hot.

Att det potentiella bolaget har ett bra managementteam är positivt men absolut inget krav. Investmentbolagen har inget emot att byta ut den gamla ledningen och ersätta med ny, om de finner behov för det. En stark ledning kan vara en bidragande faktor till att intresse väcks medan en sämre ledning kan ses som en möjlighet att ersätta den med en ny för att effektivisera ledandet av bolaget. Alltså kan ett bolag vara av intresse både med och utan en stark ledning.

För att sammanfatta detta avsnitt skulle vi vilja komplettera Gaglianos & Olsens (2003) karaktärsdrag för ett potentiellt objekt. I och med att samtliga mindre lyckade Buyouts, vi granskat, har genomförts med minoritetsägande styrker detta vårt resonemang om att majoritetsägande är att föredra. Således blir möjligheten till majoritetsägande en viktig egenskap att beakta.

6.2 ARBETET I BOLAGET

En viktig del i investeringen är givetvis att bygga upp det önskade värdet i bolaget för att senare kunna genomföra en lönsam exit. Arbetet kan delas upp i olika strategier vilka några presenteras nedan;

- Äganderollen
- Strategiska omstruktureringar och operativa förändringar

6.2.1 Äganderollen

När ledning går från att vara anställd till ägare är det mycket som tyder på att ett ökat engagemang och ett ökat intresse för resultatet gör sig gällande hos ledningen. Ett aktivt ägande är viktigt för att uppnå ett ökat värde i bolaget.²³ Därmed är det inte sagt att så endast kan ske när ledningen verkar som ägare i bolaget. Det finns en rad faktorer som spelar in och kan bidra till att öka värdet. Enligt Lloyd (1997) är det inte alltid möjligheten till en förstärkt privatekonomi som sporrar ledningen till att prestera bättre, utan det kan även vara de kulturella och strukturella förändringar som företaget genomgår.

Vi har med vår studie funnit att verkligheten speglar den bild som de teoretiska resonemangen presenterar. Det vill säga att ägande ofta fungerar som incitament för effektivare ledande vilket förhoppningsvis resulterar i ökad effektivitet och lönsamhet.

6.2.2 Strategiska omstruktureringar och operativa förändringar

Strategiska omstruktureringar och operativa förändringar är de tunga bitarna i bolagets förmåga att lyckas med värdeskapandet. Det är här det stora jobbet ligger men samtidigt också de stora möjligheterna. Generellt innefattar arbetet att få upp rörelsemarginalerna, öka försäljningen samt att minska kapitalbindningen. Vidare arbetas det med att

²³ I enlighet med Yoshikawa et al (2004), se avsnitt 3.3.1, och Pilotskolan (Wahlbäck 1994) avsnitt 3.1.1

strukturera bolaget på bästa sätt, vilket kan innebära att verksamheten vigdas eller minskas alternativt söker sig till nya marknader. Det kan ske genom till exempel avyttring, expansion eller fusion.

6.3 AVYTTRINGEN

6.3.1 Val av exit strategi

Den senaste tiden har BO-specialisterna fått kritik i media för att "bolla" sina portföljbolag emellan varandra. Journalister och experter verkar efterfråga fler börsintroduktioner men dessa har uteblivit (www.di.se). Anledningen till det färre antalet börsnoteringar anses vara bättre betalt, generösare belöningsystem samt mindre byråkrati och regelverk hos de andra exit alternativen. Färre börsintroduktioner medför även en ökad risk i att bolagspriserna trissas upp och att de i slutändan hamnar utomlands. Under IT-eran var börsen omätligt populär och Svensson lockades av de flesta nyintroduktioner. Då var den självklara exit strategin just börsintroduktion. Idag råder en annan situation och sammantaget kan sägas att det rådande börsklimatet inte är fördelaktigt för en introduktion. Enligt Ahlström är vissa företag mer lämpade för en börsintroduktion än andra. Företag vars produkter eller tjänsters slutkund är konsument tenderar till att lättare attrahera köpare på en börs. Det motsatta gäller för ett företag vars produkter eller tjänster som ingår i kedjan att framställa en produkt till konsument. Vår studie har därmed funnit att företag som tillhandahåller konsument nära produkter är mer lämpade för börsnotering. Detta visade sig resultatet av vår analysmodell samt vid intervjuerna och denna koppling har vi inte funnit i tidigare studier.

Enligt både Forsberg och Ahlström varierar investeringshorisonten oftast mellan 3-6 år. Tidpunkten för avyttring beror på ett antal faktorer, både marknadsspecifika och företagsspecifika. Det kan exempelvis handla om att ha hunnit genomfört sina planerade strategiförändringar eller effektivitetsförbättringar. Forsberg påpekar dock att det uppköpta företaget i princip är ät till salu från och med dag ett, bara rätt pris erbjuds.

I dagsläget är det framförallt trade sale som är den vanligaste typen av exit. De industriella köparna har ofta synergieffekter som primärt syfte med sina förvärv, medan de finansiella köparna ser en möjlighet till att öka effektiviteten inom bolaget.

Avslutningsvis vill vi återknyta till ett av våra huvudproblem, nämligen vilken exit strategi som är mest lönsam och mest frekvent använd. Det ganska franka svaret blir, att trade sale är den mest frekventa strategin för tillfället. I och med att BO-specialisterna eftersträvar att maximera sin avkastning, får även trade sale antas vara den mest lönsamma. Vi vill dock poängtera att valet av exit beror på, vilken som genererar mest avkastning och att detta varierar med tiden. Därför är det svårt att fastslå vilken exit typ som är vanligast över tiden.

6.3.2 Förklaringar till den höga avkastningen

Först och främst vill vi fastslå att det avkastningsmått som är industristandard för hela Private Equity industrin är IRR.

BO-specialisternas investerare har ofta höga avkastningskrav. Enligt Gagliano & Olsen (2003) ligger ofta avkastningskraven på det egna kapitalet runt 25-35%. Ahlström och Forsberg bekräftar detta påstående och menar att EQT och Procuritas har liknande krav. Jämför man med ett genomsnittligt börsår eller obligationer är detta ett väldigt högt avkastningskrav. Hur kommer det sig att denna typ av investeringar kan generera så pass hög avkastning? Vi menar att det finns flera förklaringar till det;

- För det första analyseras en oerhört stor mängd företag. Forsberg menar att på EQT, studerar man 500-600 företag varje år. Av dessa sällas den största delen bort i urvalsprocessen. Av de initialt 500-600 företagen genomgår cirka 25 stycken due diligence och slutligen blir det normalt 3-4 affärer årligen. Den omfattande process som detta sällningsarbete innebär, leder till en mycket god grund för att uppnå avkastningskravet.
- För det andra menar vi att kapitalstrukturens karaktär och "the disciplin of debt" har en effektiv inverkan på ledningen. Kassaflöden används för att betala amorteringar och ränta och tvingar ledningen att anstränga sig till det yttersta, detta gäller både för LBOs och MBOs. Vi hävdar också att pilotskolan, som menar att ledande och ägande går hand i hand, har en positiv inverkan på effektiviteten. Pilotskolans resonemang innebär att ledningen får incitament att prestera bättre resultat.
- För det tredje har BO-specialister ofta ett oerhört kompetent kontaktnät knutna till sina företag. Att dessa ofta namnkunniga och förutsatt kompetenta, personer finns tillgängliga för rådgivning, bidrar helt klart med en lönsam utveckling av investeringen. Denna typ av kontaktnät är inte unikt för EQT, utan är något som de flesta BO-specialister har.
- För det fjärde och sista menar vi att investmentbolagens aktiva ägande i det uppköpta bolaget medför en klar fördel. BO-specialisterna har en klar strategi för det uppköpta bolaget. Denna strategi kan innebära avyttringar av delverksamheter eller implementering av nya produkter och tjänster. Genom att vara aktiva ägare kan BO-specialisterna ständigt utvärdera sitt arbete och bedöma ifall det går i rätt riktning.

6.4 RESULTAT AV ANALYSMODELLEN

Genom att sammanställa de karaktärsdrag som kännetecknar viktiga egenskaper hos de utvalda affärerna, går det att konstatera att objekt som har en stark marknadsposition föredras²⁴. I 5 av de 7 fall vi granskat har det visat sig att just den starka marknadspositionen utgjort beslutsunderlag för investeringen. Ytterligare egenskaper som anses positiva hos ett objekt har visat sig vara möjligheten till synergier och utvidgning i samband med fusioner.

Analysen visar även att det är i de fall då investmentbolaget gått in och blivit majoritetsägare, som de största avkastningarna uppnåtts. Vid en minoritetspost har avkastningen i vissa fall rent av varit negativ. Vi anser därmed att BO-specialisterna bör eftersträva ett majoritetsägande vid nya förvärv, för att så gott det går eliminera riskerna som ett delat ägande innebär. I de fall då en minoritetspost ändå accepteras, måste tydliga riktlinjer fastslås för att säkerställa att de olika ägarna har samma vision och mål samt en genensam strategi för hur dessa ska uppnås.

I de affärer som haft störst framgång, mätt i avkastning (IRR), har arbetet i bolaget kännetecknats av processer som; organisk och strukturell tillväxt, lanserandet av nya produkter, tilläggförvärv och utvidgning av verksamheten och därav utnyttjandet av synergieffekter. Generellt har arbetet strävat efter att stärka marknadspositionen ännu mer. Med dessa uppgifter tycker vi oss kunna dra vissa slutsatser om vad BO-specialisterna bör göra i bolaget för att skapa värde. Självklart skiljer sig förhållandena från bolag till bolag och en viss taktik håller inte för alla. Vi finner dock, att arbetet med

²⁴ för sammanställning av tabell, se sida 40

att skapa tillväxt, lansera nya produkter samt expansion av verksamheten, kan ses som nyckelfaktorer till det goda resultatet.

Frågan angående att ha kvar eller ersätta befintlig management har vi inte funnit något självklart svar till. Det går inte att påvisa att det ena skulle vara att föredra över det andra, utan det beror till stor del på hur ledningen fungerade innan investeringen. Det går att se tendenser till att de fall där ny ledning tillsatts även har inneburit en högre avkastning, men det är allt för osäkert för att påstå att detta är att föredra. Det finns även situationer där den befintliga ledningen behållits och även i dessa affärer har goda avkastningar uppvisats. Vi anser därmed att det beror helt på den ursprungliga ledningens förmåga, och om denna inte håller måttet, bör den bytas ut mot en ny. Eftersom ledningen bär ett tungt ansvar för affärens utfall bör ledningen mycket noga inspekteras och kontrolleras för att försäkra att arbetet sköts på bästa vis.

Analysmodellen har frambringat bevis som säger att en avyttring till industriell köpare har varit den mest lönsamma exit strategin samt den vanligast förekommande. Ytterligare strategier som tillämpats är börsnotering och fusioner som dock inneburit en mindre framgång än vid trade sale. Tidsintervallet från förvärv till exit har varierat från 1 till 6 år där den kortaste holdingtiden innebar en förlustaffär och de mest framgångsrika affärerna hade en tidshorisont på 3-5 år.

Med hjälp av analysmodellen anser vi att intressant information och bevis har uppdagats. Exempelvis kopplingen mellan minoritetsägande och ett dåligt resultat samt att trade sale är den vanligaste exit typen.

På begäran av de medverkande företagen har vi valt att inte presentera de avkastningsmått som vi fått ta del av under studien. Alltså har vi analyserat objekten med hjälp av IRR-talen och använt dessa för att kunna dra slutsatser men siffrorna framkommer inte i denna uppsats.

RESULTAT AV ANALYSMODELL

Företag:	NVR/Route 66	Optimail	NSG Logistics	Scanrec	Axenti	Brakens	TAC
Karaktersdrag	Näst största kedjan i Sverige	Enda privata alternativet vid avregleringen	Mycket stark position i delsegmentet	För att slå ihop med Orwak i Axentigruppen	Väje bolag hade en stark markn. position i sin nisch	Marknadsledande i sin nisch	Stark marknadsposition
Bransch	Restaurang	Industriell post management	Nisch transport	Avfallshantering	Tillverkningsindustri	Verkstadsindustri	Säkerhet & Innermiljö Larm & regulatorer för innermiljö
Produkt/tjänst	Mat och fika längs stora vägar	Tjänst för att optimera postflöden	Transporttjänst	Komprimerar avfall	Holding bolag, utvecklar dotterbolag	Materialtekniska service tjänster, t.ex. värmebehandling	Majoritetssägare ?
Ägarstrategi	Majoritetssägare	Minoritetssägare	Majoritetssägare	Majoritetssägare	Majoritetssägare	Majoritetssägare	?
Bytt management	Ja	n.a.	Ja	n.a.	Ja/Nej (har bytt i vissa, ej alla)	Nej	Ja
Arbetet i bolaget	Nya restauranger och nytt management	Förbättra säljorg. & fin.rapportering, fokus på avreg. & konflikt m posten, incitamentprog.	Organisk&strukt. tillväxt, nya prod., nya investeringar vilket innebär störkt markn. pos.	Sammanslagning med Orwak för att bli bland de ledande i europa inom sin nisch	Tilläggsförvärv, nya investeringar, förstärkt ledning & incitamentsprog.	Int. expansion, nya produkter, nya förvärv	Nya produkter, effektiviserad verksamhet & prissättn, nyförvärv med synergieffekter
Tid i bolaget	3 år	1 år (partial exit)	4- ett bolag kvar	n.a.	5-6 år	2 år	5 år
Exit strategi	Trade sale	IPO	Trade sale	Fusion	Trade sale (var för sig)	Trade sale	?
Avkastning	Hemlig uppgift	Hemlig uppgift	Hemlig uppgift	Hemlig uppgift	Hemlig uppgift	Hemlig uppgift	Hemlig uppgift

1. = Inför investeringen

2. = Under ägande tiden

3. = Avyttringen

7. SLUTSATS

Inför en investering är arbetet med att analysera och granska potentiella objekt centralt för att utfallet ska bli bra. När vi inledde denna studie förstod vi inte vilket enormt arbete denna urvalsprocess av potentiella objekt innebar. Studien har klargjort att det är i detta skede som förutsättningarna för den höga avkastningen skapas. Det finns dock tendenser till överarbete och försvårade processer som involverar alltför många parter, vilket kan resultera i onödiga kostnader.

Investeringen bör innebära att investmentbolaget får en majoritetspost i bolaget då detta utgör det bästa utgångsläget. Problemet med intressekonflikter vid delat ägande kan sätta många käppar i hjulet och ska därför undvikas i största möjliga utsträckning. Intressekonflikter kan innebära en risk att processen inte genomförs optimalt och att den höga avkastningsmöjligheten elimineras. Båda företagen vi granskat uppvisade dåliga resultat vid minoritetsägande. Det här resonemanget har vi inte kunnat hitta bevis för i tidigare studier.

Vår analysmodell visar tydligt att en stark marknadsposition hos objektet är den främsta egenskapen ett potentiellt objekt bör ha. Detta resonemang får dessutom stöd av såväl tidigare studier som verksamma aktörer. Det bör tilläggas att till skillnad från tidigare studier där ett flertal karaktärsdrag presenterats visar vår studie vikten av just marknadspositionen.

Utöver de tidigare nämnda egenskaperna anser vi att BO-specialisternas stora kontaktnät utgör viktiga element. Från dessa inhämtas information angående potentiella objekt och aktuell bransch. Dessa kontaktnät tillhandahåller även viktig kompetens och erfarenhet som hjälper BO-specialisten med arbetet under hela investeringsprocessen.

I de fall där ledningen investerar eget kapital i bolaget och övergår till att bli delägare kan detta vara ett ökat incitament för deras engagemang i bolaget. Att kombinera ägande och ledning kan bidra till goda resultat då ledningens prestationer förväntas öka i och med ett personligt intresse.

Ett bra managementteam är fundamentalt för att bolaget ska prestera bra och uppnå goda resultat. Har objektet en bra ledning inför förvärvet kan detta utgöra ett investeringskriterium. Om bolaget uppvisar god kvalitet men däremot kännetecknas av en dålig ledning kan även detta bidra till att affär verkställs då en ny ledning kan ersätta den gamla och på så vis kan bolaget förbättras.

En rad olika exit metoder kan tillämpas för att avyttra bolaget. Det har visat sig att den vanligast förekommande är att göra en trade sale till industriell eller finansiell köpare. Det är denna strategi som skapar den största vinsten och är även smidig att genomföra. Vi vill reservera oss från att hävda att denna strategi är överlägsen de övriga eftersom det är många faktorer som spelar in. Beroende på hur marknaden, omvärlden och det enskilda bolaget ser ut kan den bästa strategin variera. Vi vill uppmärksamma betydelsen av att vara flexibel vid valet av exit strategi och anpassa denna till den aktuella situationen. I dagsläget är det dock just trade sale som är både vanligast och genererar bäst avkastning.

Orsakerna till varför Private Equity branschen under åren erhållit en så god avkastning har beskrivits ovan. Utöver dessa faktorer vill vi också betona betydelsen av "the disciplin of debt". I och med den höga belåningen tvingas ledningen att prestera sitt yttersta vilket självfallet gynnar bolaget. Det finns dock risk att ledningens arbete i för hög grad fokuseras på räntebetalningarna men med empiriska bevis i ryggen hävdar vi att belåningen har en positiv inverkan.

Vi anser att vi lyckats framställa en konkret och väsentlig bild av BO-marknaden. Uppsatsen redogör för branschens karaktärsdrag och bör vara lätt att förstå för de allra flesta, inte endast för dem som är insatta i ämnet. Den informationen som vi har valt att inkludera i uppsatsen anser vi vara relevant för vår analys och torde vara av intresse för den som är intresserad av branschen.

Följande punkter sammanfattar de faktorer vi funnit relevanta för en lyckad investeringsprocess;

- Betydelsen av noggranna analyser inför en investering, i form av due diligence. Det finns dock tendenser till överdrifter i analysarbetet vilket medför onödiga kostnader och byråkratisering.
- Det finns en stark koppling mellan majoritetsägande och god avkastning.
- Vikten av objektets marknadsposition.
- BO-specialistens kontaktnät.
- Ägande ledning.
- Stark eller svag ledning kan utgöra investeringskriterium.
- Flexibilitet i valet av exit.
- Tidsperioden i det utköpta bolaget är inte avgörande för avkastningen.

Avslutningsvis vill vi belysa en punkt från var och en av de tre faserna som vi anser vara av störst betydelse för en lyckad affär. Inför investeringen vill vi understryka vikten av att genomföra noggranna analyser av de potentiella objekten. Utan dessa är det svårt att gallra ut bra objekt från dåliga. Arbetet i bolaget under ägandetiden underlättas av att verka som ensam ägare. Därför anser vi att det är oerhört viktigt att försöka gå in som majoritetsägare i det förvärvade bolaget för att kunna driva detta på önskat vis, utan konflikter. Slutligen anser vi att det är viktigt att vara flexibel i valet av exit strategi. Det kan vara farligt att stå fast vid ett beslut bara för att man råkat planera det så från start. När det är dags för avyttring är det viktigt att läsa av dagsläget och att utifrån detta avgöra vilket alternativ som är mest lönsamt idag.

7.1 FÖRSLAG TILL FORTSATT STUDIER

- Det hade varit intressant att genomföra en större och mer omfattad undersökning av realiserade BO-affärer i Sverige. I och med att ett större antal objekt granskas går det att göra generaliseringar i större utsträckning. Studien skulle kunna baseras på liknande analysmodell där samma variabler granskas dock med ett större antal affärer.
- Ett mycket intressant område är relationen mellan hög avkastning, värdeskapande och ägandeform. Båda studerade företag i denna uppsats förespråkar majoritetsägande och menar att det är att föredra. Hur pass viktigt är egentligen detta? Hur ser andra Private Equity företag på detta? Går det att fastslå detta på en bredare basis och därmed göra mera generella uttalanden.
- En djupare studie som närmare analyserar förhållandet mellan en ägande ledning och företagets lönsamhet anser vi vara av intresse. Studien bör göras med statistiska metoder för att ta fram konkreta förhållanden. Liknande studier har redan genomförts exempelvis *Management Buyouts* av Blomberg & Rimstedt (2001), men det hade varit intressant att följa upp med en uppdaterad version.
- Vi har fastslagit att due diligence är en väldigt viktig process inför en Buyout affär och kan därför utgöra framtida forskningsområden. Enligt Mikael Ahlström på Procuritas har involverandet av externa rådgivare gått till överdrift och hela industrin har blivit mer och mer amerikaniserad. Frågan är till vilken nivå detta

involverande av rådgivare är lönsamt då de utgör stora kostnader för investmentbolaget. Många av frågorna kanske skulle kunna lösas internt eller så brister de i relevans för själva investeringen.

KÄLLFÖRTECKNING

Litteratur

Ahlström, M. & Olsson, M. *The changing face of Buyouts*. **Acquisitions Monthly**, April 2003.

Andersen, H. (1994) *Vetenskapsteori och metodlära; en introduktion*. Studentlitteratur, Lund.

Bergdahl, M. (2004) *Private Equity investeringar – reglering och hantering av exit i svensk rätt*. Examensarbete, Lunds Universitet, Lund.

Berggren, T. *Att investera i private equity och venture capital*. Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), Stockholm. 2002

Bergin, E. *Nordic Capital har rivstartat*. **Svenska Dagbladet**, den 29 mars 2005.

Bergin, E. *Riskkapital ny favorit*. **Svenska Dagbladet**, den 25 maj 2005.

Bergin, E. *Wallenberg går in i dansk städjätte*. **Svenska Dagbladet**, den 30 mars 2005.

Berry, D. F. & Green, S. (1991) *Cultural, Structural & Strategic Change in Management Buyouts*. Macmillan Academic and Professional LTD, Hong Kong

Blomberg, A. & Rimstedt, A. (2001) *Management Buyouts – En studie av effektivites- och lönsamhetsutveckling för nio svenska företag under 1992-1999*. Magisteruppsats, Handelshögskolan, Göteborg.

Brealey, R., Myers, S. & Marcus, A. (2004) *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York

Brown, M. *Investors gorge on mezzanine debt*. **Euromoney**, December 2004, Vol.35, Issue 428

Burrough, B. & Helyar, J. (2004) *Barbarians at the Gate – The Fall of RJR Nabisco*. Arrow Books, Great Britain.

Burton G.D., Keels J.K. & Scifres E. *The Ethics of the Buyout Cycle: a Multi-Perspective Analysis*, **Journal of Business Ethics**, Issue 19, 1999

CMBOR's *European Buy-out review*, 2004. Founded by Barclays Private Equity and Deloitte at the University of Nottingham.

Copeland, T., Weston, F. & Shastri, K. (2005) *Financial Theory and Corporate Policy*. 4:e edition. Pearson Addison Wesley, Boston.

Ejvegård, R. (2003) *Vetenskaplig metod*. Studentlitteratur, Lund.

Eriksson, L. & Wiedersheim-Paul, F. (2001). *Att utreda, forska och rapportera*, 7:e upplagan. Liber Ekonomi, Malmö.

Forsberg, P. & Karam, N. (1999) *The Minting Machines – A empirical study of the institutional returns on Swedish Buy-out investments 1990-1998*. Master Thesis, Handelshögskolan, Stockholm.

Gagliano, S. & Olsen, J. *Note on Leveraged Buyouts*. Tuck School of Business at Dartmouth, September 2003.

Greve, J.T. (1990) *How to do a Leverage Buyout*. 3:e edition. Prentice hall, Englewood Cliffs, New Jersey

Howorth, C., Westhead, P. & Wright, M. *Buyouts, Information asymmetry and the family management dyad*. **Journal of Business Venturing**, Juli 2004, vol 19, Issue 4.

Lewis, M. (1989) *Liar's Poker – Two Cities, True Greed*. Coronet Books Hodder & Stoughton, London.

Lloyd, B. (1997) *Creating value through acquisitions, demergers, buyouts and alliances*. UK: Elsevier Science Ltd.

Nyman, M. (2002) *Riskkapital – Private Equity- och Venture Capital- Investeringar*. Stockholm: Norstedts Juridik AB

Olsson, K., Ribbing, J. & Werner, M. (2002) *The discounted cash flow approach to firm valuation – A study with focus on forecasting*. Master Thesis, Handelshögskolan, Göteborg.

Olsson, H. & Sörensen, S (2001) *Forskningsprocessen : kvalitativa och kvantitativa perspektiv*. Liber, Stockholm.

Patel, R. & Davidson, B. (2003) *Forskningsmetodikens grunder : att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Studentlitteratur, Lund.

Sevenius, R. (2003) *Företagsförvärv –en introduktion*. Lund: Studentlitteratur

Wahlbäck, M. (1994) *MBO – Om hur man skapar ledningsägda företag*. Norstedts Tryckeri AB, Stockholm.

Yoshikawa, T., Phan, P.H., & Linton, J. *The relationship between governance structure and risk management approaches in Japanese venture capital firms*, **Journal of Business Venturing**, Volume 19, Issue 6 , November 2004

Internet

www.ap3.se, hämtad den 3/4-05

www.apfond6.se, hämtad den 3/4-05

www.ap7.se, hämtad den 3/4-05

www.bvca.co.uk, hämtad den 17/6-05

www.capman.se, hämtad den 10/5-05

www.cmbor.com, hämtad den 19/3-05

www.eqt.se, hämtad den 28/4-05

www.evca.se, hämtad den 28/3-05

www.nordiccapital.se, hämtad den 10/5-05

www.omxgroup.com, hämtad den 10/5-05

www.procuritas.se, hämtad den 20/4-05

www.segulah.se, hämtad den 10/5-05

www.skatteverket.se, hämtad den 24/4-05

www.svca.se, hämtad den 1/4-05

Intervjuer

Ahlström, Mikael. Procuritas Partners KB, Chairman och Founder. Intervjuad den 29 april 2005

Forsberg, Per. EQT Partners AB, Director. Intervjuad den 28 april 2005

Övriga källor

Presentationsmaterial från föreläsning av Håkan Johansson på EQT Partners, på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, oktober 2004.

Presentationsmaterial från Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA), *Den Svenska Private Equity Marknaden*. 2005

Wainwright, F. & Blaydon, C. *Private Equity Glossary*. Tuck School of Business at Dartmouth College, USA. Augusti 2003

BILAGA 1- ORDLISTA

1(3)

"Agency costs"	De kostnader som uppstår när ledningen handlar efter eget intresse och inte efter aktieägarnas
"Agency theory"	Ledning och ägande är i bolag ofta separerade. Begreppet står för problematiken med att ledning arbetar för egen vinning och ej aktieägarnas.
"Asymmetrisk information"	Då interna och externa intressenter förfogar över olika stora mängder information kan detta orsaka problem vid förhandlingar och företagsvärdering.
"Buyin-Management-buyout (BIMBO)"	Då befintlig tillsammans med utomstående lednings personer går in och blir ny ledning samt delägare.
"Buyout" (BO)	Ett förvärv av ett bolag, verksamhet eller del av verksamhet som finansieras av ett Private Equity-bolag. Kan ske antingen i kollaboration med befintlig eller nytilträdande företagsledning.
"Capital budgeting"	Beslutsprocess som strukturerar upp fördelar och nackdelar för den tilltänkta investeringen.
"Cash flow"	Kassaflöden.
"Common stock"	Stamaktier.
"Convertible debt"	Konvertibla obligationer. Skuldebrev som innehavaren får byta mot aktier efter en viss tid kurs.
"Core Business"	Kärnverksamhet, dvs. den huvudsakliga verksamheten företaget bedriver.
"Disciplin of Debt"	Effektivisering av ledningens egna och verksamhetens prestationer förorsakat av en ökad belåning.
"Discounted Cash Flow" (DCF)	Värderingsmetod där nuvärdet på alla förväntade framtida kassaflöden beräknas.
"Due diligence"	En företagsundersökning som genomförs inför en investering eller förvärv av ett bolag. Undersökningen är ofta av både finansiell och legal karaktär.
"Earnings Before Interest and Taxes" (EBIT)	Rörelseresultat innan räntor och skatter.
"Exit"	Metod för hur investeraren väljer att realisera sitt förvärvade bolag. De vanligaste alternativen är: börsnotering, avyttring till industriell eller finansiell köpare, rekapitalisering eller fusion.
"General Partner" (GP)	Delägare som ansvarar för affärens utfall. I PE-världen fungerar GP'n som fondens manager. Erhåller

	managementarvode och en procentuell avkastning på fondens vinst. Även kallad "Investment manager".
"Holdingbolag"	Förvaltningsbolag, Investmentbolag
"Information asymmetry"	–se "Asymmetrisk information"
"Initial Public Offering" (IPO)	Börsintroduktion. Notering av bolagets aktier vid börs eller auktoriserad marknadsplats.
"Institutional Buyout" (IBO)	En buyout som initierats av institutionella investerare och inte den existerande företagsledningen i målbolaget som är fallet vid en MBO.
"Internal Rate of Return" (IRR)	Metod som ofta används för att mäta hur väl Private Equity bolagen lyckats med sina investeringar. En diskonteringsränta som anger vilken årlig procentuell avkastning en investering genererat sedan anskaffningen. T.ex. om 100 växer till 225 på två år är IRR 50%.
"Investment Manager"	-se "General partner"
"Leverage Buyout" (LBO)	Ett förvärv av ett bolag eller del av verksamhet i ett företag av en utomstående investerare. Affären görs med till största del belånat kapital.
"Limited Partnership" (LP)	Investerare och delägare som är skyddad från rättsliga handlingar och förlust utöver sitt egna investerade kapital. Erhåller avkastning i form av inkomst, realisationsvinst och skatteförmåner.
"Management Buyin" (MBI)	Ett nybildat bolag ("new-co") förvärvar ett målbolag där new-co ägs av ett konsortium. Det är inte målföretagets "gamla" företagsledning som har initierat affären utan new-co's ledning.
"Management Buyout" (MBO)	Ett förvärv av ett målbolag där det nybildade bolaget ägs och/eller kontrolleras av ett Private Equity-bolag tillsammans med den existerande företagsledningen.
"Mergers & Acquisitions" (M&A)	Fusioner och förvärv
"Mezzanine finance"	En speciell låntyp som oftast innebär att långivaren utöver ränta erhåller en rätt att teckna aktier i det bolag som tar emot lånet. Belåningen har vanligtvis en lägre prioritet och högre ränta än de övriga av bolagets lån.
"Preferred stock"	Preferensaktier. Har företräde gentemot övriga aktier och förtur vid utdelning.
"Private Equity" (PE)	Investeringar i onoterade bolags egna kapital. Investeringen är tidsbegränsad.

"Public Equity"	Investeringar i noterade bolag.
"Secondary Buyout"	En andra investeringsomgång. Ett, av en PE-aktör, redan förvärvat bolag säljs vidare till annan investerare.
"Senior debt"	Moget lån som vars säkerhet består av det framtida kassaflödet hos objektet.
"Subordinate debt"	En dyrare låneform än senior debt. Behöver inte utställas några säkerheter.
"Tax-shield"	Den skattebesparing som erhålls vid ökad belåning tack vare att låneräntorna är avdragsgilla. Svensk benämning är "Skattesköld".
"Trade-off"	Avvägningspunkt, kompromiss
"Trade sale"	Avyttring till industriell eller finansiell köpare.
"Venture Capital" (VC)	Tidsbegränsad investering i onoterade bolag med eget kapital. Investeringen görs i tidiga utvecklingsfaser.

BILAGA 2- FONDER

Fakta hämtad från www.procuritas.se och www.eqt.se.

Procuritas MBO Investment Consortium (PMIC)

Procuritas första fond, PMIC, etablerades i juni 1990, med ett garanterat kapital på 254 miljoner kronor (€28m). Fonden är avslutad och samtliga tillgångar realiserade. Värdet vid realiseringen översteg det investerade kapitalet med sju gånger, av vilket sex gånger det investerade kapitalet har realiserats i likvida medel. Den årliga bruttoavkastningen (gross IRR) överstiger 100 procent, och nettoavkastningen (net IRR) efter kostnader och vinstdelning, överstiger 70 procent

Investeringar

PMIC genomförde sju investeringar under åren 1991 till 1995. Bolagen avyttrades helt eller delvis mellan 1993 och 1998. En sammanfattning av investeringarna presenteras i tabellen nedan:

Företag	Aura Industrier	Chromogenix	Däckia
Verksamhet	Belysningsprodukter	Bloddiagnostik	Däckverkstäder
Säljare	KF	Pharmacia	NCC
Ägarandel	Majoritet	Majoritet	Majoritet
Innehavets längd (år)	6	4	3
Köpare	DuroLite	Instrumentation Lab	Goodyear

Företag	Hälsokostcentralen	LIC Care	NVR / Route 66
Verksamhet	Hälsokostgrossist	Sjukvårdsprodukter	Nordiska vägresteranger
Säljare	Konkursbo	Axel Johnson	Scandic Hotels
Ägarandel	Minoritet	Majoritet	Majoritet
Innehavets längd (år)	1	1	3
Köpare	IPO (sammanslaget med LIC)	IPO	Carestel

Procuritas Capital Partners II (PCP II)

Procuritas andra fond, PCP II, etablerades i mars 1998, med ett garanterat kapital på 963 miljoner kronor (€107m).

Investeringar

PCP II har gjort sju investeringar. Ett av dessa bolag är numer helt och hållet avyttrat (OptiMail), och i fyra av bolagen har delar av bolaget avyttrats. En sammanfattning av investeringarna presenteras i tabellen nedan:

Företag	OptiMail	NSG Logistics	Sandå	ISAB 2
Verksamhet	Industriell posthantering	Transport	Målning, golvläggning	Holding bolag
Säljare	Grundare	BTL	Konkursbo	Bravida
Ägarandel	Minoritet	Majoritet	Majoritet	Minoritet
Datum för investering	Maj 1997	December 1997	Mars 1998	December 200 Delvis avyttrat till
Köpare	IPO	Danzas	Ej realiserad	ISS

Företag	Bravida	Axenti	Scanrec
Verksamhet	Installation av el, telecom, data	Holding bolag	Avfallshantering Scanrec (Carl Bennet AB)
Säljare	Public-to-Private	Finnveden	Majoritet
Ägarandel	Minoritet	Majoritet	Majoritet
Datum för investering	April 1999	December 1999	Juli 2002
Köpare	Ej realiserad	Delvis sålt till O Malmkvist AB och JH Tidebeck AB	Sammanlagt med Axenti

Procuritas Capital Investors III (PCI III)

PCI III etablerades i april 2003 och är Procuritas tredje och senaste fond. Konceptet, som precis som tidigare fonder innebär fokus på medelstora nordiska bolag, har mottagits väl på marknaden, och gensvaret från såväl europeiska som amerikanska investerare har varit mycket positivt. Fonden har ett garanterat kapital på 227 miljoner Euro.

Investeringar

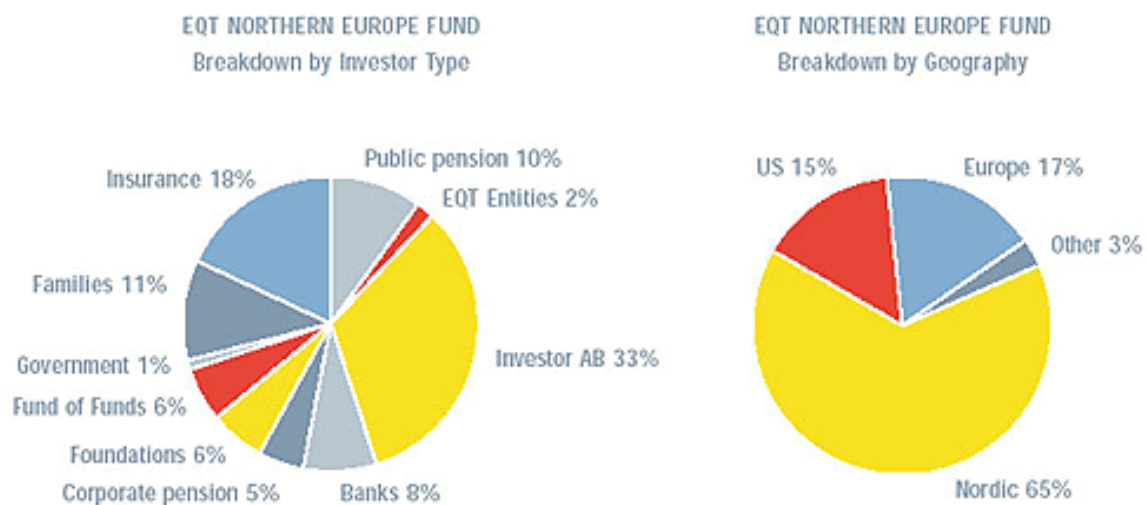
PCI III har hittills gjort fyra investeringar: Wermland Paper AB, Thermia AB, Expan A/S och Brio Lek & Lär.

Företag	Wermland Paper	Thermia	Expan	Brio Lek & Lär
Verksamhet	Säckpapper och teknikpapper	Värmepumpar och varmvattenberedare	Betongdelar H+H	Läromedel
Säljare	Familj	Institutionella investerare	International	Brio AB
Ägarandel	Majoritet	Majoritet	Majoritet	Majoritet
Datum för investering	December 2003	Januari 2004	Mars 2004	April 2004
Köpare	Ej realiserad	Ej realiserad	Ej realiserad	Ej realiserad

Investors in the EQT funds

The EQT funds have attracted a broad range of investors, including families, foundations, banks, other financial institutions and corporations. Investors include AIG, Allianz, AP Funds, Axa, the General Electric Pension Fund, Harald Quandt Holding, the Howard Hughes Foundation, Investor AB, Nykredit, Partners Group, Sampo and Unigestion.

EQT was started in 1994 by Investor AB, Sweden's largest listed industrial holding company, which is still a significant investor in our funds. Investor is a leading shareholder in a number of multinational companies, including AstraZeneca, Atlas Copco, Electrolux and Ericsson. The company also conducts venture capital activities in North America, Europe and Asia.



EQT I

Launched in 1995, EQT I (former EQT Scandinavia I) invested in medium-sized companies primarily based in the Nordic region. The committed capital of EQT I is BN SEK 2.9. The target investment for EQT I has EV > MSEK 500. The fund was fully invested in 1999.

- Brukens Nordic AB (realised 1997)
- Sabroe Refrigeration A/S (realised 1999)
- Orrefors Kosta Boda (Royal Scandinavia) (realised 1998)
- Perlos Oy (realised 1999)
- Duni AB
- FlexLink AB
- Struers A/S (realised 2001)
- TAC AB (realised 2003)
- StjärnTVnätet AB (realised 1999)
- Ballingslöv AB (realised 2002/2003)
- Stenqvist AB (realised 2003)

EQT II

The successor to EQT I. Launched in 1998, EQT II (former EQT Scandinavia II) invested in medium-sized companies primarily based in the Nordic region. The committed capital of EQT II is BN SEK 5.7. The target investment for EQT II has EV > MSEK 500. The fund was fully invested in 2000. The following companies have been acquired by EQT II:

- Vaasan & Vaasan Oy (realised 2004)
- Dahl International AB (realised 2004)
- Eldon-Enclosures AB
- Salcomp Oy
- HemoCue AB
- Findus AB
- Tradex AB
- Thule AB
- IHI A/S
- TAC AB (realised 2003)

EQT Danmark

Launched in 1998, EQT Danmark invests in small to medium-sized companies primarily based in Denmark. The committed capital of EQT Danmark is BN DKK 1.0. The target investment for EQT Danmark has EV MDKK 150-400. The following companies have been acquired by EQT Danmark:

- Contex A/S
- Nordic Info Group (NIG) A/S (realised 2003)
- Nederman AB

EQT Finland

Launched in 1999, EQT Finland invests in small to medium-sized companies primarily based in Finland. The committed capital of EQT Finland is EUR 138 million. The target investment for EQT Finland has transaction size of EUR 15-60 million. The following companies have been acquired by EQT Finland:

- ADR-Haanpää OY
- Bewator Group AB

EQT III

Launched in 2001, EQT III (former EQT Northern Europe) invests in medium sized companies in Northern Europe. The committed capital of EQT III is BN EUR 2. The following companies have been acquired by EQT III:

- Dometic Appliances AB
- Duni AB
- Plantasjen ASA
- Leybold Optics GmbH
- Finn-Power Oy
- VTI Technologies
- Symrise Holding GmbH
- Com Hem AB
- Sirona Dental



BILAGA 3- INTERVJUFRÅGOR

Inför en investering

- Vilka motiv och faktorer ligger normalt bakom en BO?
- Vilka initierar normalt affären?
- Hur väljer Ni era objekt?
- Vilka förutsättningar/egenskaper anser Ni att ett eventuellt objekt ska ha?

Allmänna frågor

- Hur ser kapitalstrukturen ut för en typisk BO?
- För hur stor del av kapitalet står Ni?
- Hur många buyoutfonder förvaltar Ni?
- Vad har ni för avkastningskrav på era buyoutfonder?
- Vad ser Ni för trender på BO marknaden?
- Tillsätter Ni en ny styrelse?
- Vill Ni ha med någon i styrelsen?

Avyttring

- Hur många exits har Ni genomfört?
- Vilken är den vanligaste exiten Ni gör?
- Vilka exits använder ni Er av och varför?
- Genomsnittlig avkastning?
- Vilken anser Ni vara mest lönsam?
- Tidsperspektiv för en BO?
- Vad ser Ni för trender?
- Är någon typ av exit mer eller mindre lämplig för en viss verksamhet? Om ja, vilken passar vilken typ av verksamhet?

Tack för Er medverkan!

Fredrik Berlin & Lina Schöllin

Kandidatuppsats i företagsekonomi 2005, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet