

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Företagsekonomiska institutionen



**GÖTEBORGS UNIVERSITET**  
**HANDELSHÖGSKOLAN**

Private Equity  
Investeringskriterier och värdeskapande

Kandidatuppsats i Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
vårterminen 2014

Handledare: Anders Axvärn

Författare: Kristian Gaverby & Filip Bergfelt

## *Förord*

Vi vill rikta ett stort tack till de personer som har bidragit till vårt genomförande av denna uppsats. Först så vill vi tacka vår handledare Anders Axvärn för hans givande bidrag med synpunkter och intressanta idéer. Vi vill även passa på att tacka företagsledarna på de olika företag där intervjuer genomförts. Processen att skriva detta arbete har för oss varit både givande och intressant. Vi hoppas att även läsaren genom den här uppsatsen får ökat intresse för ämnet vi valt att beröra.

Göteborg, maj 2014

Kristian Gaverby & Filip Bergfelt

## *Sammanfattning*

Uppsatsen behandlar hur Private Equity-bolag (PE-bolag) resonerar när de utvärderar tänkbara bolag att investera i genom sina investeringskriterier. Även metoder de tar i anspråk för att öka bolagens värde under ägandeperioden bemoets.

PE-bolag, investerar i bolag där de kan se en god utvecklingspotential. Avsikten är att genom diverse metoder öka bolagets värde inför avyttring.

I Storbritannien och framförallt USA så har PE-industrin länge varit välutvecklad och på senare år så har marknaden utökats ytterligare. Även i Sverige så har utvecklingen gått framåt. Idag så har Sverige relativt till landets BNP, en av världens mest utvecklade PE-marknader.

Vårt syfte med uppsatsen var att undersöka vilka investeringskriterier som PE-bolag tillämpar i deras bolagsvärdering. Vi ville även få ökad förståelse för den värdeskapande processen under ägandeperioden. Vi valde därför att inte likt tidigare forskning inrikta oss på analys av kvantitativ data och resultat. Istället ville vi uppnå en djupare förståelse, för hur de arbetar i praktiken.

Intervjuer genomfördes med meriterade branschexperter som stämde väl in på våra preferenser. Vi fann att de i stort hade liknande tankar kring bolagsvärdering och värdeskapande. Mestadels användes djupa, analytiska och kvalitativa utvärderingar av målbolagen snarare än kvantitativa avkastningsmodeller. Eftersom undersökningen gällde ett mindre antal intervjuer så blir dock inte resultaten generaliserbara för alla PE-bolag, utan mestadels indikativa för det urval som vi valde att undersöka och intervjua.

## *Abstract*

This essay discusses how Private Equity companies (PE companies) reason when evaluating potential companies to invest in through its investment criteria. Also methods they utilized to enhance companies value during their ownership period is treated.

PE-companies invest in companies where they can see a good future development. The intention is that through various methods to increase the company's value prior to divestment. In the UK and the U.S. in particular, the market for PE has long been great. In Sweden, instead the developments in the industry went a little slower. Today however, Sweden has got one of the world's most developed markets relative to its GDP.

Our purpose of this paper was to investigate the investment criteria that PE- companies apply in their company valuation. We also wanted to gain increased understanding of the value creation process during the ownership period. We therefore chose to not like previous research focus on the analysis of quantitative data and results. Instead, we wanted to achieve a deeper understanding of how they work in practice.

Interviews were conducted with industry experts, and in our study we found that the companies that we investigated at large had similar investment criteria and thoughts about value creation. Mostly, deep analytical and qualitative evaluations of the companies were used rather than quantitative yield models. However, as the investigation comes to a small number of interviews the results cannot be generalizable to all PE companies, but mostly indicative of the industry experts, we investigated and interviewed.

## *Innehållsförteckning*

### ***1. Introduktion***

1.1 Bakgrund .....	7
1.2 Problemdiskussion.....	8
1.3 Syfte.....	11

### ***2. Metod***

2.1 Forskningsdesign.....	12
2.3 Undersökningsansats .....	13
2.4 Datatyper .....	13
2.5 Insamling av data .....	13
2.6 Intervjuer .....	14
2.7 Validitet och Reliabilitet .....	14

### ***3. Teoretisk referensram .....*** 16

3.1 Investeringskriterier .....	16
3.2 Bolagsstyrning.....	17
3.3 Skattemässiga fördelar .....	18
3.4 Kapitalstruktur.....	18
3.5 Agentteori.....	19
3.6 Signalteori.....	20
3.7 Operationell effektivitet .....	21
3.8 Rörelsekapital.....	21
3.9 Marknads-timing .....	22
3.10 Relativvärderings-metoden och nyckeltal .....	22
3.11 Nätverkseffekter och synergier.....	23

### ***4. Empiri .....*** 25

4.1 Arne Karlsson sekundärdata .....	26
4.1.1 Investeringskriterier.....	25
4.1.2 Ägandeperiod .....	27
4.1.3 Exempel på Ratos investeringar.....	28
4.2 Branschexpert inom PE David.....	30
4.2.1 Investeringskriterier.....	31

4.2.2 Ägandeperiod .....	35
4.3 Branschexpert inom PE Peter Sandberg.....	37
4.3.1 Investeringskriterier.....	38
4.3.2 Ägandeperiod .....	41
4.3.3 Exit .....	42
<b>5. <i>Analys</i></b> .....	<b>44</b>
5.1 Förståelse och inträdesbarriärer.....	44
5.1.1 Bransch.....	44
5.1.2 Turnaround case .....	45
5.1.4 Nyckeltal och matematiska modeller .....	46
5.2 Ägandeperiod.....	46
5.2.1 Management .....	47
5.2.2 Kapitalstruktur.....	48
5.2.3 Förvärv & samgående .....	49
5.2.4 Värdeskapande .....	50
5.2.5 Nätverk.....	50
<b>6. <i>Slutsats</i></b>	
6.1 Slutsatser från denna undersökning.....	53
6.2 Förslag till vidare forskning.....	54
<b>7. <i>Referenslista</i></b> .....	<b>56</b>
<b>8. <i>Appendix</i></b> .....	<b>60</b>
<b>9 <i>Figurförteckning</i></b>	
Figur 1 - The Private Equity process.....	7
Figur 2 - Arnes investeringsmall .....	30
Figur 3 - Davids investeringsmall.....	37
Figur 4 - Peters investeringsmall.....	43
Figur 5 - Företagsvärdering.....	52
Figur 6 - Värdeskapande under ägandeperioden.....	52

## 1. Introduktion

### 1.1 Bakgrund

Intresset för bolag som specialiserar sig på att investera i privata bolag samt att privatisera publika bolag är ständigt aktuellt. Dessa investmentbolag, så kallade Private Equity-bolag (PE-bolag) investerar i bolag där de kan se en god utvecklingspotential. Avsikten och syftet är att genom rationalisering, effektivisering och strategisk utveckling öka bolagets värde inför avyttring.



Figur 1. The Private Equity process

En form av Private Equity är "Leveraged buyout" (LBO) som har utvecklats under de senaste årtiondena. Skillnaden mellan LBO:s gentemot andra företagsförvärv är främst den höga skuldsättningen finansieringen innebär, samt att ägarstrukturen förändras. Genom en LBO kan hela företag eller delar av företag förvärvas, både privata och publika. Vanligast är att man sedan använder den förvärvade firmans reallgångar som säkerhet för upptagande av nya lån DePamphilis (2010). Kaplan (1989) beskriver i sin studie att ökningen av skuld användes delvis till att finansiera förvärv eftersom det potentiellt kan innebära skattereduceringar.

PE-bolagen investerar vanligtvis i mogna bolag med förhoppning om att realisera investeringen, normalt efter ca 3-7 år. Denna inriktning inom företagsförvärv hade framförallt sin stora framväxt i USA under 1970-talet. Även senare under 1980-talet i USA hade LBO-förvärv en väldigt positiv utveckling vilket ledde till att investeringsformens popularitet ökade och väckte många bankers intresse. Mellan 1979 och 1989 så genomfördes över 2000 LBOs i USA där

klimax nåddes 1989 när Kohlberg, Kravis and Roberts förvärvade Rjr Nabisco för 25 miljarder dollar i ett LBO-övertag (Opler och Titman, 1993). De stora framgångarna resulterade dock så småningom i en LBO-nedgång i slutet av 1980-talet med allt fler oförsiktiga och irrationella investeringar. Detta mycket på grund av att investerarna resonerade som om, att vilket förvärv som helst via en LBO skapade lönsamhet och vinster (Koller et al., 2005).

På senare år så har dock PE-industrin blomstrat igen och under 2012 så har transaktioner i USA värda 190 miljarder dollar utförts. (Bain & Company, 2014-03-26).

Även i Europa så har PE-industrin ökat markant där Storbritannien har genomgått en liknande utveckling under 1990-talet som den som fanns i USA under 1980-talet. Denna typ av investeringar eskalerade i Storbritannien 1998-2000 då 116 publika bolag privatiserades (Weir, et al., 2005).

I Sverige så hade PE-industrin länge en lite långsammare utveckling än i övriga Europa. Från år 1995 till 2000 så ökade dock investeringarna med hela 188 procent (Arundale, 2001). Idag så har Sverige en av världens mest utvecklade PE-marknader och i Europa är det endast Storbritannien som har en större marknad relativt till landets BNP. Den svenska PE-marknaden har år 2014 samlat ihop ett investeringskapital på cirka 500 miljarder kronor (Leifland, 2014).

Förespråkare för PE som företags- och ägandeform framhåller att de till följd av privatisering bidrar till att skapa operationellt värde genom effektivitetshöjande processer, exempelvis med förbättrad bolagsstyrning och minskade agentkostnader (Kaplan & Strömberg, 2009). Kritiker hävdar dock att värdeskapandet främst beror på skattemässiga fördelar till följd av den specifika lånefinansiering som är karaktäristisk för PE-bolagens uppköp, samt dess potential att utnyttja ett informationsmässigt övertag gentemot marknaden, snarare än verklig operationell effektivisering (Kaplan & Strömberg, 2009).

## *1.2 Problemdiskussion*

Ända sedan Jensen (1989) först argumenterade för fördelarna med LBO så har investeringsformen varit noggrant analyserad. Jensen var tidig med att framhålla fördelarna med PE som en överlägsen ägandeform och förutspådde att denna ägandeform på sikt helt skulle



utkonkurrera de publika bolagen. Han förespråkade att PE som ägandeform genom förenandet av ägande och kontroll, avsevärt minskade det publika bolagets största svaghet: intressekonflikten mellan aktieägare och bolagsledning (Jensen, 1989).

Studier av bland annat Kaplan (1989) har visat samband mellan att företag som blir uppköpta av PE-bolag presterar bättre än branschindex. Enligt Kaplan så förbättras nyckeltal såsom vinstmarginal och avkastning på totalt kapital de närmsta åren efter uppköpet. Kaplan är övertygad att PE-bolagen tillför en lönsamhetsförbättring under tiden företagen är i dess ägo. I en annan studie som behandlar området slår Cumming, et al. (2007) fast att det nästintill råder total enighet om att PE-bolagen skapar finansiellt värde i de bolag de investerar i och därmed genererar god avkastning till investerare.

De senaste fyra årtionden så har en inriktning kallad ”Reversed Leveraged Buyouts” (RLBO) ökat. Det innebär att investmentbolag privatiserar publika bolag som sedan återigen börsintroduceras. Av alla de bolag som noteras på den amerikanska börsen, även kallat ”initial public offering” (IPO), står RLBO för ca 20 % av dessa. Enligt Cao & Lerner (2009) så är målbolagens värde inför dessa re-IPOs i många fall omkring dubbelt så stor som vid LBO.

Även på den svenska marknaden så har imponerande avkastningar realiserats. PE-bolaget Ratos aktie gav åren 1999-2012 en totalavkastning på imponerande 22 procent per år. I snitt så har de 33 bolag som sålts under perioden avkastat hela 26 procent per år och målet är att ligga över 20 procent på varje enskild investering (Dinkelspiel & Jönsson, 2012).

*Hur är denna värdeökning möjlig?*

Tidigare forskning har främst omfattat kvantitativa analyser av förändringen av nyckeltal och resultat. Det som inte analyserats på ett djupare plan är PE-bolagens övergripande investeringsfilosofier och hur PE-bolag ökar förvärvsbolagens värde under ägandeperioden. För att möjliggöra en tydlig inriktning mot att undersöka investeringskriterier och värdeskapande utifrån ett investerarperspektiv, så behöver vi utesluta att, liknande tidigare undersökningar, undersöka eventuella bestående värden efter avyttring. Vi avgränsar oss även till svenska PE-bolag och framförallt till de branschexperter som vi valt att belysa.

Vidare utesluter vi att fokusera på specifika affärer, eftersom det endast reflekterar mål-bolagets unika situation. Inte heller avser vi att behandla investeringar som sker i bolagets tidiga tillväxtfas, så kallat "Venture Capital"(VC).

### *1.3 Syfte*

Vi vill undersöka vilka investeringskriterier som PE-bolag tillämpar i deras bolagsvärdering. Vi vill även få ökad förståelse för de metoder, som under ägandeperioden appliceras för att öka bolagens värde. Vidare tänker vi analysera och jämföra vår empiri med finansiell teori.

## *2. Metod*

### *2.1 Forskningsdesign*

Enligt Bryman & Bell (2011) så är kvalitativ och kvantitativ metod vanligast vid forskning. Den kvantitativa metoden kännetecknas kortfattat genom analys av siffror och statistiska underlag medan den kvalitativa metoden kännetecknas av ord, och ofta innehåller intervjuer (vilket är fallet i den här uppsatsen). Från en kvalitativ vinkel hävdar Dubois & Gadde (2002) att man genom att ha en stark länk till teori stärker uppsatsens substans, och därmed motiveras vårt urval av teorin.

Eftersom vårt syfte med uppsatsen grundar sig i att vi vill undersöka, på ett så konkret sätt som möjligt, hur vårt urval av investmentbolag och branschexperter, generellt arbetar med investeringskriterier och värdeskapande i sina förvärvsbolag så har vi gjort kvalitativa intervjuer. Vi har valt en kvalitativ metod då den ger en bra insikt vid analys av investeringskriterier och den värdeskapande processen. Är man intresserad av att försöka förstå människans sätt att reagera eller resonera, särskilja eller urskilja varierande handlingsmönster, så är en kvalitativ studie lämplig (Trost, 2005).

### *2.2 Deduktiv och induktiv metod*

Deduktiv metod utgår ifrån befintlig teori. Vid en induktiv metod saknas istället en relevant teoretisk referensram att basera intervjuer på. Denna teori utgår istället från empirin och sedan skapas teorin (Eriksson & Widdersheim, 1997). Vår uppsats är formad av en deduktiv ansats. Det betyder att vi har utgått ifrån befintliga teorier som berör investeringskriterier och värdeskapande. Vi har därefter gjort en empirisk datainsamling. Slutligen har vi jämfört intervjuerna sinsemellan och även gentemot vår teori. Den befintliga teorin bestämmer genom detta förfarande vilken information som ska samlas in och hur den informationen ska tolkas (Patel & Davidsson, 1991).

### *2.3 Undersökningsansats*

Vårt val stod mellan att göra en tvärsnittsstudie eller en fallstudie. Vid en tvärsnittsstudie prövas ett mindre antal variabler ur ett stort urval av enheter. Vid fallstudie undersöks istället ett flertal variabler hos ett fåtal valda enheter. Den överordnade uppgiften med en fallstudie är att generera en helhetsbild av vartenda fall. Med tanke på att endast ett fåtal objekt undersöks kan ingen definitiv generalisering av den totala populationen göras, vilket är möjligt vid en tvärsnittsstudie. (Eriksson & Widersheim, 2007). Vi har valt en fallstudie beroende på den djupare inblicken vi ville förmedla. Avgörande anledningar var även den flexibilitet som karakteriserar en fallstudie och att vi ville få så mycket kvalitativ information som möjligt.

### *2.4 Datatyper*

Vid insamling av data är det viktigt att skilja på primär- och sekundärdata (Larsen, 2009). Primärdata kan benämnas som den data man personligen fått fram från ursprungskällan, t.ex. via en intervju eller en observation. Sekundärdata är den data som redan finns tillgänglig, vilket exempelvis också kan vara i form av en intervju eller en observation, men som någon annan har utfört. Vår uppsats insamlar data från både primärdata och sekundärdata.

### *2.5 Insamling av data*

Vi har hämtat vårt empiriska material delvis från artiklar och årsredovisningar, men även från kvalitativa intervjuer med branschexperter inom PE. Intervjuerna med branschexperterna har gett oss information i form av primärdata om de områden vi har fokuserat på i vår uppsats. Kvalitativa intervjuer går bland annat ut på att förstå hur den intervjuade tänker och känner, vilka erfarenheter den har, hur den intervjuades föreställningsvärld ser ut (Trost, 2005), och är därför ett utmärkt redskap och metod vid insamlingen av data till vår empiri.

Vi har även tittat på Ratos investeringskriterier och värdeskapande tankar från artiklar samt årsredovisningar. Artiklarna har vi insamlat genom diverse affärstidningar som Affärsvärlden, Realtid och Aktiespararna.

## *2.6 Intervjuer*

För att få en djupare insyn och mer information än vad som vanligtvis erbjuds via sekundära informationskällor som årsredovisningar och artiklar så har vi valt att göra intervjuer med personer inom branschen. Våra kriterier var att de skulle ha arbetat inom PE i många år och vara meriterade. Detta för att kunna få så mycket information som möjligt runt hela processen från prospekt till exit.

Vi tog då kontakt med två branschexperter som fanns inom vårt kontaktnät och som stämde väl in på våra preferenser. Däribland Peter Sandberg, Pegroco AB, (tidigare VD på Bure Equity AB och Sjätte AP-fonden), samt en meriterande branschexpert som vill vara anonym. Båda intervjuerna skedde genom inbokade möten på de två intervjuobjektens kontor där samtalen pågick i ca 2 timmar vardera. Vi hade innan mötet förberett intervjuobjekten på de ämnen vi valt att beröra, detta för att personen i fråga på ett så effektivt sätt som möjligt skulle kunna besvara våra frågor och veta vad det är vi vill få ut av mötet. Innan intervjun hade vi förberett en intervjuguide(appendix 8), som är anpassad till vår teoretiska referensram. Vi lämnade även utrymme för att ställa frågor om ämnen som inte var nedtecknade på förhand eftersom man på det sättet ger intervjuobjektet möjligheten att utveckla sina egna tankar och svar (Denscombe, 2000). För att skapa en bra dynamik under intervjuerna så valde vi att inte anteckna under hand utan istället spela in samtalet med hjälp av diktafoner. Detta anser vi underlättar för att hålla samtalet flytande och för möjligheten att få tid till att ställa lämpliga följdfrågor.

## *2.7 Validitet och Reliabilitet*

Begreppet validitet kan uppdelas i intern och extern validitet. Intern validitet innefattar i vilken utsträckning resultatet överensstämmer med verkligheten och ifall forskaren mäter det som avses att mäta. För att åstadkomma en hög intern validitet så är uppsatsen inriktad på att analysera artiklar med intressentpersoner i fokus samt att intervjua olika branschexperter. Genom att vi ställde frågor och följdfrågor inom vårt undersökningsområde så tror vi att vi ska ha fått ut så mycket som möjligt av intervjuerna. Vi kan dock inte se att vår empiri kan generaliseras utifrån så få undersökningsobjekt. Extern validitet innebär hur tillförlitliga resultaten blir i andra situationer, d.v.s. hur generaliserbara resultaten blir (Merriam, 1994). Även ifall vi kan generalisera till en viss grad så är vi dock medvetna om att denna studie i stort får

avgränsas till att behandla dessa bolag och branschexperters investeringskriterier och värdeskapande.

Begreppet reliabilitet innebär att resultaten ska vara tillförlitliga. Med kvalitativa undersökningar så blir vanligen reliabiliteten lägre eftersom den kvalitativa granskningen är mer exemplifierande än generaliserande. De beståndsdelar som kan riskera reliabiliteten är exempelvis; intervjuareffekter, tolkningsproblem och standardiseringsproblem (Svenning, 2003). Intervjueffekter kan ha förekommit i viss utsträckning i våra intervjuer. Det är mycket svårt att komma ifrån men vi har försökt att undvika ledande frågor. Vi kan inte heller utesluta att tolkningsproblem har förekommit då detta är mycket vanligt förekommande i kvalitativa intervjuer. Vi har försökt att på bästa möjliga sätt försökt vara väl inlästa på vårt ämne inför intervjuerna så att vi kunnat registrera möjliga tolkningsfel. Reliabilitet behandlar även i vilken mån som ett resultat kan återupprepas. Det vill säga ifall undersökningen utförs igen (Merriam, 1994). Faktorer så som stress, trötthet och motivation kan innebära att låg reliabilitet uppnås. Reliabiliteten kan även påverkas av faktorer i undersökningen som exempelvis intervjuobjektets hälsa, humör samt miljön där intervjun blir till (Widersheim & Eriksson, 1991). Vi upplevde inte någon stress med tanke på att intervjuobjekten självmant gick över den förutbestämda mötestiden. Vi ser heller inte att trötthet eller motivationsproblem förekom. Intervjun kom till på intervjuobjektens kontor vilket borde vara fördelaktigt.

Enligt Svenning så är det mycket svårt att åstadkomma generaliserbarhet när man använder sig av en kvalitativ metod (Svenning, 2003). Eftersom undersökningen gäller ett mindre antal intervjuer så blir inte resultaten generaliserbara för hela branschen, utan endast indikativa för de branschexperter vi undersökt och intervjuat. Denna uppsats kan därmed inte med säkerhet beskriva hur ett liknande investmentbolag eller branschexpert arbetar med investeringskriterier och värdeskapande.

### *3. Teoretisk referensram*

#### *3.1 Investeringskriterier*

PE-bolagen söker efter bolag som kan vara attraktiva för en LBO. Dessa firmor lever upp till vissa särskilda krav som ofta ingår i PE-bolagens investeringskriterier. Det är komplicerat och svårt att fastställa den mest vanliga LBO-kandidaten med tanke på att investerare har skilda fallenheter. Det finns emellertid några kriterier som de flesta PE-bolagen går efter. Enligt Bruner (2004) är dessa:

- Stabilt kassaflöde
- Låga kapitalkostnader
- Stark marknadsposition
- Stabil bransch
- Låg teknikutvecklingshastighet och låga FoU-kostnader
- Kompetent ledning utan förutsägbara ändringar
- Förhållandevis låg- eller undervärderade företag
- Företag utan avsiktliga strategiändringar

Även Jonathen Olsen (2003) har skrivit en lista på kriterier PE-bolag går efter för att minimera risk och öka möjligheten till en vinstgivande exit.

- Stadigt och förutsägbart kassaflöde
- Ren balansräkning med liten skuld
- Stark, försvarbar marknadsposition
- Begränsade driftskapitalsbehov
- Minimala framtida kapitalbehov
- Stora bastillgångar för säkra lånförmånligheter



- Överlåtbara tillgångar
- Stark ledningsgrupp
- Gångbar exit-strategi
- Synergi-möjligheter
- Potential till utgiftsreducering

Vidare anser Haspeslagh & Jemison (1991) att bolag ofta blir uppköpta beroende på att priset på målbolaget är undervärderat i relation till framtida värdemässiga förväntningar. Det kan gälla exempelvis förhoppningen om att uppnå skattemässiga fördelar, optimera, få bolaget att växa, förändra skuldmässiga aktioner samt öka framtida vinster (Haspeslagh & Jemison, 1991).

### *3.2 Bolagsstyrning*

Något av det mest fundamentala vid en "Buy Out"(BO) är hur PE-bolagen arbetar med bolagsstyrning. PE-bolagen har oftast en tydlig och generell riktlinje för vilken typ av bolagsstyrning de förespråkar. Varje enskild BO är självklart speciell och hanteras på olika sätt beroende på vilket företag och bransch den gäller. Det vanligaste ett PE-bolag gör vid ett förvärv är tillsätta nya befattningshavare på de beslutsfattande posterna, såsom t.ex. VD och styrelse.

Den nya bolagsstyrningen, målsättningen och besparingsprocesserna är oftast det första man som PE-bolag förankrar tydligt i förvärvsbolaget. Detta gör man för att i ett så tidigt skede som möjligt integrera ledning, styrelse och ägare till att gemensamt interagera och sträva efter samma mål. Samhörigheten och att alla i företaget ska ses som en enda stor enhet är viktigt i dessa faser då det krävs stora resultat på kort tid. Det finns olika hjälpmedel som ägare kan tillämpa för att på så kort tid som möjligt få alla beslutsfattande befattningshavare, såsom ledningen, att arbeta mot samma håll och mål. Dessa hjälpmedel kallas incitamentsprogram. Ett vanligt förekommande incitamentsprogram är ett optionsprogram som kan innebära att ledningen får möjlighet att teckna aktier i framtiden till ett förutbestämt pris. Tanken är att genom ett sådant

incitamentsprogram uppmuntra och motivera företagsledningen att arbeta för att höja aktiekursen vilket gynnar ägarna.

Målet med en aktiv bolagsstyrning är generellt sett alltid att effektivisera och att minska overheadkostnaderna vilket i sin tur skall leda till en ökad operationell effektivitet och tillväxt (Gertner & Kaplan, 1996). Detta gäller framförallt vid ett förvärv som innefattar en hög belåningsgrad där kostnadsbesparingar och kassaflöden är huvudmål.

### *3.3 Skattemässiga fördelar*

Enligt hypotesen om skattemässiga fördelar så är värde skapat vid BO-transaktionen genom en mer skattemässigt fördelaktig kapitalstruktur. Ökad skuldsättning genererar ökade ränteavskrivningar vilken kan vara en viktig källa till vinster. Enligt hypotesen så kan skatteavdragen på räntebetalningar vid nya lån skapa ett skatteskydd vilket ökar företagets värde. Potentialen vad gäller vinster är genom skattemässiga fördelar dock varierande beroende på olika taxeringslagar, marknader och företagets specifika marginalskatter (Kaplan, 1989).

### *3.4 Kapitalstruktur*

Ett PE-bolag kan vid ett förvärv inte bara förbättra och effektivisera produktionsprocesser eller kostnadsbesparingar, utan också dra nytta av det förvärvade bolagets finansiella möjligheter och tillstånd. PE-bolaget kan, genom ytterligare belåning av dels de befintliga tillgångarna, men även genom belåning på det nybildade värdet som det förvärvade bolaget har fått genom uppköpet, planera och strukturera bolagets kapitalstruktur och på så sätt få skattemässiga fördelar (Grammatikos, et al., 1988).

Detta är väldigt vanligt förekommande och belåningen är ofta en blandning mellan olika typer av lån. PE-bolagen har möjligheten att uppta höga mängder lån med det förvärvade bolagets tillgångar som säkerhet. På så sätt sätter även ägarna press på företagsledningen att fatta bra beslut som går i ägarnas och företagets riktlinjer för optimal operationell effektivitet och avkastning eftersom den ytterligare belåningen innebär ett ökat ansvar gentemot finansiärer och ägare (Damodaran, 2006).

### 3.5 Agentteori

Agentteorin bygger på att det inom ett företag kan finnas olika åsikter om vilket håll företaget skall gå och vilka beslut som är rationella för olika parter inom företaget. På ena sidan har vi ägarna som har sina avkastningskrav, och på den andra sidan ledningen som t.ex. kan tillgodose sin egen karriär före ägarnas krav. Det diskuteras ofta angående den asymmetriska informationen ledningen innehar gentemot ägarna vilket ofta är missgynnsamt för ägarna. Ledningen kan, eftersom de ofta besitter mer information än ägarna vid en given tidpunkt, fatta beslut som ägarna inte är tillräckligt insatta i och kan därför vara missgynnsamma mot ägarnas preferenser och krav.

För att motverka denna typ av moralisk risk är det vanligt i företag att man erbjuder ledningen olika former av incitamentsprogram, t.ex. genom aktietilldelning och teckningsoptionsprogram. Dessa kostnader som uppstår genom införande av incitamentsprogram benämns agentkostnader (Blom, et al., 2007).

Det finns olika typer av agentkostnader och olika processer som krävs för att ägarna ska kunna uppnå sina mål med ledningens hjälp. Enligt Blom & Rennstam (2007) finns det olika sätt att styra ett företags ledning och dess anställdas beteende. Dessa kan indelas i tre olika kategorier:

- Byråkratisk styrning

Ägarna förmedlar och förankrar tydligt vad som förväntas och krävs av de anställda.

- Teknologisk styrning

Arbetsprocessen förenklas och risken för misstag reduceras.

- Direkt övervakning

Hela arbetsprocessen övervakas för att försäkras om att allt sköts enligt uppställda preferenser.

Agentteorin är en vanlig teoretisk grund för att förklara fördelarna med PE som ägandeform samt hur de bidrar till att skapa operationellt värde (Bruton, et al. 2002). Agentteorin utgår från

det implicita kontrakt som i ett bolag med ägarskap separerat från kontroll föreligger mellan ägare och ledning.

Potentiellt avvikande intressen mellan dessa parter resulterar i kostnader för ägaren i form av övervakning av bolagsledning, kontrakteringskostnader och i värsta fall kostnaden för att denne agerar ofördelaktigt sett till ägarens intresse (Jensen & Meckling, 1976).

### *3.6 Signalteori*

När det existerar asymmetri i information så används signalteori för att skildra de olika parternas beteenden i informationsutväxlingen (Connelly et al. 2011). Spence (2002) bedömer att signalteori handlar om att minska informationsasymmetri mellan diverse parter. Minskad informationsasymmetri leder till förminskad ineffektivitet och transaktionskostnad.

Informationsasymmetri uppkommer när den ena parten har bättre information om en affärstransaktion än den andra (Marton et al, 2009). Denna asymmetri finns exempelvis mellan bolag och investerare där bolaget har tillgång till all information och investerarna endast har tillgång till den informationen företagen vill ge ut. Informationsasymmetri uppkommer därmed mellan dem som besitter informationen och de som kunde ha utnyttjat informationen för att ta mer underbyggda handlingar ifall de hade haft tillgång till den (Connelly et al. 2011).

Samspelet mellan ledningen i företaget och PE-bolaget kan medverka till värdeskapandet. PE-bolag arbetar normalt närmare företagsledningen jämfört med styrelsen i ett börsnoterat bolag och har ofta betydande nätverk av branschspecialister som används för att rekrytera kvalificerade nyckelpersoner. Nätverken kan också komma väl till hands för att hitta affärspartners. PE-bolag har ofta även bättre finansiella inblickar kring krediter (Berg & Gottschalg, 2004).

En typ av informationsövertag är en så kallad överlägsen marknadsinformation. PE-bolag har ofta mer kunskap angående marknadsutveckling, med tanke på sina omfattande nätverk av branschspecialister. PE-bolag har dessutom en bra förmåga att finna förvävsobjekt med speciell potential för värdeökning, identifiera rätt tidpunkt för transaktion och att vara duktiga förhandlare. (Berg & Gottschalg, 2004). Det kan på liknande sätt existera asymmetrisk

information emellan ledare och allmänheten om företagets värde. Eftersom ledare har överlägsen kunskap om företagets verkliga värde och framtida prospekt så kan de bedöma ifall aktiepriset är undervärderat (Renneboog & Simons 2005). Därmed kan även en BO vara ett sätt för PE-bolag att enkelt realisera framtida förväntade förbättringar istället för att själva ge upphov till företagets ökade värde. Studier av e.g. Harlow & Howe (1993) har funnit att det vid insider trading av aktier vid "Management Buy Out"(MBO)- affärer finns en koppling till ledningens unika information.

### *3.7 Operationell effektivitet*

Åtskilliga undersökningar har fastställt att den högsta effektiviteten inom den operativa sektorn uppnås kring tidpunkten för investerarnas exit. Degeorge och Zeckhauser (1993) fann att företag som PE-bolag har investerat i väsentligt förbättrar sina rörelseintäkter året före exit. Under första året efter exit så minskade dock rörelseintäkterna med 10 % jämfört med året dessförinnan och 4 % jämfört med branschkonkurrenter.

Holthausen and Larcker (1996) fann genom sina undersökningar att företagen som varit med om en buyout-investering hade en signifikant bättre operationell effektivitet än sina branschkollegor året före exit samt året efter exit. De fann att effektivitetshöjningen även hade effekt 4 år efter exit.

### *3.8 Rörelsekapital*

En faktor som vid en buyout ofta ger utrymme för framsteg vad gäller operationell progression är hanterandet av företagets rörelsekapital. Fördelarna med att minska företagets rörelsekapital är många, en av dem är att kapital som kan hållas bundet i företagets tillgångar frigörs och i utbyte kan brukas till att betala räntekostnader för lånefinansiering alternativt återinvesteras i företaget (Smith, 1990). Easterwood, et al. (1989) anser att portföljbolag visar upp en framstående reduktion av tid för inventarier i lager samt utestående fordringar jämfört med liknande tidpunkt innan PE-bolagens tillträde. Detta görs möjligt delvis av förändringar i företaget som ger beslutsfattare bättre information vid rätt tidpunkt. Smith (1990) håller med om föregående argumenteringar och anser att aktiv behandling av rörelsekapital ofta leder till en

utveckling av operationella kassaflöden, vilket intensivt bidrar till en förhöjning i operationell effektivitet och lönsamhet.

### *3.9 Marknads-timing*

Åtskilliga studier har undersökt vikten av marknads-timing när det kommer till värdeskapande (Nowak, et al., 2004). Tanken är att PE-bolag söker företag inom branscher som är på uppgång och därmed inaktivt ökar värdet på företaget. Detta till trots så har inga undersökningar gjorts gällande marknads-timing av portföljföretag inom samma bransch.

Beroutsos, et al. (2007) hävdar att de viktigaste källorna till god avkastning är den goda kunskapen de genererar till portföljbolagen. Han menar vidare att möjligheten att söka företag inom tillväxtbranscher har högre volatilitet än ett aktivt ägarskap. Därför hävdas det att PE-bolag som vill maximera avkastningen bör istället fokusera på ett aktivt ägarskap istället för att försöka ha en god marknads-timing.

### *3.10 Relativvärderings-metoden och nyckeltal*

Relativvärderingsmetoden går ut på att ett företag värderas efter sin prissättning på det aktuella bolagets aktier i förhållande till prissättningen på noterade och icke noterade bolags aktier inom samma bransch.

I relativvärderingen jämförs värden som exempelvis omsättning, resultat eller bokfört eget kapital. Värderingsmetoden är framställd för att hjälpa investeraren att identifiera ifall bolaget är under- respektive övervärderat. Relativvärdering lämpar sig främst för publika bolag men fungerar även för privata bolag. Detta eftersom privata bolag kan värderas efter föregående transaktioner i andra liknande bolag samt efter värderingsmultiplar som till exempel P/E-tal och EV/EBITDA. P/E-tal står för Price/earnings och EV står för Enterprise Value och innebär att man lägger på nettoskulden + börsvärdet. EBITDA är rörelseresultatet, EBIT (Earnings before interest and tax) + depreciation + amortization.

- EBITDA-marginalen, visar hur stor företagets egentliga lönsamhet är. Den räknas ut enligt formel:  $\frac{EBITDA}{Revenue}$
- Räntabilitet på totalt kapital, visar hur hög avkastningen på det totala kapitalet är. Den räknas ut enligt formel:
 
$$Rörelseresultat + Finansiella intäkter \div Totalt kapital$$
- Mättet rörelsekapital/nettoomsättning visar hur PE-bolagen arbetar med att aktivera hanteringen av rörelsekapital (Nilsson et al, 2002).

### 3.11 Nätverkseffekter och synergier

En viktig del i den värdeskapande processen är PE-bolagens nätverk. Ett företag med ett brett personligt nätverk har lättare att knyta nya kontakter och att driva verksamheten på ett effektivare sätt (Copeland, et al. 1996). Genom ett brett nätverk kan företag snabbare och enklare följa med och hålla sig uppdaterade i den ständigt föränderliga marknadsekonomin och teknologin.

PE-bolag är väldigt noga med att ha ett stort nätverk med kunskaper inom alla tänkbara branscher. PE-bolagen förfogar ofta över bred kunskap och erfarenhet genom sina anställda, både inom det finansiella och industriella (Laskowski, 2012). Deras nätverk är något som PE-bolagen har som en unik försäljningspoäng. De menar att förvärvsbolagens verksamhet kommer att kunna utvecklas och effektiviseras genom PE-bolagens nätverk, därför är det vanligt att högt uppsatta företagsledare och affärskontakter kommuniceras tydligt genom PE-bolagen.

En viktig del i ett företags utveckling och expansion är olika typer av förvärv. Genom förvärv kan man skapa värde i företag och förbättra dessa, utöver att förbättra den operationella effektiviteten enligt Berg & Gottschalg (2004). Det finns flera olika anledningar till att göra ett förvärv, det kan t.ex. vara för att stärka sin marknadsposition genom att förvärva en konkurrent, det kan också vara för att utöka den marknad man opererar på genom att investera i eftermarknads-tjänster och produkter eller helt enkelt för att ett företag behöver få en bättre utvecklad teknologi.

Förändringar i omvärlden, psykologiska faktorer samt värdeskapande mål är tre faktorer som ligger till grund för varför ett förvärv uppstår enligt Frensch (2007). Hur värde sedan skapas

genom fusioner menar Frensch (2007) beror på tre olika faktorer: Att lyckas köpa förvärvsbolaget billigt, att skapa och dra nytta av synergieffekter eller att lyckas med att driva förvärvsbolaget bättre än den befintliga ledningen.



## *4. Empiri av intervjuer*

### *4.1 Arne Karlsson sekundärdata*

Ratos är ett noterat PE-konglomerat vars verksamhet består av förvärv, utveckling och försäljning av företrädesvis onoterade företag. Ratos affärsidé är att över tiden skapa högsta möjliga avkastning genom ett professionellt, aktivt och ansvarsfullt utövande av ägarrollen i ett antal utvalda bolag och investeringssituationer där Ratos skapar en unik investeringsmöjlighet för aktiemarknadens aktörer. Värde skapas i samband med förvärv, utveckling och försäljning av företag (Årsredovisning, 2012). Arne Karlsson var verkställande direktör under perioden 1999–2012 och är numera styrelseordförande i Ratos. Nedan behandlas hans tankar om investeringskriterier och värdeskapande:

#### *4.1.1 Investeringskriterier*

Själva urvalsprocessen med att hitta nya företag att köpa är en ständig process för Ratos där de granskar ca 200 potentiella företag per år. Av de bolag som granskas så fortsätter en del företag att vara aktuella kandidater för analys.

När det kommer till att identifiera potentiella företag att investera i så undersöks ett bolags konjunkturkänslighet noggrant. När ekonomin är sämre så vill man investera i företag som har en affärsmodell som klarar konjunkturen bra, alternativt ifall det är ett konjunkturkänsligt bolag, att köpeskillingen tar hänsyn till att konjunkturen försvagas. Båda sorterna är intressanta ifall priset är det rätta.

Många bedömer att de flesta av de bolag Ratos selekterar är tunga industriföretag som är konjunkturkänsliga. Han menar dock att de inte har så många konjunkturkänsliga bolag även om en del betraktas som det. Ratos äger exempelvis bolag inom bygg- och verkstadsbranscherna. Han ger exempel på bolag som Hägglund Drives som säljer till gruvindustrin och tung processindustri, och sockerbranschen som är i tillväxt. Dessutom är kina en stor marknad för Hägglunds som omsätter 1 miljard kronor om året. De säljer till Indien och Brasilien, och gynnas av makrotrenderna (Hammar, 2008).

Skillnaden mellan framgångsrika eller misslyckade affärer beror mycket på tidpunkten för investeringen. De värsta investeringarna är framförallt de som gjordes 2007, strax före finanskrisen med konjunkturraset som följd. Det visade sig att belåningen var hög och priserna övervärderade och även ifall investeringar faller på bra bolag så blir det oerhört svårt att genomföra framgångsrika affärer.

Vidare så är rätt VD i förvärvsbolaget av yttersta vikt, en bra ordförande likaså. De är Ratos förlängda arm som ser till att företaget utvecklas i den riktning som eftersträvas. Vikten av att vara tydlig mot bolagen är också av mycket väsentlig betydelse.

Vissa branscher bör undvikas såsom företag inom försvarsindustrin eller miljöförstörande verksamheter. Annars anser de sig vara kreativa opportunisterna. Det innebär att Ratos generellt investerar i vilken bransch som helst, bara avkastningen på investeringen bedöms bli tillräckligt god.

Ett alternativ är även att investera i så kallade ”turnaround case”, företag som är i kris men som har stor utvecklingspotential förutsatt specifika åtgärder och strategiarbete. Bil, bygg och finansbranschen nämns som exempel. Andra alternativ kan vara att titta på olika ”tillväxt-case” och makrotrender där företag med anledning av den nationalekonomiska utvecklingen i världen gynnas av råvarubehov och specifika nationers tillväxt. Vidare så är de försiktiga med att investera i bolag med svaga marknadspositioner.

Andra punkter som tas upp är analyserandet om vart företaget befinner sig i värdekedjan. Idag är det många företag som tjänar pengar beroende på vart de är i värdekedjan. Det kan vara råvaruföretag, transportföretag eller produktförädlare. I framtiden tror han dock att det blir allt större och större skillnad på lönsamheten i företag, beroende på vilken roll de har i värdekedjan. De ställer sig frågan vem det är i värdekedjan som sitter på de värdefulla delarna. (Hammar, 2010).

### 4.1.2 Ägandeperiod

Det är en vanlig missuppfattning att deras främsta framgång beror på förmågan att investera billigt och få bra betalt vid försäljningar. Han hävdar att den största värdeökningen, istället kommer som en direkt konsekvens av tillväxt, effektiviseringar, omstruktureringar och kapitaltillskott.

Ungefär 90 % av värdeökningarna från köp till avslut i deras innehav anses vara direkt kopplade till det som händer inne i bolagen under deras ägandeperiod. Det poängteras dock att även tidpunkt för köp och försäljning är viktiga att bemöta med omsorg, det är en viktig del av affärsidén (Pettersson, 2012).

Vidare anser han att deras förmåga att få god lönsamhet är komplext och det har att göra med deras affärsmodell som helhet, där deras aktiva ägande i de bolag som de investerat i är av stor betydelse. De har vissa entydiga strategier som de följer.

Angående problematiken att skapa värde, beroende på Ratos skiftande kunnande inom olika branscher, så anser han att de är generalister. De analyserar, ser på strukturer, finansiering och strategiutveckling. De ser sig själva som bollplank och managementkonsulter. Hittar de bra lösningar, exempelvis inom lagerhantering i ett specifikt bolag, så tipsar de andra bolag om det. De anlitar även utomstående experter med specialistkunskaper, vilket i praktiken har inneburit att de i sina portföljbolag tagit in utomstående branscheexperter i ledande befattningar såsom exempelvis styrelseordföranden.

Angående bonussystem så hävdar han att inom PE-branschen så är konkurrensen om duktig personal stenhård. De har en liten men kompetent personalstab som är av enorm betydelse. Det utökade programmet där Ratos investerar i marknadsvärderade optioner är styrelsens sätt att se till att gapet till konkurrenternas program inte blir för stort.

År 2006 var Ratos mest framgångsrika år under bolagets 141-åriga historia. Förklaringen till det anses vara en stark konjunktur, fortsatt stark värdeutveckling i deras portföljbolag och ett antal lyckade affärer som har bidragit till ett så tillfredställande facit. De flesta av bolagen har varit ”turnaround case”, där de tillsammans med ledningen vänt den negativa trenden.

Han betonar hur viktigt ägandeförhållandet som råder inom PE är då inte aktieägare blir involverade, där flera av investeringarna är värda drygt 1 miljard kronor var. Exempel ges med när de köpte Lindab och även bolaget Dahl från börsen. Då sjönk vinsterna i de bolagen under de första åren efter att de köpt dem. Det berodde på beslut om åtgärder som de bolagen sannolikt inte skulle ha genomfört om de varit kvar på börsen. De hade det besvärligt på börsen med stora krav från aktieägarna, så då hade de troligen inte vidtagit stora åtgärder. Med Ratos som ägare blir det annorlunda, för det viktigaste för Ratos är den långsiktiga avkastningen på de bolag de investerar i, då kan en viss arbetsro infinna sig (Hammar, 2010).

### *4.1.3 Exempel på Ratos investeringar*

#### **Hägglunds Drives**

Ratos blev delägare till Hägglunds Drives 2001 i samband med utköpet av Atle från börsen. Från 2004 var Ratos enskild ägare till bolaget. Hägglunds Drives hade under Ratos innehav haft en enorm försäljningstillväxt med en god lönsamhet. Bolagets omsättning ökade från 892 Mkr 2001 till 1 761 Mkr 2007 och rörelseresultatet (EBITDA) under samma period från 75 Mkr till 360 Mkr.

De sista årens arbete med att accelerera tillväxten genom satsningar på försäljnings- och marknadsorganisation, nya marknader och segment, utökade eftermarknadstjänster samt betydande produktutveckling lade grunden för Hägglunds Drives positiva utveckling. Avyttring skedde till Bosch vilket gav Ratos resurser för nya investeringar (Landberg, 2006).

#### **Alimak Hek**

Ratos och 3i förvärvade Alimak Hek 2001, då Ratos investerade 227 miljoner. De lyckades öka omsättningen, enligt prognostiserat proforma, med drygt 1,6 miljarder kronor 2006 vilket genererade ett resultat på drygt 240 miljoner. Alimak Hek är verksamma inom utrustning för vertikala transporter såsom hissar och plattformar till kunder inom främst bygg-, offshore- och allmän industri (www.privataaffärer.se, 2014-05-10). Under Ratos innehavstid fullföljde bolaget

interna åtgärder för kostnadskontroll i kombination med ett effektivt försäljningsarbete och väl genomförda förvärv. Det interna arbete samt den fokuserade tillväxtstrategin lade grunden för Alimak Heks goda resultat (Årsredovisning, 2006).

Vidare så förvärvades Champion Elevators. De är en USA-baserad tillverkare av byggnadshissar och industrihissar med en betydande eftermarknadsverksamhet, för motsvarande 185 Mkr. I och med förvärvet av Champion så förstärktes positionerna inom deras kärnverksamhet både globalt och på USA-marknaden. Av särskild betydelse för deras amerikanska kunder var den utökade eftermarknadsservice de kunde erbjuda. Ytterligare förvärv gjordes då Alimak Hek köpte Australiens mest framstående uthyrningsverksamhet Conrent från Coates Hire Limited. Genom förvärvet så positionerade sig Alimak Hek som Australiens dominerande aktör inom verksamheterna byggnadshissar, industrihissar och byggnadsplattformar. Eftersom Australien är en av de mest betydande tillväxtmarknader så var detta förvärv ett bra sätt för dem att ytterligare stärka deras positioner där. Den genomsnittliga årliga avkastningen på Ratos investering (internräntan) uppgick till 30 procent för Alimak Hek (www.valuta.se, 2014-05-05).

### **Anticimex**

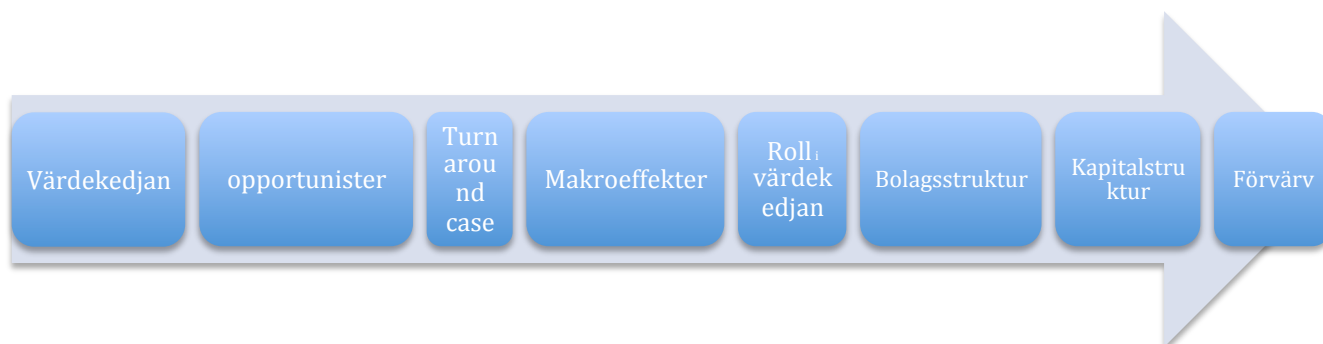
Ratos köpte upp Anticimex i början av 2006. Under innehavstiden så växte verksamheten och utökades till nya tjänsteområden. Anticimex hade en unik ställning med en framgångsrik affärsmodell, ett starkt varumärke och tillväxt varje år sedan starten 1934. Genom stabila kassaflöden och god omsättningsökning så var Anticimex en väldigt lyckad investering enligt Ratos.

EQT tog vid som ny ägare med målet att utveckla tjänsteutbudet ytterligare både i Sverige och på andra marknader (Årsredovisning, 2012). Innan försäljning så fattade Ratos ihop med övriga ägare beslutet att genomföra en omstrukturering av kapitalstrukturen hos Anticimex på 476 miljoner kronor. Det innebar att Ratos fick 405 miljoner kronor. Arne kommenterade att Anticimex är ett väldigt välskött tillväxtföretag som de bedömer kan fortsätta att växa av egen kraft. De tror att företaget kan bli starkare i de nordiska länderna, speciellt i Finland och Danmark men också i Tyskland och Holland där potential finns (Eriksson, 2012).

## Dahl

Baserat på diskussioner så kom EQT och Ratos överens om att de med en gemensam industriell kompetens och erfarenhet kunde skapa långsiktiga mervärden och förverkligande av Dahls lönsamhetspotential. De såg att ur europeiskt perspektiv så hade en strukturförändring på grossistmarknaden för byggnadsmaterial påbörjats. Ett första steg var ett nationellt fokus där exempelvis Dahl genom konsekvent förvävsstrategi skapade ledande positioner inom avgränsade geografiska marknader. För att säkra långsiktigt uthållig lönsamhet så fordrades såväl fortsatta strategiska företagsförvärv som investeringar i distributionssystem och IT-system.

Dessutom krävdes konstant och uthållig fokus på att kontinuerligt förbättra kostnadseffektiviteten i en bransch med stor pris konkurrens. Förändringarna bedömdes som svåra för Dahl att genomföra som noterat bolag. Dessa förändringar krävde en kraftsamling och arbetsro för företaget samt en ägarmiljö som kan respektera och acceptera resultatmässiga uppoffringar i det kortare perspektivet ([www.eqt.se](http://www.eqt.se), 2014-05-01).



Figur 2 Vår tolkning av Arnes investeringsmall

## *4.2 Branschexpert inom PE David*

”David”, som vill vara anonym är en utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm som har arbetat med aktier i hela sitt liv. David har en lång och bred erfarenhet av PE.

Historiskt så har företaget kombinerat PE-investeringar med börsnoterade värdepapper. Han har därmed fått mycket erfarenhet inom PE som han anser kan tillämpas väl vid investeringar i börsnoterade bolag. På senare år har företaget avvecklat de flesta av sina PE-investeringar men de innehar fortfarande ett antal bolag i sin portfölj. Han förklarar att PE har förändrats mycket sen dess uppkomst, då PE-bolag i nuläget gör smartare investeringar i mognare företag med lägre risk, jämfört med tidigare då PE rörde sig mer mot Venture Capital.

Nedan följer vilka investeringskriterier han vanligtvis använder sig av vid bolagsvärdering.

### *4.2.1 Investeringskriterier*

I företaget som David arbetar på så har de ett innehav av ca 60 bolag i sin portfölj. De har 10 analytiker som dels analyserar de befintliga innehaven men även potentiella förvärv. Varje år analyseras ca 200-250 bolag och det görs omfattande analyser. De använder sig av följande analyssteg:

1. First-impression-analys
2. Snabbkommentar
3. Kvartalsrapport
4. Bolagsbesök

Vidare så använder han sig av en rad olika kriterier och preferenser vad gäller exempelvis bransch, bolagsstyrning och val av nation. Det betonas att de vill köpa företag som de förstår och som har betydande inträdesbarriärer. Inträdesbarriärer kan innebära: skalfördelar, nätverkseffekter, kundnärhet, patent eller teknologi. Ifall ett företag har betydande inträdesbarriärer så är det ovärderligt. Vidare så hävdar han att det viktigaste han lärt sig om affärer och investeringar är att det är essentiellt att verkligen våga göra affärer och investeringar. ”Learn by doing” är något som har präglat hans yrkesliv.

Nedan behandlas deras investeringskriterier och metoder för att analysera potentiella investeringar:

Till en början är det viktigt att definiera var landet befinner sig i sin välfärdsutveckling (BNP/Capita), då olika branscher når olika accelerationseffekter. En annan viktig faktor är att bedöma om landet kan definieras som en "breakout nation". "Emerging markets" kännetecknar länder som är underutvecklade med låg BNP/Capita medan en breakout nation är ett land som vill få välstånd och därför försöker reformera landet i en marknadsekonomisk riktning, vilket ger landet förutsättningar för tillväxt och bred biståndsutveckling.

Den sekulära tillväxten i landet är även väldigt viktig, registrerad BNP/Capita-nivå bestämmer vilka branscher som är mest intressanta. Vilken BNP/Capita landet har styr väldigt mycket vad marknaden efterfrågar. Har ett land t.ex. 2000-3000 dollar i BNP/Capita så efterfrågas det av människor en funktionell bostad. Har landet istället runt 10 000 dollar i BNP/Capita så efterfrågas t.ex. bilar och utbildning. Genom att analysera den typen av mått så kan accelerationseffekter erhållas. Därför kan en högre värderingsmultipl fås inom de sektorer där det är extra stor tillväxt. Förutsättningen är dock att landet fattar de rätta marknadsekonomiska reformbesluten för en väl fungerande marknad.

Ett exempel på en sådan investering är i Filippinerna, som är en breakout nation med 7 % tillväxt i landet, och 3 % inflation. Då ges plötsligt en 10 % tillväxtsprångbräda att ta avstamp från. Vid låg BNP per capita kan de investera i sektorn "housing", som växer med en multipl av den nominella BNP-utvecklingen. Housing är folks essentiella boendebehov vilket är det första människor lägger pengar på, när välståndet ökar. Lite längre fram kommer "diskretionär konsumtion". Diskretionär konsumtion är det som köps när de essentiella behoven är uppfyllda. Vid valet av bransch och bolag vill han sedan finna de underbranscher och bolag med största inträdesbarriärerna. Dessa ger den bästa avkastningen på eget kapital och därmed bästa marginalerna.

Vad gäller vilka branscher som ska avstås ifrån, så framhåller han teknikbolag som högriskinvesteringar. Problemet är ofta att det kan vara svårt för en ekonom att förstå tekniken. Därför blir marknaden som bolaget verkar på svårbedömd. Det finns också risken att de beslutsfattande och ansvariga personerna inom teknikbolaget kan vara allt för hemmablinda och inte rationaliserar försäljningsmöjligheter och affärsmodeller, utan endast fokuserar på teknologin, och därmed förbiser något av det mest fundamentala inom företagande: att tjäna pengar. Branscher som kräver ständig teknologisk utveckling är något som generellt bör



undvikas. Det kräver ständigt nya investeringar från marknaden, vilket i sin tur leder till överinvesteringar och minskade utdelningsmöjligheter, alltså en ”värdefälla”. Det viktigaste är att undvika risk och företag som inte har en tydlig visibilitet. Visibilitet innebär att investeraren har en klar vision om hur företaget kommer att se ut i framtiden. De går exempelvis inte in i tidiga skeden eftersom risken är hög, med låg visibilitet.

Kriser kan öppna investeringsmöjligheter, under förutsättningen att det finns en klar förklaring till vad krisen beror på. Det kan exempelvis vara en managementkris, men där företaget i sig eller produkten är tillräckligt stark oavsett kvaliteten på ledningen. Då undervärderas företaget av aktieägare. Företag kan också exempelvis gå igenom förlorade rättsmål. Då har marknaden svårt att bedöma vad den faktiska förlusten och skadan blir. Ifall det kan bedömas att företaget är tillräckligt bra i sig för att klara krisen så öppnar det sig en stor investeringsmöjlighet.

Vidare så finns det bolag som har en uppenbart dålig kapitalstruktur, t.ex. när bolaget har minimal belåning. I sådana lägen finns det en given hävstångseffekt, speciellt vid dagens ränteläge när det är extremt billigt att låna. Eftersom marknaden ofta sätter samma P/E-tal vid en belånad vinst som vid en obelånad vinst, så kan bolaget plocka ut hela vinsten och istället ta upp nya lån. Bolaget plockar därmed ut det egna kapitalet och ökar belåningen inför avyttring, detta är vanligt inom PE.

Han påpekar att de själva aldrig köper bolag från andra PE-bolag eftersom de anser att PE-bolaget aldrig skulle sälja vidare det om det fortfarande fanns en god potential. Han lyfter också fram att det ska vara stabila finanser i bolaget, inte för stor finansiell hävstång.

Vid analys av nyckeltal så finns det en rad olika som är intressanta att studera. Dock är analys av matematiska och kvantitativa metoder sällan effektivt. Det är viktigare att analysera bolagets nuvarande situation och dess framtida potential. Han tror inte på att förlita sig på enbart matematiska modeller som t.ex. Capm som antar en perfekt kapitalmarknad. Han menar att det inte finns något som innebär en perfekt marknad, då skulle det inte finnas några bra investeringsmöjligheter.

Vidare anser han att vid en analys av ett förvärvsbolag så är studerandet av balansräkningen av yttersta betydelse. Ett viktigt mått är EV/EBITDA och EV/EBIT vilket relaterar ett företags

värde på skuldfri basis gentemot dess vinster och ger en multipel. De tittar även på "owner's earning", d.v.s. den delen av vinsten som företaget kan dela ut, vilket ingår i ett cash flow-resonemang. Det finns "value traps" som innebär att företag investerar mer än avskrivningarna, i sådana fall blir måttet owners earning betydelsefullt. Ifall hela vinsten kan delas ut så innebär det i princip att avskrivningarna är lika med investeringarna. Vid konstant investering så kan färre utdelningar genomföras.

Han tar även upp andra mått som är viktiga men som inte är relaterade till marknaden, t.ex. räntabilitet på totalt kapital (ROA) och räntabilitet på eget kapital (ROE). Dessa mått ska inte bedömas som enskilda mått utan i relation till konkurrenterna. De tittar också på huruvida företagets marknadsandelar ökar eller minskar. Vanligtvis så vill de hitta företag med bättre marginaler än konkurrenterna och med betydande inträdesbarriärer, vilket medför att de kan prissätta sina produkter högre. Hittar man ett företag med tillväxt av marknadsandelar samtidigt som de tar stora marginaler, då är företaget med största sannolikhet inne på helt rätt spår.

Varumärke är väldigt viktigt att analysera för PE-bolag, men ett varumärke behöver inte under alla förhållanden vara något positivt. Företaget som kontrollerar varumärket måste vara tillräckligt kapitalstarka för att inneha varumärket. Det kostar oerhörda pengar med marknadsföring för att upprätthålla ett välkänt varumärke. Han ger exempel med H&M som har ett enormt varumärke. H&M har lyckats konvertera hela sitt sortiment till sitt eget varumärke, och är därmed ett portal-varumärke. Det är oerhört genomslagskraftigt till skillnad från t.ex. en livsmedelsprodukt som måste gå igenom ett annat portal-varumärke, som exempelvis ICA. Det handlar om att kunna bygga och hålla varumärkets värde och inte bli utkonkurrerad. Det är inte självklart att varumärken alltid är bra ifall inte tillräckligt med kapital finns för utveckla det. Därför blir ett framgångsrikt varumärke kostsamt att vidhålla för ett mindre bolag. Ett exempel inom klädbranschen är JC som hade ett stort varumärke men som på grund av att företaget har för låg omsättning inte klarade av att upprätthålla sitt eget varumärke och därmed tvingades att sälja det vidare.

#### 4.2.2 Ägandeperiod

När ett PE-bolag förvärvar ett annat bolag så identifierar de en rad olika punkter som skall förändras. Dessa kan implementeras genom att PE-bolaget går in som managementkonsulter och omstrukturerar, eller genom att förvärvsbolaget själva, via input och önskemål från PE-bolaget, strukturerar om. Företaget som David arbetar på har stor erfarenhet av att operativt verka inom förvärvsbolagen och anamma aktivt ägande, men i dagsläget sker det mer sällan. De kan ha styrelsepositioner i förvärvsbolagen och vill helst fungera som ett bollplank och ge input i olika strategiska beslut. Det är viktigt för förvärvsbolaget att ha egna mål och tankar kring bolagets utveckling för att uppnå en långsiktigt fungerande modell.

Han berättar att det vanligaste och kanske första PE-bolag gör i sina förvärv är att se över kapitalstrukturen. PE-bolagen vill reducera risken och därför vill man minimera det egna kapitalet i så stor utsträckning som möjligt. I dagens förmånliga ränteläge är belåning något som kan gynna bolaget markant, man kan genom belåning ersätta stora delar av det satsade egna kapitalet. Bolag kan vara underkapitaliserade och inte inse deras kapacitet. När PE-bolag tillför kapital så förekommer ofta effekten att den negativa känslan försvinner. PE-bolagen bidrar också med att förvärvsbolagen får bättre lånevillkor och lättare till belåning. När kapitalbasen blir bättre så bidrar det till att företaget fokuserar mer mot marknaden, exempelvis genom att utveckla varumärke och få ”cross selling” genom att sälja kompletterande produkter.

Han belyser vikten av att få hela företaget att arbeta som en enhet, mot samma mål och med samma medel. Detta gäller för alla typer av företag, både PE-bolag och förvärvsbolag. För att skapa en sådan företagskultur är det viktigt att identifiera vad företaget och kulturen faktiskt står för och sen se till att alla anställda kan stå för detta och implementera det i den dagliga verksamheten. Samtliga inom företaget måste ta lika stort ansvar för att företagskulturen blir en del av det arbetet som sker varje dag, i varje moment. Företagskulturen måste leva och vara påtaglig i organisationen. Ett exempel är flygbolaget Ryanair som har som kärnvärde att bedriva ”operational excellence” vilket innebär effektivisering och optimering inom organisationen. Inom Ryanair kan ett ord som mätbarhet därför vara djupt rotat i företagskulturen och dess värde.

Sekundärt gäller för bonussystem. Bonus har en funktion, men främst inom repetitiva områden. När det krävs intellekt, innovation och kreativitet så fungerar sällan bonussystem. Inom banker

fås ofta bonus baserat per kvartal, då är risken stor att förbise vad som händer om några år. Bonus skall vara grundat på något som är mätbart. Företagskulturen är det viktigaste. Identifiera genierna i företagen, leta upp nyckelpersonerna och se till så att dem mår bra. Ledare inom företag måste vara människor som har respekt och ödmjukhet gentemot andra människor och att vara skickliga på att läsa av det sociala samspelet. Då skapas ett förtroende mellan personal och ledning.

PE-bolag kan i ett tidigt skede av ägandeperioden, eller till och med innan förvärv, se stora rationaliseringsmöjligheter, synergieffekter och ytterligare förvärvsmöjligheter. Det kan vara att PE-bolaget hjälper till att finansiera en marknadsledande aktörs förvärv av en annan stor aktör på marknaden. De får då ökade marknadsandelar och "pricing power" vilket innebär att de kan ta mer betalt från sina kunder. Prissättningen är i många fall väsentlig att se över.

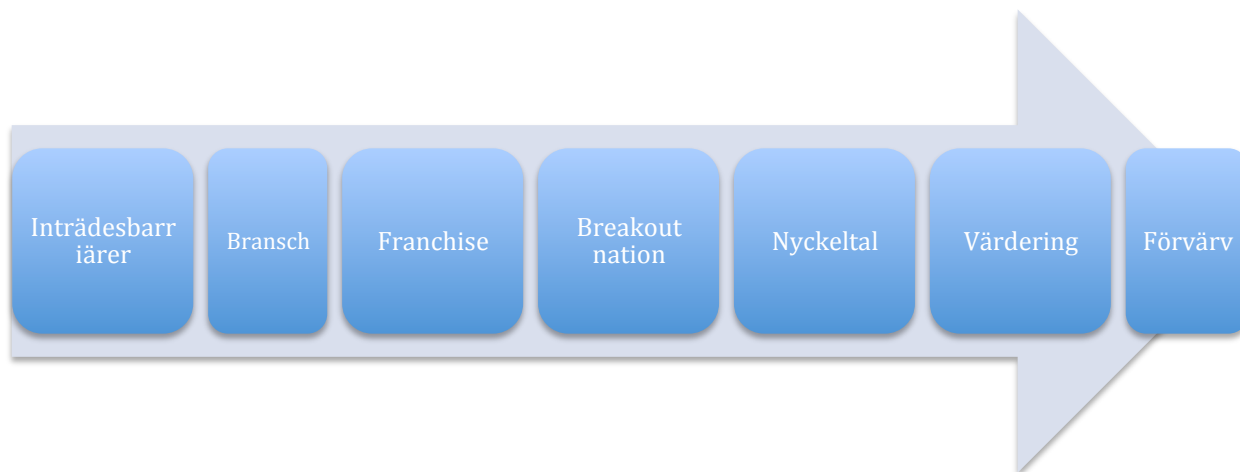
Förvärvsbolagen är ofta hemmablinda, vilket medför att de inte inser deras egna styrkor, de blir för säljorienterade och inte tillräckligt lönsamhetsorienterade. De kan vara rädda att förlora sina kunder vid prishöjningar, och underskattar sina egna "switching costs": kundens kostnad och motvillighet till att byta leverantör. Vilka ofta är större än de tror. Det är viktigt för förvärvsbolagen att inse att det de säljer inte bara är en produkt utan också ett värde.

Värdeskapande i sig sker oftast genom utveckling av en produkt eller tjänst men även genom innehavet av viss teknologi eller kunskap. Allt handlar om att skapa värde.

Kan ett företag bedriva verksamhet med färre personer än konkurrenterna så skapas därmed värde. Ett företag som drivs sämre än sina konkurrenter bör reflektera över hur rationellt deras företag verkligen drivs och om nyttan att fortsätta enligt samma modell kompenserar eventuella effektivitets- eller kostnadsförluster. PE-bolag analyserar vilken affärsmodell förvärvsbolaget arbetar enligt och vilken typ av förändringar och förbättringar som bör göras. Det är väldigt vanligt att förvärvsbolagen är väldigt låsta till sin befintliga affärsmodell även fast det finns mer rationella modeller.

Ett problem inom investeringar som är svårt att försvara sig mot är substitution. Han exemplifierar med Stena Line som har en outstanding franchise av passagerarfärjor, men vad händer ifall det byggs en bro eller en tunnel? Hur försvarar man sig mot det?

Avslutningsvis så menar han att det under ägandeperioden är viktigt att inte ställa allt för stora krav på bolagen då det kan hämma deras utveckling. De föredrar också att förvärvsbolaget skall vara öppna och arbeta med en tydlig visibilitet. Vidare ska företaget ha en viss typ av utdelningspolicy som är rimlig för det stadiet företaget befinner sig i.



**Figur 3. Vår tolkning av Davids investeringsmall**

### *4.3 Branschexpert inom PE Peter Sandberg*

Peter Sandberg har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Göteborg. Han har tidigare haft en rad olika chefsbefattningar i olika företag inom PE, bl.a som VD för Sjätte AP-fonden och Bure Equity AB. Idag är han grundare, delägare och ordförande i Pegroco Invest som är ett svenskt investmentbolag som investerar i små och medelstora bolag med en omsättning mellan 50 och 250 miljoner.

Pegroco Invest startades 2005 och kan beskrivas som en hybrid av VC, PE och investmentbolag. Med tanke på Peters tidigare yrkesroller och erfarenheter så har han en bred kunskap om hur branschen fungerar och vad som är viktigt att tänka på vid investeringar. Pegrococ möjligheter till PE-investeringar beror på hur deras kapitalsituation ser ut i dagsläget. Pegroco arbetar utan belåning och investerar därmed med eget kapital, det innebär att de kan göra begränsade investeringar, men att de har möjlighet till att hitta kreativa lösningar utan krav

och press från utomstående investerare. Ytterligare en fördel med att investera med enbart eget kapital är att de har möjligheten att vara långsiktigare än ett renodlat PE-bolag. Nedan kommer vi att diskutera vilka investeringskriterier han vanligtvis använder sig av vid analys av företag.

#### *4.3.1 Investeringskriterier*

En investering i ett företag av Pegroco ställer en del krav. Ett av grundkriterierna är att investeringen ska vara ihop med ledningen i förvärvsbolaget. De vill att ledningen ska vara erfarna, men framförallt företagsamma och beredda att satsa på samma villkor. De arbetar tillsammans med förvärvsbolagen fram en affärsplan som alla får skriva under på och som ska visa vilken vägen framåt är. Var vill vi vara om fem år och hur ska vi ta oss dit? Det viktiga är att det finns en samsyn med de som ska styra bolaget och ägare. Målkonflikter, att företaget drar åt olika håll innebär ofta katastrofala resultat för företaget. Därför tillämpar de alltid incitamentsprogram, vilket i praktiken ska innebära att de som arbetar i företaget ska ha en nedsida vid motgång och en rejäl uppsida vid medgång. Dock är det inte bara pengar som stimulerar och motiverar människor, utan också ett personligt självförverkligande att skapa och bygga något.

Relationen mellan människor i företaget måste vara stimulerande, och ska man lyckas som entreprenör eller affärsman så måste man brinna för det man gör. Ofta är företag dåligt styrda med otydliga strategier och modeller. Pegroco kommer in från ett objektiva håll och kan därmed lättare identifiera det som behövs förändras. Dock vill inte Pegroco detaljstyra bolaget, utan ledningen ska i stort kunna styra företaget själva.

Företaget ska även ha kommit en bit på vägen i sin utveckling och nått ett visst mognadstillstånd, generellt så ska företaget ha en omsättning på minst 50 miljoner, men undantag finns. Det har förekommit investeringar i tidigare skeden men aldrig i nystart då riskerna är för höga, VC är ingen dröminvestering förklarar Peter. Skalbarheten lyftes fram som ett av kriterierna för investering. Skalbarheten ska kunna innebära att franchisen är möjlig att ta utanför Sveriges gränser. Han lyfter fram vikten av att kunna internationalisera olika franchise och företag och menar att en marknad han tror kommer utvecklas enormt de närmsta tio åren är Afrika. Pegroco har stora kunskaper och erfarenheter av hur den afrikanska marknaden

fungerar. Marknaden är lika stor som Indiens, befolkningsmässigt, men mer intressant och med större utvecklingspotential.

Ett annat kriterium som framhålls är analyserandet av ett företags inträdesbarriärer. Vid höga inträdesbarriärer ökar möjligheten att kunna ta bättre betalt. Det finns olika typer av inträdesbarriärer, t.ex. investeringstyngd, kompetenstyngd, svårutvecklad teknologi, särskilda regleringar eller långa kund-kontrakt. När ett företag har sådana inträdesbarriärer så är det väldigt intressant att investera. Ett exempel på en investering med höga inträdesbarriärer som Pegroco genomfört är i ett bolag som heter Scandinavian Air Ambulance, som kör ambulanshelikopter. Branschen kräver stora mängder kapital och speciella teknologier och tillstånd. Därtill så är skalbarhet och internationalisering högst möjligt att genomföra vilket för Pegroco därmed är en bra investering. Lyckas man med skalbarhet, internationalisering och tillväxt med goda bruttomarginaler så uppnås en väldigt fin hävstångseffekt.

Ifall avsikten är att investera i trygga företag med låg risk är t.ex. ett parkeringshus eller företag som tillverkar plastpåsar väldigt säkert. Pegroco har historiskt inte investerat i den typen av områden utan har istället fokuserat på branscher och företag med höga inträdesbarriärer och som exempelvis kräver stor kompetens. En bransch som han har stor respekt för och där han undviker att investera i är "life science", företag som verkar inom bioteknik, läkemedelsindustrin, sjukvården, osv. Han menar att ledtiderna är otroligt långa och med hög risk. Det är svårt att veta om man är på rätt bana och det kan ta lång tid innan man får insikten och vetskapen om att man är fel ute.

De investerar inte heller i fastigheter eller verksamheter med kontanter. De mest förekommande branscherna de investerar i är tjänsteföretag eller industriföretag där de tror att de kan hjälpa till att utveckla, skala upp och internationalisera företaget från Sverige till Norden och sedan från Norden till Europa. Internationaliseringen är deras grundidé och mål med sina investeringar. Han förklarar också att det viktigaste inte är vilken bransch företaget verkar inom, utan vilken situation företaget befinner sig i. Det kan t.ex. vara att bolaget har ett kapital-styrelse- eller strategiskt förändringsbehov. Då kommer man ofta in i företag på ett förmånligt sätt. Att gå in i företag som är perfekt skötta är aldrig intressant, då är potentialen redan uppnådd. Vidare att gå in i mycket kvalificerade projekt är svårt. Det spelar ingen roll hur bra tekniken är ifall företaget inte lyckas sälja. Tekniken måste även vara gångbar och hållbar gentemot tekniken som finns

utomlands. Peter har varit med om många projekt där det har tagit så lång tid med utvecklingen och försäljningen att företaget inte kunnat hantera det.

För att göra en värdering i ett bolag så undersöks föregående års resultat och nästkommande års planerliga resultat, sen tas genomsnittet och då fås en genomsnittlig lönsamhet. Därefter undersöks vad det är för risk beroende på vilken typ av verksamhet det är. Det finns dessutom olika viktiga nyckeltal att analysera innan förvärv, ett av dem är den genomsnittliga tillväxten. De vill även ha en verksamhet som växer rejält under tid, inte bara framtida tillväxt utan historisk organisk tillväxt på 15-20 % per år. Bruttomarginalen är det andra viktiga nyckeltalet. Med en hög bruttomarginal och möjlig skalbarhet så erhålls möjlighet till en stor hävstång. Det tredje är att anpassa organisationen så att man får en bra EBITDA-marginal som är rimlig. Hur hög EBITDA-marginalen ska vara är olika och beror på hur mycket som investerats. Ägaren bestämmer hur mycket eget kapital det ska finnas i bolaget och hur mycket avskrivningar som bör genomföras.

När de köpte bolag förr i tiden så var DCF-analysen väldigt viktig, och den har börjat komma tillbaka igen. DCF-kalkylen indikerar nuvärdet av alla framtida kassaflöden och är väldigt teoretisk men på senare dagar har det införts ett begrepp som kallas "kvantdelen" vilket är vilken del av kassaflödet som ska räknas in, t.ex. 60-80 % av kassaflödet. Generellt anser han dock att kvantitativa kalkylmodeller ofta ger en missvisande bild med falska beräkningar. Pegrococos investeringar baseras istället på en uppskattad framtida potential förutsatt olika strukturella förändringar. Då är kvantitativa modeller inte användbara eller lämpliga. De försöker skapa sig en bild av vad som är rimligt att betala, och vad som är rimligt att man får. Ifall ett bolag har en viss värdering och potential idag, men som med Pegrococos hjälp kan nå en högre värdering kan de gå in i ett tidigare skede, med mindre kapital och förbinda sig själva till att vara aktiva i förvärvsbolaget och därmed minimera riskerna. Då fås ett upplägg som innebär att företaget får en större och bättre chans att utvecklas snabbare, tjäna mer pengar, få bättre position på marknaden och högre potential. Det är vidare viktigt att kunna förmedla avsikterna och de positiva effekterna av samarbetet.



### 4.3.2 Ägandeperiod

Det är viktigt att hitta den rätta skuldsättningen i bolagen. Kapitalstrukturen har skärpts till och det har varit nästan omöjligt under lågkonjunkturen att helt skuldfinansiera ett bolag, men det börjar nu bli mer genomfört. De vill aldrig ha mer eget kapital än vad de behöver, varje extra överflödiga krona är onödig. De arbetar mycket med konvertibler, dels p.g.a. att konvertibler är efterställda, alltså ligger ”efter” aktieägarna. Ur ett aktieägarperspektiv finns det flera fördelar med att arbeta med konvertibler. För det första så innebär det lägre risk, eftersom man ligger före aktieägarna. Vidare är räntan via konvertibler förhandlingsbara. Som ett exempel efter tre år, vid en investering som inte har uppnått målen och mer kapital behöver tillsättas, då har de konvertibler som innebär att de teoretiskt kan ändra konverteringskursen från t.ex. 1000 kr till 500 kr och även räntan från 7 % till 9 % per år, men också flytta konverteringsdagen. Sätts det in pengar som eget kapital så är det egna kapitalet låst enligt svensk aktiebolagsrätt. Då finns ingen förhandlingsfrihet med det insatta kapitalet, förutom att kunna handla och byta med existerande aktieägare. Pegraco arbetar i så stor utsträckning som möjligt med instrument såsom företagsobligationer och höga ränteobligationer.

Det förekommer inom PE att man går in i företag som i vissa fall enbart har en uppenbart dålig kapitalstruktur och förändrar denna innan exit. Anledningen till att möjligheten finns att förändra ett företags kapitalstruktur till det bättre beror på många företags okunnighet och oförmåga att hitta bra finansiella lösningar och strukturer. Hur kapitalstrukturen ska se ut är en viktig kärnkompetens i stora PE-bolag. Olika typer av kapital kostar olika mycket, därför är det väldigt viktigt att hitta den optimala strukturen, t.ex. att ha mycket banklån eftersom räntan i dagens läge är så låg. EBITDA-multipeln beror på olika faktorer. Den kan vara anpassad t.ex. efter hur stora inträdesbarriärerna är eller hur stor den generella risken i branschen är. Det som ligger nedanför resultatraden i balansräkningen, EBITDA, är upp till styrelsen och ledningen att ordna.

Den formella strukturen som Pegraco arbetar efter är att de är med i styrelsen, aktivt samverkar med saminvesterare och gör saker på sin egen kammare för att förstå branschen bättre. De vill verka nära marknaden och inte bara studera styrelsematerial. Att vara aktiv i bolaget innebär att hjälpa till i verksamheten, det kan vara t.ex. med kundkontakter eller vid samgående och förvärv.

Den viktigaste positionen i ett företag är Vd:n och det är en av PE-bolagets uppgifter att vara ett gott stöd. Är dialogen mellan styrelse och VD bra så stimulerar det och utvecklingen sker i rätt riktning. I vissa fall går de själva in i företag och kan ta befattningsroller såsom VD, men det är inte vanligt eftersom ledningen i stort skall kunna vara självgående. Vidare så har Pegroco en särskild avdelning som arbetar med management-consulting och som är aktiva i deras förvärvsbolag.

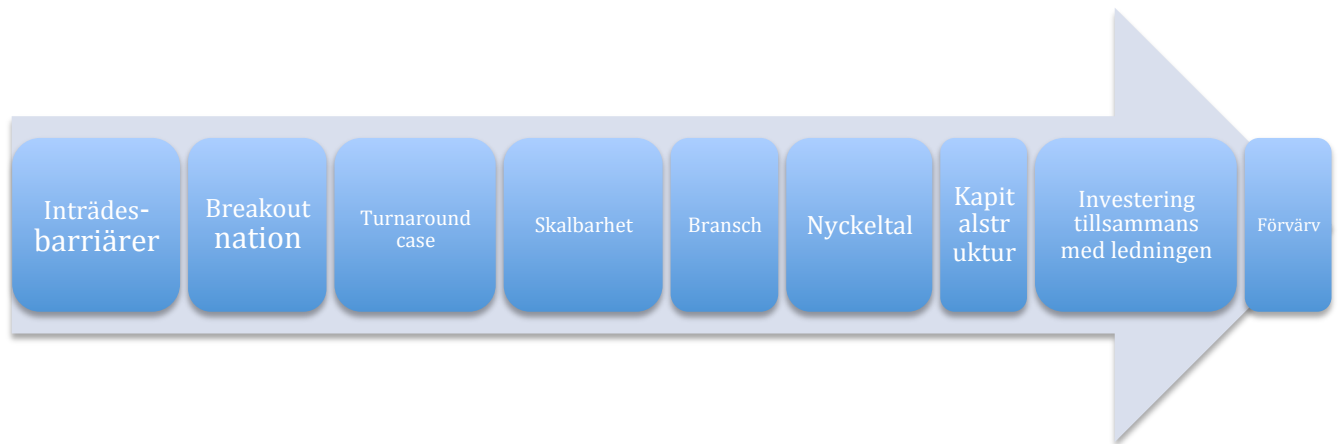
Värdeskapande i Pegrocos investeringar har uppnåtts genom att fokusera på investeringar där de har haft möjlighet att få hävstång genom sina styrkor: operationell och finansiell erfarenhet likväl som ett starkt företagsnätverk. Kombinationen av industriell och finansiell erfarenhet har varit väldigt framgångsrik och gett goda resultat. Ifall något fungerar i Sverige så ska man alltid försöka expandera till Skandinavien, Europa och slutligen om möjligt globalt.

Sammangående är nyckeln inom detta resonemang. När de förvärvar ett företag så har de ofta tidigare identifierat olika potentiella sammangående som exempelvis kan vara betydande konkurrenter eller företag med utökad teknologi.

### *4.3.3 Exit*

De har en uttalad exit-horisont men den tenderar att bli längre eftersom det är svårt att förutsätta att allt ska gå enligt plan. Det finns egentligen aldrig någon standardiserad strategi för en exit. Det hela handlar om att analysera det erbjudandet eller värde som bolaget besitter idag och fundera på vad som ytterligare kan tillföras. Eftersom de investerar sina egna pengar så behöver de inte vara lika kortsiktiga med sin investeringshorisont eller ha interna krav på maximal investeringslängd. I dagsläget har de många investeringar som överstigit sju år. Peter menar att det är en stor styrka de har med tanke på att stora förändringar tar lång tid att genomföra. Därför är det en svaghet att ha som mål att göra en exit efter 4-5 år, som är vanligt för renodlade PE-bolag.

Han tar upp ComHem som ett exempel som har haft många olika ägare och förfinats bit för bit under varje år, men som därmed är väldigt kapitalkrävande eftersom det är ett välskött företag. Därför kan det finnas större utvecklingspotential och större vinster att göra i svårare branscher där mindre utvecklade företag återfinns.



Figur 4. Vår tolkning av Peters investeringsmall

## 5. *Analys*

### 5.1 *Förståelse och inträdesbarriärer*

När Arne Karlsson och David går igenom urvalsprocessen så granskar de normalt cirka 200 respektive 200-250 företag per år. David betonar att de vill investera i företag som de förstår. De vill begripa företaget på en djup nivå och vill även ha en klar syn om hur organisationen kommer att se ut i framtiden. Även Peter betonar uttryckligen hur viktigt det är att klarligen förstå vilket projekt man ger sig in i. De vill göra en så noggrann analys av företaget som möjligt där de vill få en tydlig insikt om eventuella hot och möjligheter. David framhåller att han försöker analysera ett bolags inträdesbarriärer och ser detta som fundamentalt för hans investeringsfilosofi. Betydande inträdesbarriärer kan enligt David innebära: skalfördelar, nätverkseffekter, kundnärhet, patent eller teknologi. Peter resonerar liknande David om vilken oerhört avgörande betydelse det är att företaget som analyseras har omfattande inträdesbarriärer. Han förklarar att inträdesbarriärer kan innebära att ett företags verksamhet är kostsam beroende på stora initiala investeringskostnader, något han benämner ”investeringsstungt”. Även ”tillståndstunga” och ”kompetenstunga” företag har inträdesbarriärer, liksom företag som sitter på djupa långa kund-kontrakt eller särskilda regleringar.

Arne framhäver att en kriteriemall som används när Ratos analyserar ett företag är vart företaget befinner sig i värdekedjan. Han förklarar att det kan bli motigt för företag i vissa utsatta delar av värdekedjan och vid en sämre konjunktur blir detta extra tydligt.

#### 5.1.1 *Bransch*

Arne benämner sin investeringsfilosofi gällande branschval som att de är kreativa opportunisterna. Det innebär att de i princip investerar oavsett bransch. Arne poängterar dock att de ser det som fördelaktigt att investera i exempelvis bolag inom bygg- och verkstadsindustrin och att de försöker undvika konjunktur känsliga bolag samt olika kontroversiella branscher. På liknande sätt resonerar Peter att de föredrar investeringar i industriföretag och tjänsteföretag. David ser

teknikbolag som högriskinvesteringar. Branscher som kräver ständig teknologisk utveckling. Detta går väl i hand med Bruner (2004) resonemang om att investeringar med fördel sker i stabila branscher med låg teknikutvecklingshastighet. David anser också att IT medför en hög risk där det ofta finns kompetent personal inom teknologin men där det affärsmässiga ibland saknas, branschen kan även vara för svår och komplicerad för en ekonom att förstå.

Life science är något alla intervjuobjekten har respekt för och försöker undvika bl.a. för dess oberäkneliga framtid. Peter framhåller dock i slutändan att situation och potential ofta är viktigare än bransch.

### *5.1.2 Turnaround case*

Arne ser det som effektivt att investera i så kallade turnaround case, som de försöker hitta i marknadsledande företag som behöver göra strukturrationaliseringar. De flesta av bolagen har varit organisationer där ledningen i bolagen inte har varit optimal. Då har de tillsammans med ledningen vänt den negativa trenden. Denna typ av framgångsrika investeringar går emot Bruner (2004), som hävdar att PE-bolag gärna går in i bolag med kompetent ledning. Peter resonerar liknande att vissa bolag exempelvis kan ha ett kapital- eller strategiskt förändringsbehov. Han vidareutvecklar att det sällan är lönsamt att investera i perfekta bolag då potentialen redan är uppnådd. Då finns det inget att tillföra. De analyserar ett bolags pris och jämför sedan detta med ett bolags potential. Är potentialen värd betydligt mer så är risken reducerad. Detta överensstämmer med Haspeslagh & Jemison (2014) resonemang om att bolag ofta blir uppköpta beroende på att priset på förvärvsbolaget är undervärderat i relation till framtida värdemässiga förväntningar. Även David medger att inom PE så kan det vara en fördel att investera i ofärdiga bolag där fulländad kapacitet inte är realiserad.

### *5.1.3 Makroekonomi*

David investerar gärna i så kallade "breakout nations" som är länder som vill få välstånd. Han framhåller att den sekulära tillväxten i landet med en utvecklande marknadsekonomi är väldigt viktigt. Detta kan vara mycket effektivt då det kan ge en hävstångseffekt när landet fattar de rätta marknadsekonomiska reformbesluten för en väl fungerande marknad. Arne resonerar på

ett liknande sätt fast med en lite annorlunda infallsvinkel. De tittar på tillväxt-case och makrotrender där företag med anledning av den nationalekonomiska utvecklingen i världen gynnas av råvarubehov och specifika nationers tillväxt. Även Peter analyserar att investeringar fördelaktigt kan ske i nationer där BNP/Capita ökar. Han poängterar dock att det kräver ett bra nätverk med specialister på olika marknader. Även Arne resonerar hur viktigt det är med ett nätverk av duktiga specialister, vilket han anser är av avgörande betydelse. Detta överensstämmer med Berg & Gottschalg, (2004) resonemang om PE-bolags betydande nätverk av specialister.

#### *5.1.4 Nyckeltal och matematiska modeller*

David anser att nyckeltals-analyser är av väsentlig betydelse. Balansräkningen och enterprise value är essentiell vid en analys av ett förvärvsbolag. Ett viktigt mått är likaså EV/EBITDA. Även Peter betonar att goda bruttomarginaler är av yttersta relevans, det leder till en mycket stor hävstång. Får man också volymer, så blir det en riktig kassako. David tittar på owner's earnings, d.v.s. den delen av vinsten som ett företag kan dela ut och tre andra väsentliga mått. Först och främst marginalerna i förhållande till konkurrenterna. Vilket betyder att de har inträdesbarriärer så att de kan ta bättre betalt utan att förlora kunder. Det andra är räntabilitet på totalt kapital (ROA) och räntabilitet på eget kapital (ROE). Dessa ska bedömas i förhållande till konkurrenterna, inte som enskilda mått. Det är också viktigt att se om marknadsandelarna ökar eller minskar. Hittar man ett företag med tillväxt av marknadsandelar och goda marginaler inom ROA eller ROE så är företaget med största sannolikhet på rätt spår. Vidare så tror David inte på att förlita sig enbart på matematiska modeller, t.ex. Capm som antar en perfekt marknad med rationella investerare, då skulle han inte ha några intressanta investeringsmöjligheter. Även Peter är skeptisk mot matematiska formler baserade på historisk data.

#### *5.2 Ägandeperiod*

Även om vi i empiridelen har intervjuat tre olika personer så ser vi att deras tänk och organisation påminner väldigt mycket om varandra. Nedan så kommer vi att diskutera några av

de punkter som har mest inflytande vid investeringar och värdeskapande enligt den information vi fått från våra intervjuer.

### *5.2.1 Management*

Hur de olika personerna vi intervjuat ser på management är på det stora hela liknande. Alla tre belyser vikten av att få hela företaget att arbeta efter en tydlig affärsidé mot samma mål. Det råder dock olika uppfattningar om hur mycket aktivt ägande som ska implementeras. Generellt så kan det sammanfattas enligt teorin som Gertner et.al (1996) har beskrivit, att aktivt ägande främst ska främja effektivisering och kostnadsreducering. Arne menar att tydligt aktivt ägande är extremt viktigt i deras sätt att utveckla företag medan Peter och David, som visserligen har arbetat mycket med aktivt ägande i förvärvsbolag, mer och mer har börjat gå mot en roll som bollplank och rådgivare gentemot förvärvsbolaget istället för att gå in och styra med hela handen. De är överens om att långsiktigheten är det viktiga och att förvärvsbolaget i stort på egen hand klarar av att hantera det som krävs i den ständigt föränderliga affärsvärlden vi lever i nu, men med uppbackning från PE-bolagen.

Arne och Peters företag är vana vid att gå in som managementkonsulter och med sina breda erfarenheter, kunskaper och nätverk rationalisera och styra upp förvärvsbolagen. Vidare så betonar Arne att ett noggrant val av VD är extremt viktigt då det är deras sätt att försäkra sig om att denne agerar i enlighet med styrelsen och ägarnas vilja.

Arne har på Ratos särskilda avdelningar managementkonsulter som har stora erfarenheter av företagsutveckling. De har genom sitt breda nätverk och kunskaper möjligheten att implementera olika modeller och strategier och genom sitt anlitanade av utomstående experter inom olika områden ser de till att alltid vara uppdaterade med den senaste kunskapen och teknologierna.

Peter och hans kollegor ser inte sig själva som ett investeringsbolag utan mer som ett affärsutvecklande bolag. Peter har som krav att deras investering skall ske tillsammans med ledningen för förvärvsbolaget, och på så sätt få ledningen att arbeta och fatta beslut som är i enlighet med företagets uttalade plan och målsättning. En annan fördel med att investera

tillsammans med ledningen är det som Harlow & Howe (1993) tar upp när de diskuterar asymmetrisk information och undervärdering, de menar att företagsledningar oftast besitter unik information som är ovärderlig för företaget. Genom en engagerad och förpliktigad ledning genom incitamentsprogrammen, så är det ett sätt för dem att minimera sina risker vid investeringar i enlighet med Jensen & Mecklings (1976) teori om hur företag minimerar agentkostnader. Peter menar också att genom en investering tillsammans med ledningen så behåller man den företagsamma andan vilket är något som Peters företag alltid har som krav eller mål att eftersträva då det ökar engagemanget och arbetsviljan. Detta går starkt i enlighet med Bruton, et al. (2002) som menar att agentkostnader uppkommer då ägare inte är de som kontrollerar eller fattar företagets operativa beslut.

Våra intervjuobjekt ser olika på incitamentsprogram och har olika preferenser för det. Peter och hans företag går i Alvesson & Svingsson (2007) spår som innebär implementering av incitamentsprogram och menar att det är deras metod för att minska agentkostnader. David menar att bonussystem är komplext, och egentligen bara bör baseras på sådant som är mätbart. Ska en ledning vara kreativ och fatta rationella beslut så är det inte säkert att incitament i form av bonus kommer att förbättra dessa egenskaper. David lägger istället den största vikten vid att skapa en stark företagskultur som alla i företaget kan identifiera sig med, incitamentsprogram och bonussystem kommer i andra hand. Arne resonerar istället att incitament inom PE är mycket väsentligt då konkurrensen om duktig personal är stenhård och incitamenten är deras sätt att få så bra kompetens som möjligt.

### *5.2.2 Kapitalstruktur*

Våra intervjuobjekt är överens om att det är lätt att se om ett företag har en felaktig kapitalstruktur och kanske det första man analyserar för att få en bra bild av företaget. Detta går väl i hand med Berg & Gottschalg (2004) som menar att PE-bolag ofta har bättre kunskaper inom kapitalstruktur. Alla respondenter är överens om att det är en baskunskap inom deras yrke att kunna förbättra och förändra kapitalstrukturen. Grammatikos, et al. (1988) lyfte fram de skattemässiga fördelarna företag kan få genom en förändrad kapitalstruktur. Det är dock sällan ett enskilt argument att investera i ett bolag på grund av dess dåliga kapitalstruktur men det förekommer bland PE-bolag. David anser att PE-bolag kan uppnå låg risk genom att minimera



det egna kapitalet, och med dagens ränteläge istället öka belåningen. Peter är inne på samma spår då han menar att olika typer av kapital kostar olika mycket och att det egna kapitalet idag kostar betydligt mer än banklånen, därför finns det ingen anledning att ligga inne med ett stort eget kapital. Något som utmärker Peters preferenser om hur kapitalstrukturen ska se ut är att han även föredrar att använda sig av olika finansiella instrument såsom konvertibler och obligationer, pga. dess flexibilitet.

### *5.2.3 Förvärv & samgående*

Vikten och betydelsen av synergieffekter genom samgående och förvärv värdesätter alla intervjuobjekt högt och är en av grundidéerna för en utveckling och expanderings verksamheten. Detta stämmer väl överens med Berg & Gottschalg (2005) som menar att värdeskapande inte bara nås genom operationella förbättringar utan även genom förvärv och synergier. Förvärv och samgående är kunskaper som PE-bolag är specialiserade på och som många förvärvsföretag inte har någon kunskap eller erfarenhet av. Det finns ofta tydliga och relativt enkla genvägar att ta genom förvärv av konkurrenter som kan innebära ett utökat affärsområde.

Frensch (2007) lyfte fram vikten av synergieffekter vid förvärv vilket alla intervjuobjekt noga försöker identifiera och analysera för ett ökat värdeskapande. Enligt David så är dessa möjligheter ofta identifierade innan förvärv och är inte sällan ett enskilt argument för att investera i ett bolag och kan innebära att företag genom ett förvärv blir marknadsledande och därmed kan öka priset på produkten eller tjänsten. Genom förvärv kan företag också minska sina kostnader genom t.ex. förvärv av logistik- eller IT-system vid långsiktiga investeringar. Peter håller förvärv och samgående som hans kanske viktigaste förmåga i utvecklingen och internationaliseringen av förvärvsföretag. De är experter på att se rationaliserings- och expanderingsmöjligheter genom deras långa erfarenheter och ledande befattningar inom olika företag och branscher. I Arnes fall har han haft en tydlig strategi i sin portfölj genom att förvärva ytterligare företag till målbolaget och därmed förstärka deras marknadspositioner. Det är också viktigt att genom förvärv utöka sina eftermarknadsmöjligheter, vilket Arne har arbetat mycket med.

#### *5.2.4 Värdeskapande*

Värdeskapande sker på en rad olika sätt och kan vara svårdefinierat. Den minsta förändringen i en organisation kan leda till värdeskapande och det är oftast inte en faktor som ska förändras utan helheten och förfiningen av ett företags operativa verksamhet. Holthausen & Larcker (1996) påvisade att den operationella effektiviteten oftast ökade i samband med ett PE-bolags inträde i företag, och det är ofta den operationella effektiviteten som våra intervjuobjekt menar att de skapar värde genom att förbättra. I våra intervjuer pekar de på att det kan vara förbättring av produkter, utökning av tjänster, förändring av affärsmodellen eller förvärv och samgående som kan skapa värde till förvärvsbolaget, men att det finns flera andra faktorer och åtgärder som skapar värde. Det viktiga är inte vad eller vilken bit som förändras, utan att verksamheten och organisationen faktiskt förbättras och utnyttjas på bästa sätt. Att förändra ett företags kapitalstruktur behöver inte innebära större värdeskapande i ett förvärvsbolag än att få en tydligare företagskultur som alla i företaget accepterar och arbetar efter. Finns det möjlighet att utveckla eller förändra ett företags affärsmodell till att bli mer säljorienterade istället för att förlita sig helt på teknologi så kan detta vara nog så effektivt.

Affärsmodellen är enligt David bland det första han ser över för eventuella förändringar. Det är sällan lönsamt att ha en fantastisk teknologi om den säljs på fel sätt. Vidare så vill Peter vara så nära marknaden som möjligt och representera förvärvsföretaget för att förstå branschen och marknaden på bästa sätt. De kan tillföra värde genom att koppla samman förvärvsbolaget med Peters befintliga kontakter och på så sätt hitta rationaliserings- och effektivitetslösningar.

Även kapitaltillskott som PE-bolag kan erbjuda sina förvärvsbolag är ofta något som leder till värdeskapande på grund av flera orsaker som betonas av Arne. Förvärvsbolaget får större möjligheter till ytterligare förvärv, eftermarknadsutökning, trygghet och större möjligheter till expanderings av sin verksamhet genom en investering från ett PE-bolag.

#### *5.2.5 Nätverk*

Nätverksfördelar är något vi märkt att alla intervjuobjekt betonar noga och menar att de genom sitt breda nätverk är en optimal partner till förvärvsbolagen. Eftersom de har stor kunskap inom

många olika områden så kan de erbjuda expertis och råd inom nästan alla områden och problem ett företag kan ställas inför.

Genom deras mångåriga samarbeten och investeringar inom nästan alla branscher så menar de att de kan erbjuda företag kompletta rådgivnings- och effektiviseringsmöjligheter, eftersom de i sitt nätverk har specialister i de flesta branscher. Detta är något som Laskowski (2012) också menade var kännetecknande för PE-bolag och som bör utnyttjas i den dagliga verksamheten. Peter betonar att förvärvsbolag genom hans nätverk förenklar många diverse processer i förvärvsbolagen. Det kan röra sig om exempelvis revisions- eller juridisk kompetens. Även Copeland et.al, (1996) diskuterade värdet av att ha ett brett nätverk och genom nätverket effektivisera och förbättra sin verksamhet. David lyfte fram en viktig aspekt som är värdeskapande för sina förvärvsbolag, vilket är samarbetsviljan med utomstående företag och institutioner som medföljer till företagen vid Davids investering. Det kan exempelvis innebära att förvärvsbolagen får bättre kreditmöjligheter och kan ingå förmånligare avtal. Detta stämmer väl överens med Berg & Gottschalg (2004) teori om att PE-bolag har bättre inblick i krediter och kapitalstruktur. Vidare så kan expertisen och kontakterna som kommer utav att specialisera sig på en viss typ av bransch, såsom Peter gör med tjänsteföretag och industriföretag, innebära möjliga effektiviseringar i alla led till fördel för förvärvsbolaget.

Nedan följer vår tolkning av vad nedan branschexperter betonar är viktigt inom företagsvärdering. Vi har inte på alla punkter kunnat kopplat vår empiri med finansiell teori. Röd text är inte bemött i vår teoridel.

Företagsvärdering, investeringskriterier	Peter Sandberg	Arne Karlsson	David
Analys av nyckeltal	x		x
Matematiska modeller			
Liten skuld, kapitalstruktur	x	x	x
Låg teknik-utvecklings-hastighet	x		x
Undervärderade bolag	x	x	x
Synergimöjligheter	x	x	x
Förståelse för företaget och branschen	x	x	x
Inträdesbarriärer	x	x	x
Makroekonomiska effekter	x	x	x
Turnaroundcase	x	x	x
Skalbarhet	x	x	

Figur. 5 Företagsvärdering

Nedan följer vår tolkning av vad nedan branschexperter betonar är viktigt för att skapa värde under ägandeperioden. Kopplingen mellan vår empiri och finansiell teori är tydlig. Röd text är inte bemött i vår teoridel.

Värdeskapande under ägandeperiod	Peter Sandberg	Arne Karlsson	David
Kapitalstruktur	x	x	x
Nätverk	x	x	x
Tydlig äganderoll		x	
Samspel med ledningen	x	x	x
Förvärv och samgående	x	x	x
Operationell effektivitet	x	x	x
Marknadstiming, avyttring	x	x	x
Företagskultur	x	x	x

Figur 6. Värdeskapande under ägandeperioden

## *6. Slutsats*

### *6.1 Slutsatser från denna undersökning*

Avsikten med vår uppsats var att undersöka hur PE-bolag resonerar när de utvärderar tänkbara bolag att investera i genom sina investeringskriterier. Vi ville även få en djup insikt i vilka metoder de tog i anspråk för att öka bolagens värde under ägandeperioden.

Vi fann att de investmentbolag samt den branschexpert som vi undersökte i stort hade liknande investeringskriterier. Mestadels användes analytiska och kvalitativa utvärderingar av bolagen snarare än matematiska avkastningsmodeller. Bolag bedömdes främst efter deras betydande inträdesbarriärer och unika strategiska position. Kvalitéer som var väsentliga ur ett investeringsperspektiv var exempelvis bolag med skalfördelar, särskilda tillstånd, kundnärhet, svårutvecklad teknik eller kompetens- och investeringstyngd. Dessa bolag är mycket svåra att kopiera och ger därmed god avkastning.

Vi fann även att investmentbolagen värdesatte en djup förståelse av nyckeltal, samt insikt om vilka av dessa som var av särskild väsentlig betydelse. Det var även viktigt att nyckeltalen skulle bedömas gentemot branschkonkurrenter. Inte som enskilda mått.

Vi kom underfund med att under förhållanden då investeringar skedde i bolag med kort placeringshorisont så var kompletta bolag sällan lönsamt att investera i. Inom PE så kan det istället vara fördelaktigt att investera i bolag där situationen inte är optimal.

De analyserar ett bolags pris och jämför sedan detta med en utvecklingspotential förutsatt specifika åtgärder. Är potentialen värt betydligt mer än priset så är risken reducerad och en god investeringsmöjlighet öppnar sig.

Därtill så fick vi insyn i att investeringar med fördel kan ske i nationer där bruttonationalprodukten ökar och där det sker en utveckling av marknadsekonomin. Genom att analysera dessa nationalekonomiska mått så kan accelerationseffekter erhållas vid investering. Dessutom kan en högre värderingsmultiplikation fås inom de sektorer där det är extra stor tillväxt. Förutsättningen är att landet fattar de rätta marknadsekonomiska reformbesluten för en väl fungerande marknad.

Vi kunde även se att det investmentbolagen tillför under ägandeperioden är gedigen kunskap inom strategi. Det är viktigt att ledningen utarbetar en affärsplan och modell för hur företaget ska arbeta som en gemensam enhet. De lägger även stor vikt vid att skapa en stark företagskultur som alla i företaget kan identifiera sig med.

Något som även lyftes fram var kunskapen PE-bolag innehar inom kapitalstruktur vilket ofta är bristande inom många organisationer. Genom specifik kapitalstruktur så uppnås skattemässiga fördelar. Ökad skuldsättning genererar ökade ränteavskrivningar vilket kan vara en viktig källa till vinster. Vidare eftersom marknaden ofta sätter samma P/E-tal vid en belånad vinst som vid en obelånad, så kan hela vinsten plockas ut och nya lån upptagas. PE-bolagen tar därmed ut det egna kapitalet och ökar belåningen inför avyttring.

Angående förvärv och sammangående så betonades vikten av synergieffekter som kan uppnås vid ett väl genomfört sammangående. När PE-bolag förvärvar ett företag så har de ofta tidigare identifierat olika potentiella sammangående, som exempelvis kan vara betydande konkurrenter.

Resultatet av intervjuerna var att vi fick en mycket djup insyn om hur PE-bolag fungerar. Vi medger dock att vi inte kan utesluta att viss form av intervjuareffekter eller tolkningsproblem kan ha förekommit. Vi var dock på bästa möjliga sätt inlästa på vårt ämne inför intervjuerna så att vi kunnat undvika dessa problem så gott det går.

Eftersom undersökningen gäller ett mindre antal intervjuer så blir inte resultaten generaliserbara för alla PE-bolag, utan mestadels indikativa för de branschexperter vi undersökt och intervjuat. Vi anser dock att vår uppsats har varit oerhört givande för oss och vi hoppas att även läsaren genom vårt material får en ökad kännedom och förståelse för vad som ofta kännetecknar framgångsrika PE-bolag.

## *6.2 Förslag till vidare forskning*

Med facit i hand så är det naturliga förslaget på ytterligare forskning att utöka antalet intervjuer för att kunna få en ännu bredare generell bild av hur PE-bolag arbetar och vad som skiljer dem åt. Vidare så hade det varit till stor nytta att göra liknande intervjuer med de svenska PE-

bolagens motsvarigheter i andra länder och utvärdera om det finns något svenska PE-bolag kan dra lärdom av.

Eftersom vår uppsats behandlar investeringskriterier och värdeskapande ur ett investerarperspektiv, så hade det också varit givande att ur ett förvärvsbolags perspektiv få uppfattningen om vilka förändringar som skett. Genom en sådan undersökning, fås förutom ett andra perspektiv, också större möjligheter till att identifiera och analysera de negativa aspekterna med en investering från ett PE-bolag.

## 7. Referenslista

Arundale, K., 2001. *What Private Equity investments are being made in Europe, who is investing and how are they doing?* Journal of asset management vol. 3, 1, pp 17-28.

Bain & Company, *bain.com* 2014-03-26

Barber, F. & Goold, M., 2007. *The Strategic Secret of Private Equity*, Harvard Business Review, September 2007, pp. 53-61.

Berg, A. & Gottschalg, O., 2004. *Understanding Value Generation in Buyouts*. Journal of Restructuring Finance, 11(2), pp. 15-16.

Beroutsos, A., Freeman, F. & Kehoe, C., 2007. *What Public Companies Can Learn from Private Equity*. McKinsey on Finance (22), pp. 1-6.

Blom, M., Stafsudd, A. & Kärreman, M., 2007. *Corporate Governance – Ägare och direktörer*. I Alvesson, M. & Sveningsson, S. Organisationer, ledning och processer. Lund, Studentlitteratur.

Bruner, R.F., 2004. *Applied Mergers and Acquisitions*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, pp. 394.

Cao, J. & Lerner, J., 2009. *The performance of reverse leveraged buyouts* Journal of Financial Economics Volume 91, Issue 2, pp 139–157.

Copeland, T.E., Koller T. & Murrin J., 2000. *Valuation, measuring and valuing the value of companies*. John Wiley & sons

Cumming, D., Siegel, Douglas S., & Wright, M., 2007. *Private Equity, leveraged buyouts and governance*. *Journal of Corporate Finance*, No. 13 s.439–460

Damodaran, A., 2006. *Applied Corporate Finance – A User's Manual*. John Wiley and Sons Ltd, UK

Degeorge, F. & Zeckhauser, R., 1993. *The reverse LBO decision and firm performance: theory and evidence*. Journal of Finance, vol. 48(4), pp. 1323-1348.

Denscombe, M., 2000. *Forskningshandboken – för småskaliga projekt inom samhällsvetenskapen*. Studentlitteratur AB

Dubois, A. & Gadde, L.-E., 2002. *Systematic combining: an abductive approach to case research*. Journal of Business Research, Issue 55, pp. 553– 560.



Easterwood, J.C., Seth, A., Singer, R.F., 1989, *The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction*. California Management Review; Vol. 32, No. 1, pp. 30-43

Eriksson, L.T & Wiedersheim, P.F., 1997. *Forskningsmetodik om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund, Studentlitteratur.

Eriksson, Md, 2012, [www.Bequoted.com](http://www.Bequoted.com)

Eqt.se, 1999, 2014-05-01

Frensch, F., 2007. *The social Side of Mergers and Acquisitions : Cooperation relationships after mergers and acquisitions*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden

Gertner, R., and S. Kaplan. 1996. "The Value -Maximizing Board." Working Paper, University of Chicago.

Grammatikos, T., Makhija, A., Thompson, H., 1988. *Financing Corporate Takeovers by Individuals Seeking Control*. Managerial and Decision Economics, Vol. 9, No. 3, pp 227-235

Harlow, W.V. & Howe, J.S., 1993. *Leveraged buyouts and insider nontrading*. Financial Management 22, pp. 109-118.

Haspeslagh, P.C. & Jemison, D.B., 1991. *Managing Acquisitions- Creating Value Through Corporate Renewal*. The Free Press, New York.

Hammar, I, 2008, [www.realtid.se](http://www.realtid.se) 2014-04-05

Hammar, I, 2010, [www.realtid.se](http://www.realtid.se) 2014-04-06

Jensen, M., 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*. The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

Jensen, M., 1989. *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol.2, No. 1, pp. 35-44.

Jensen, M., 1991. *Eclipse of the Public Corporation*. The McKinsey Quarterly, No. 1, pp. 117-144.

Kaplan, S., 1989. *Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value*. The journal of Finance, Vol. 44, No. 3, pp. 611-632.

Kaplan, S., 1989. *The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value*. Journal of Financial Economics, Vol. 24, No. 2, s. 217-254.

Kaplan, S., 1989. *Campeau's acquisition of Federated – value destroyed or value added*. Journal of Financial Economics 25, pp. 191-212. North-Holland

Kaplan, S. N., Strömberg, P., 2009. *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1, s. 121–46.

Landberg, R, 2006, [www.affarsvärlden.se](http://www.affarsvärlden.se)

Laskowski, D.A.A., 2012. *How changes in managers' sensemaking influence a strategic change: strategizing in a private equity context*. Studentlitteratur, Stockholm, Stockholm School of Economics.

Leifland, C, 2014, [www.riskkapitaltidningen.se](http://www.riskkapitaltidningen.se)

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

Nowak, E., Knigge, A. & Schmidt, D., 2004. *On the Performance of Private Equity Investments: Does Market Timing Matter?* EFMA 2004 Basel Meetings Paper, Basel.

Olsen J., 2003. *Note on leverage buyout*, Tuck School of Business at Dartmouth, Center for Private Equity and entrepreneurship.

Opler, Titman, S., 1993. *The determinants of leverage buyout activity: Free cashflow vs. Financial distress costs*. The journal of finance vol 48 no 5, pp, 1985-1999.

Patel, R & Davidsson, B., 1991. *Forskningsmetodikens grunder*. Lund, Studentlitteratur

Pettersson,U, 2012, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se)

Pindur, D., 2007. *Value Creation in Successful LBOs*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, GMW Fachverlage GmbH.

Ratos, Årsredovisning, 2012 och 2006

Smith, A., 1990. *The Effect of Leveraged Buyouts*. Business Economics, Vol, 2, No. 2, pp. 19-25.

Svenning, C., 2003. *Metodboken*. Eslöv: Lorentz Förlag

Trost, J., 2005 *Kvalitativa Intervjuer*. Författaren och Studentlitteratur

Valuta.se, 2006, 2014-05-05

Weir, C., Lang, D. & Wright, M., 2005. *Undervaluation, Private information, agency costs and the decision to go private*. Applied financial economics No. 15 pp. 947-961.

Wiedersheim, P.F. & Eriksson, L.T., 1991. *Att utreda forska och rapportera*. Almqvist, förlag AB, Malmö.

## 8. Appendix

### 8.1 Intervjuguide

- Kort beskrivning av intervjuobjektets yrkesbakgrund
- Beskrivning av företaget intervjuobjektet arbetar på
- Beskrivning av företagets verksamhet och dess koppling till PE

#### Investeringskriterier

- Branscher
- Kapitalstruktur
- Marknadstiming
- Management
- Nyckeltal
- Investeringskriterier beroende på bransch
- Avgörande faktorer vid bolagsanalys

#### Förvärv

- Generell strategi vid förvärv
- Finansiering av förvärv
- Fördelar och nackdelar mellan privata och publika bolag
- Förberedelse inför övertaganden, pre-aquisition

#### Ägandeperiod

- Strukturella förändringar
  - Styrelse
  - Management
  - Incitamentsprogram
  - Operativa verksamheten
  - Olika mellan branscher?
  - Affärsmodell
- Bolagsstyrning, generellt eller ”företagsanpassad”
- Aktivt ägande och målsättningar
- Värdeskapande generellt
- Förvärv, samgående och synergieffekter
- Nyckeltal
- Entreprenörsanda
- Nätverk

#### Exit

- Exitstrategi