



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

**Private Equity - En kvalitativ studie om hur bolagsstyrning
skapar värde i portföljbolag**

**Private Equity - A qualitative study of how corporate governance creates value in
holding companies**

Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell Ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Vårterminen 2014

Handledare: Hans Jeppsson

Författare: Jonatan Holmqvist 890518

Tobias Johannisson 890304

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Private Equity – En kvalitativ studie om hur bolagsstyrning skapar värde i portföljbolag

Seminariedatum: 5 juni 2014

Ämne/kurs: FEG314, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng

Författare: Jonatan Holmqvist och Tobias Johannisson

Handledare: Hans Jeppsson

Nyckelord: Private Equity, Corporate governance, Industriellt värdeskapande, Styrningsmedel, Portföljbolag, Buyout.

Syfte: Undersöka de styrningsmedel och den kompetens PE-bolag tillför i sina portföljbolag genom aktivt ägarskap för att skapa tillväxt.

Metod: En kvalitativ studie med intervjuer som huvudsaklig datainsamling.

Teoretiska perspektiv: Corporate governance och relevanta teorier inom det ämnet så som agentteorin, styrelsearbete och styrning av företagsledning redogörs. Även relevant tidigare forskning redovisas i teoriavsnittet.

Empiri: Det empiriska materialet består av tre utförda intervjuer samt insamling av data från de undersökta PE-bolagen samt sex olika portföljbolag.

Slutsats: De styrningsmedel som används i de PE-bolag vi undersökt går att koppla starkt till både teori inom corporate governance samt tidigare forskning inom ämnet. De styrningsmedel som används är tydlig ägaragenda och strategi, grundlig förvärvsprocess, nyttjande av extern kompetens, aktivt ägarskap via styrelsearbete och införande av incitamentsystem.

Abstract

Title: Private Equity – A qualitative study of how corporate governance creates value in holding companies

Seminar date: 5th of June 2014

Course: FEG314, Bachelor thesis, Business administration, 15 University Credits Points

Authors: Jonatan Holmqvist and Tobias Johannisson

Advisor: Hans Jeppsson

Key words: Private Equity, Corporate governance, Industrial value creation, Governance mechanisms, Holding company, Buyout.

Purpose: To examine the governance mechanisms and the competence PE-firms adds to their holding companies through an active ownership in order to create growth.

Methodology: A qualitative study with interviews as its main source of data.

Theoretical perspectives: Corporate governance and relevant theories within that subject such as agent theory, board of directors and management. Previous research within the subject will also be presented.

Empirical foundation: The empirical foundation consists of three conducted interviews and data collected from the chosen PE-firms as well as six different holding companies.

Conclusions: The governance mechanisms used in the PE-firms we have chosen are strongly related to both theories within corporate governance as well as previous research on the subject. The governance mechanisms being used are an explicit owners agenda and strategy, a thorough acquisition process, usage of external competence, active ownership through the board of directors and the insertion of incentive systems.

Förord

Det har varit intressant och lärorikt att skriva en kandidatuppsats om Private Equity. Vårt stora intresse för vårt valda ämne har drivit oss framåt liksom våra goda kontakter samt vår noggranna planering och inte minst vårt goda samarbete.

Först vill vi tacka Allan Engström från Valedo Partners, Hans Karlander och Gustav Ruda från Karnell samt Louise Nilsson från Priveq Investment för att ha bidragit med betydande material under intervjutillfällena. Ett stort tack riktas också till Jan Sundqvist från Coeli samt Bo Söderberg från Nordic Capital som bidragit med viktiga synpunkter på både upplägg och intervjufrågor. Främst av allt vill vi tacka vår handledare Hans Jeppsson som ställt upp med god handledning i alla lägen. Sist men inte minst vill vi tacka vår familj och våra vänner som stöttat oss under denna period.

Göteborg i maj 2014

Jonatan Holmqvist

Tobias Johannisson

Innehållsförteckning

1	Inledning	8
1.1	Private Equity	8
1.2	Bakgrundsbeskrivning	9
1.3	Problemdiskussion	10
1.4	Forskningsfrågor	11
1.5	Syftet med arbetet	11
1.6	Val av disposition	11
1.7	Avgränsningar	13
2	Metoder och metodval	13
2.1	Beskrivning av medverkande företag och personer	13
2.1.1	Karnell	14
2.1.2	Valedo Partners	14
2.1.3	Priveq Investment	14
2.1.4	Anonymitet	15
2.1.5	Jan Sundqvist	15
2.1.6	Bo Söderberg	15
2.2	Forskningsansats	15
2.3	Undersökningsmetoder	16
2.4	Vetenskapligt förhållningssätt	17
2.5	Fallstudie	18
2.6	Urval	18
2.7	Intervjuprocessen	19
2.8	Datainsamlingsmetoder	21
2.8.1	Primärdata	21
2.8.2	Sekundärdata	21
2.9	Kvalitetssäkring av uppsatsen	22
2.9.1	Validitet	22
2.9.2	Reliabilitet	23
2.10	Källkritik	23
3	Teori	25
3.1	Teoretisk referensram	25
3.2.1	Agentteorin	25
3.2.2	Styrelsen	26
3.2.3	Företagsledning	26

3.2.4	Intressentmodellen.....	27
3.2.5	Tillämpning inom Private Equity.....	28
3.3	Tidigare forskning	28
3.3.1	Eclipse of the public corporation	28
3.3.2	Corporate governance and Value Creation: Evidence from Private Equity	29
3.3.3	Bidrag från McKinsey & Company.....	31
4	Empiri.....	33
4.1	Intervju med PE-bolag X.....	33
4.1.1	Förvärvsprocess.....	33
4.1.2	Arbetsätt.....	34
4.1.3	Exitstrategi	37
4.1.4	Case.....	38
4.1.5	Granskning av portföljbolag.....	39
4.2	Intervju med PE-bolag Y	40
4.2.1	Förvärvsprocess.....	40
4.2.2	Arbetsätt.....	40
4.2.3	Exitstrategi	42
4.2.4	Case.....	42
4.2.5	Granskning av portföljbolag.....	44
4.3	Intervju med PE-bolag Z	44
4.3.1	Förvärvsprocess	45
4.3.2	Arbetsätt.....	45
4.3.3	Exitstrategi	49
4.3.4	Case.....	49
4.3.5	Granskning av portföljbolag.....	50
5	Analys	51
6	Slutsats och framtida forskning.....	55
6.1	Slutsats.....	55
6.2	Förslag till framtida forskning	57
7	Referenser	58
6.1	Litteratur	58
7.2	Elektroniska referenser	60
8	Bilagor	I
6.1	Intervjufrågor.....	I

Figurförteckning

Figur 1: Investeringskategorisering av riskkapital samt investeringskategorisering av Private Equity.....	s. 8
Figur 2: Empirisk och analytisk omfattning av studien.....	s. 12
Figur 3: De tre källor som värdeskapande härrör från.....	s. 31

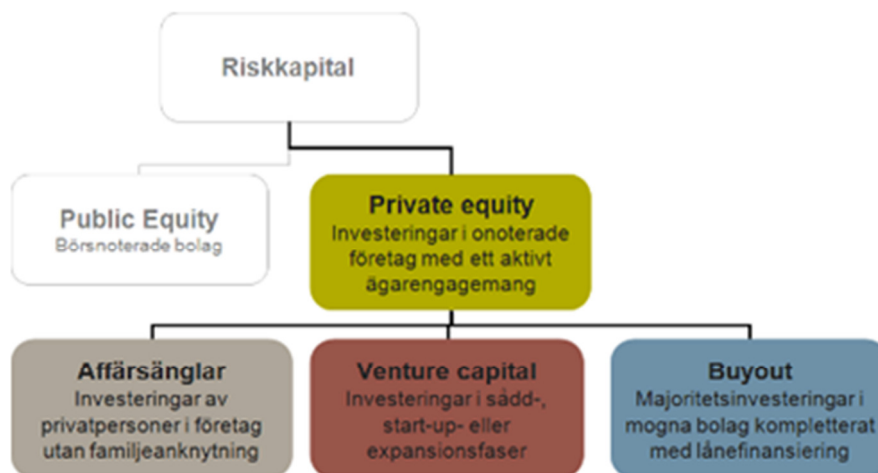
1 Inledning

I inledningsavsnittet presenteras en bakgrundsbeskrivning som förklarar Private Equity-barnsken samt bakgrunden till problemet. Därefter redovisas en problemdiskussion som i sin tur leder fram till forskningsfrågorna och syftet med uppsatsen. En disposition över uppsatsen kommer att presenteras samt studiens avgränsningar.

1.1 Private Equity

Private Equity är benämningen på köp av aktier i onoterade bolag. Fortsättningsvis i uppsatsen kommer Private Equity att benämnas med förkortningen PE. Målet för ett PE-bolag är alltså att köpa en större andel aktier i ett företag, skapa en värdeökning av bolaget och sedan avyttra sina aktier för att göra en vinst. Ett företag som helt eller delvis ägs av ett PE-bolag benämns som portföljbolag. PE-bolaget är ofta involverat i flera företag, också sett som investeringsobjekt. Portföljbolaget utgör en delinvestering i PE-bolagets investeringsportfölj som även kan benämnas som PE-fond alternativt riskkapitalfond (Finansdepartementet, 2004).

Figur 1: Investeringskategorisering av riskkapital samt av Private Equity.



Källa: SVCA (u.å.)

Dessa portföljbolag kan skiljas mycket åt i både storlek, bransch och skede i dess livscykel. Investeringar som görs i bolag som befinner sig i ett väldigt tidigt skede av sin livscykel kallas för Venture Capital. Dessa bolag befinner sig ofta i en uppstart- eller expansionsfas. Investeringar som görs i mer mogna företag med utvecklingspotential och behov av aktiva ägare som kan bidra med nödvändiga finansiella medel benämns som Buyout. Det finns

ytterligare en investeringsform där enskilda entreprenörer investerar eget kapital i utveckling av nya företag som kallas affärsänglar (SVCA, u.å.).

Investeringarna anses alltid vara tidsbegränsade med tydliga mål för när portföljbolagen skall säljas. Investeringarna är inte endast finansiella utan PE-bolagen bidrar även med ett aktivt ägarskap där de oftast tar plats i styrelsen. På så sätt bidrar de med kompetens om hur bolaget skall drivas för att maximera värdeskapande i bolaget och på så vis maximera sin egen vinst. Tidshorizonten för PE-bolagens investeringar är vanligtvis fem till tio år, varefter innehaven avyttras, antingen i form av börsnotering även kallat IPO (Initial Public Offering), vidareförsäljning till ett annat PE-bolag eller försäljning till industriella köpare. När PE-bolaget avyttrat portföljbolaget och slutfört investeringen har PE-bolaget genomfört en så kallad "exit" (Finansdepartementet, 2004).

The Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA) även kallat Svenska Riskkapitalföreningen menar att företag behöver olika sorters ägare vid olika skeden av sin livscykel. Private Equity hävdas därför vara ett viktigt organ för många företag. Små entreprenörsdrivna företag behöver kapital och kompetens för att kunna utvecklas och växa. Större och mer etablerade bolag behöver Private Equity för att kunna ta sig till nästa nivå som till exempel internationell expanderings eller produktutveckling (SVCA, u.å.).

1.2 Bakgrundsbeskrivning

Private Equity har fått en hel del negativ publicitet i media de senaste åren, främst via kritik mot bolag såsom Carema (Svenska Dagbladet, 2011, Dagens Nyheter, 2011) och John Bauer (Expressen, 2014, Aftonbladet, 2011). Ägarna har bland annat kritiserats för att agera kortsiktigt, endast tillföra finansiella medel, skatteplanera och minimera kostnader. Samtidigt har Dagens Nyheter (2011) gjort en undersökning som visar att PE-fonder under de senaste tio åren haft en 15-20 % högre snittavkastning än ett brett börsindex. Dessutom visar en studie som SVCA utfärdat 2011 att PE-ägda bolag uppvisar både en större värdeökning, högre omsättningstillväxt samt en högre personaltillväxt än bolag som inte är PE-ägda. Ytterligare forskning som påvisar att PE-bolag presterar bättre än icke PE-ägda bolag är Acharya et al. (2009). Detta presenteras utförligare i teoriavsnittet under tidigare forskning. Detta lyfter frågan om vad ett PE-bolag faktiskt tillför i ett portföljbolag och hur det skapar värde.

Det finns två olika sätt att skapa värde i ett portföljbolag berättar Jan Sundqvist, VD på Coeli Private Equity Management AB. Det kan göras antingen genom att tillföra finansiella medel eller industriella medel. Värdeskapande genom industriella medel åsyftas det värde som skapas i ett bolag som inte endast kommer från tillförande av kapital. Industriellt värdeskapande handlar framför allt om att tillsätta kompetens till portföljbolaget för att utveckling och tillväxt skall ske på bästa sätt. Det kan innefatta att tillsätta personer i bolagets styrelse som har den branschspecifika kompetens som bolaget behöver för att kunna utvecklas, att tillsätta en kompetent ledning eller sätta upp en tydlig strategi.

1.3 Problemdiskussion

Bilden som media har av PE verkar inte alls stämma överens med vad tidigare forskning inom området har. Exempel på denna tidigare forskning är; Jensen (1989), Acharya et al. (2009) samt Heel & Kehoe (2005) som beskriver bland annat hur värdeskapande kommer från operativa hållbara förbättringar och utveckling av bolagen. Vi ansåg det då relevant att undersöka hur svenska PE-bolag arbetar för att skapa värde i sina portföljbolag. Detta för att se om tidigare forskning som gjorts på andra marknader även stämmer överens med hur svenska PE-bolag agerar eller om media har rätt om hur de svenska PE-bolagen hanterar sina portföljbolag.

Vi valde att undersöka det industriella värdeskapandet då finansiella medel är något alla som har tillräckligt med kapital kan tillföra men för att skapa värde genom industriella medel krävs mycket mer som Jensen (1989), Acharya et al. (2009) samt Heel & Kehoe (2005) diskuterar. Intressekonflikter mellan ägare och beslutsfattare är en vanlig orsak till att företag presterar sämre (Jensen & Meckling, 1976), men detta kan minimeras genom styrelsearbete och kontrollfunktioner (Berk & DeMarzo, 2014). Tidigare forskning har även visat att PE-bolag gentemot offentliga bolag generellt sett är bättre på att implementera och effektivt följa upp strategier (Cendrowski, 2008). Vi ansåg det vara av intresse att även undersöka om PE-bolag inom vårt segment verkade arbeta lika aktivt med dessa aspekter som den tidigare forskningen påvisar.

Vi intresserade oss för PE-bolag som investerar i små och medelstora bolag då större delen av tidigare forskning inte fokuserar på det segmentet som exempelvis Jensen (1989), Acharya et al. (2009) samt Heel & Kehoe (2005). Stora bolag har generellt sett redan en bra ledning och fungerar bra operativt medan mindre bolag ofta saknar detta. Det innebär då att industriellt

värdeskapande utgör en mycket större del än det finansiella värdeskapandet i dessa mindre bolag jämfört med i större.

Eftersom vi har valt att inrikta oss på små och medelstora svenska PE-bolag anser vi oss kunna bidra med information om hur PE-bolag skapar värde i sina portföljbolag i vårt valda segment och på så sätt även bidra med information som kan vara till nytta för andra PE-bolag inom det segment vi undersöker.

1.4 Forskningsfrågor

- Vilka styrningsmedel tillämpar PE-bolagen i portföljbolagen för att skapa värde?
- Kan resultatet denna studie presenterar nyttjas av andra PE-bolag inom samma segment?

1.5 Syftet med arbetet

Undersöka och redovisa de styrningsmedel och den kompetens PE-bolag tillför i sina portföljbolag genom aktivt ägarskap för att skapa tillväxt samt att utforma generella riktlinjer eller metoder som andra PE-bolag inom samma segment kan tillämpa för att öka sitt värdeskapande.

1.6 Val av disposition

Vår studie inleds i *kapitel 1* med en grundlig beskrivning av PE-branschen och en generell beskrivning om begreppet PE. Tanken är att läsaren skall förstå hur vi kommit fram till och resonerat kring vår forskningsfråga. Även industriella och finansiella medel förklaras, samt övrig information som är relevant både för oss själva och för att läsaren skall kunna ta del av och förstå vår studie.

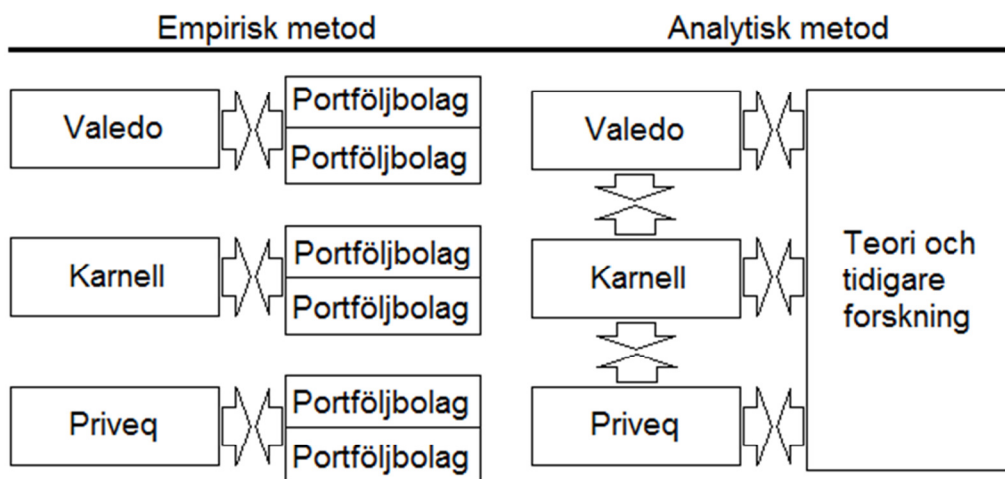
I *kapitel 2* beskrivs de metoder som tillämpats för att besvara vår forskningsfråga. Samt resonemang om förhållningssätt till dessa metoder. En presentation som redovisar hur valet av de bolag som intervjuats kommer att innefattas samt en beskrivning om hur intervjufrågorna har valts ut och formulerats.

I *kapitel 3* kommer en mer grundlig beskrivning om de styrningsmedel och teorier som kan tänkas vara intressant för PE-bolag att tillämpa. Utifrån dessa teorier är de flesta intervjufrågorna utformade vilket resulterade i lyckade intervjuer med givande och

informativa svar. Även för läsarens skull är bakgrunden och teorin viktig för att kunna förstå både syfte och innebörd av intervjufrågorna. Detta kapitel innefattar också ett avsnitt om tidigare forskning, där målet är att läsaren skall få en uppfattning om vad som tidigare skrivits inom området samt vad för slutsatser liknande studier resulterat i.

Kapitel 4, empiri, avser att redovisa den information intervjuerna har genererat. Kapitel redovisar enskilt svaren från varje aktör. Det görs i syfte av att behålla de unika svar och formuleringar som getts och inte på något sätt subjektivt bedöma resultatet genom att omformulera dem, vilket hade varit risken om resultatet presenteras i en enda flytande text. För att ge ytterligare validitet till de svar som angivits av intervjupersonerna och undersöka att de stämmer överens med hur PE-bolagen arbetar gjordes även en granskning av två tidigare investeringar som genomförts av varje PE-bolag. Granskningsmaterialet bestod av årsrapporter från dessa portföljbolag från åren under ägande av PE-bolagen till några år efter avyttring samt publicerade fallstudier från PE-bolagen. Nyckeltal så som EBITDA-marginaler, kostnader, nettoomsättning och antal anställda kunde granskas. De data vi erhöll från varje intervju jämfördes först med de granskade investeringarna och sedan med varandra, vilket illustreras nedan:

Figur 2: Empirisk och analytisk omfattning av studien.



Källa: Av författarna

Genom att implementera metoden som presenteras i figur 2 (ovan) kan efterföljande analys i *kapitel 5* anses få en högre validitet då vi helt objektivt utöver intervjuresultaten även granskat årsredovisningar från olika portföljbolag samt publicerade fallstudier och sedan jämfört all

insamlad data med teori och tidigare forskning. Vi har gjort på detta sätt för att slutresultatet skall bli så representativt som möjligt för det segment av PE-branschen vi granskat.

Slutligen i *kapitel 6* diskuteras de slutsatser som kan dras från analysen. Svar till syftet och uppsatsens frågeställning kommer att presenteras. Även framtida forskning diskuteras.

1.7 Avgränsningar

För att studien inte skall bli för stor och att uppsatsen skall bli klar inom den bestämda tidsramen har tre svenska PE-bolag inom samma storleksmässiga segment intervjuats och undersökts. PE-bolagen skall även ha investerat i liknande storlek av portföljbolag. Dessa bolag verkar på den nordiska marknaden. Genom dessa avgränsningar anser vi att jämförelse bolagen emellan blir så rättvis som möjligt då bolagen som valts ut ämnades vara så lika varandra som möjligt.

2 Metoder och metodval

I detta avsnitt kommer inledningsvis en beskrivning av de intervjuade företagen samt personerna som medverkat i studien att presenteras. De metoder som tillämpats för att få fram ett resultat som kan besvara uppsatsens syfte kommer att beskrivas och motiveras. I avsnittet diskuteras även uppsatsens validitet och reliabilitet samt källkritik.

2.1 Beskrivning av medverkande företag och personer

Som beskrivits ovan har tre utvalda PE-bolag legat till grund för empirin i denna uppsats. De bolag som intervjuats och undersökts är Valedo Partners, Karnell och Priveq Investment. Samtliga nämnda PE-bolag verkar inom Buyout-segmentet för små och medelstora bolag inom den nordiska marknaden och investerar även i små och medelstora portföljbolag.

I detta avsnitt kommer en beskrivning av varje bolag att göras samt en kort presentation av de personer som intervjuats från bolagen. En beskrivning av två andra personer som varit viktiga för uppsatsen och bidragit med viktig information kommer också att utföras. Dessa personer är Jan Sundqvist från Coeli och Bo Söderberg från Nordic Capital.

2.1.1 Karnell

Karnell är ett PE-bolag med huvudkontor i Stockholm där huvudägarna heter Hans Karlander och Patrik Rignell. Tillsammans har de 30 års erfarenhet av investeringar i onoterade bolag. Karnell beskriver sig själva som ett bolag där de ägnar sig åt ett drivet företagsägande med rötter från en mångårig erfarenhet av industri och finans (Karnell AB, u.å.).

Hans Karlander och Gustav Ruda intervjuades och båda är en del av Karnells investeringsteam. Hans har tidigare bland annat arbetat som vice VD på både Swedbank och IndustriFinans. Innan Karnell var Hans en av huvudägarna på Procuritas, även det ett PE-bolag.

Gustav Ruda kommer närmast från managementkonsultfirman Applied Value där han under tre års tid arbetade både i Sverige och USA.

2.1.2 Valedo Partners

PE-bolaget Valedo Partners med kontor i Stockholm startade sin första fond 2006 och har sedan dess startat ytterligare en fond 2011. Deras investeringsfilosofi är att långsiktigt värdeskapande primärt drivs av tillväxt (Valedo Partners AB, u.å.)

Allan Engström intervjuades från Valedo. Allan har arbetat på Valedo Partners sedan starten 2006 och hans titel är director. Innan Valedo Partners arbetade Allan inom investment banking under tre års tid. I sin roll som director är Allan involverad i både förvärvsprocessen samt efterföljande styrelsearbete med portföljbolagen.

2.1.3 Priveq Investment

Priveq är ett PE-bolag som under 30 år har investerat i svenska tillväxtbolag och är ursprungligen en del av försäkringsbolaget Skandia, men fristående sedan 1998. Priveq har investerat i över 100 svenska tillväxtbolag och 24 av dessa har börsintroducerats (Priveq AB, u.å.).

Louise Nilsson valdes för intervju. Louise har arbetat på Priveq sedan 1998 och innan dess som auktoriserad revisor på Öhrlings (nuvarande PWC). Louise är Partner och investeringsansvarig på Priveq, vilket betyder att hon är involverad både i arbetet med att hitta nya investeringsmöjligheter samt hela den efterföljande investeringsprocessen.

2.1.4 Anonymitet

För att informationen som erhållits av intervjubolagen skall hållas anonym kommer intervjubolagen i empirin och analysen att benämnas som PE-bolag X, PE-bolag Y och PE-bolag Z, utan inbördes ordning. Även portföljbolag kommer att behandlas anonymt och de portföljbolag som kommer granskas ytterligare via årsredovisningar och fallstudier benämns därför som portföljbolag 1, 2, 3, 4, 5 och 6. Övriga portföljbolag som nämns kommer benämnas endast som portföljbolag.

2.1.5 Jan Sundqvist

Jan Sundqvist är VD på Coeli Private Equity Management AB som är ett Wealth Management-bolag. De erbjuder sina investerare att köpa aktier i ett bolag som i sin tur köper andelar i flera olika PE-fonder inom buyout-segmentet små och medelstora bolag. Avkastningen som genereras delas sedan ut till aktieägarna. Syftet är att samla ihop kapital i ett aktiebolag för att saminvestera direkt i PE-fonderna som investerarna inte annars hade kommit åt då det krävs stora mängder kapital för en sådan investering (Coeli AB, u.å.).

Jan har tidigare bland annat varit VD för Coeli AB samt CFO och Senior Vice President Sales and Marketing på Nobel Biocare Holding AG. Han har även varit Senior Investment Manager på Sjätte AP-fonden (Bloomberg Businessweek, u.å.).

2.1.6 Bo Söderberg

Bo Söderberg är partner på PE-bolaget Nordic Capital och arbetar på Londonkontoret. Han har arbetat där sedan 1997 och har en lång erfarenhet inom branschen. Innan han började på Nordic Capital var han VD på Inductus AB, dotterbolag till Indutrade AB. Bo har även varit ordförande för en Venture Capital-fond inom koncernen Industrivärden. Han var med och grundade Kronfågeln Holding (då Spira Invest) och var den första VD:n för bolaget. Mellan åren 1991-1997 var Bo VD för Föreningssparbanken (numera känd som Swedbank). Bo är och har varit aktiv i styrelser i flertalet stora bolag Bloomberg Businessweek, u.å.).

2.2 Forskningsansats

En explorativ undersökning tillämpas då det finns luckor i vår kunskap när undersökningen påbörjas. Undersökningen kommer då vara av utforskande karaktär. Under en explorativ undersökning är syftet att hämta så mycket information och kunskap om ämnet som möjligt.

Viktigt är att problemet skall belysas allsidigt och för att detta skall vara möjligt tillämpas ofta flera olika tekniker för att samla data (Patel & Davidson, 2003).

Vår undersökning kan antas vara av explorativ karaktär. Det finns relativt lite teori om hur PE-bolag skapar värde i sina porföljbolag, framför allt inom det segment denna undersökning valt att rikta sig mot. Det är en aspekt som uppmanar att undersökningen är av explorativ karaktär. Att få tag på så mycket information som möjligt om detta problemområde har varit relevant för att sedan kunna urskilja vilka aktiviteter och processer som leder till värdeskapande. Dock finns det sedan innan vedertagna generella teorier och modeller inom bolagsstyrning och ledning. Att grundligt undersöka dessa var relevant för att sedan urskilja och jämföra vilka av dessa teorier PE-bolagen använder efter att ha fått svar på intervjuerna.

Genom att ha en undersökning av explorativ karaktär är det också naturligt att arbeta induktivt. Att arbeta induktivt kan sägas följa upptäckandets väg likt förklaringen för att genomföra en explorativ undersökning. Genom att arbeta med en induktiv ansats formuleras en teori från insamlad data, empirin, till skillnad från att arbeta deduktivt då slutsatser om enskilda företeelser dras utifrån allmänna principer och befintliga teorier (Patel & Davidson, 2003). En induktiv ansats har valts för att, från intervjuerna och datainsamlingen av enskilda fall, kunna formulera generella riktlinjer eller metoder som kan tillämpas av liknande PE-bolag. Huruvida svaret på vår forskningsfråga kan generaliseras och appliceras på andra bolag diskuteras i avsnitt 2.9.

2.3 Undersökningsmetoder

Kvalitativ inriktad forskning kännetecknas av datainsamling som fokuserar på mjuka data. Datainsamling består ofta av kvalitativa intervjuer, tolkande analyser och där verbala analysmetoder av textmaterial används (Patel & Davidson, 2003). Ett resultat i ord istället för siffror är utmärkande för en kvalitativ studie. Att generera en teori istället för att bepröva en är ett annat kännetecken. Under en kvalitativ studie tillämpas en högre grad av subjektiv forskning där resultatet baseras på deltagarens uppfattning istället för forskarens (Bryman, 2008).

Då datainsamlingen i denna uppsats fokuserar på mjuka värden genom kvalitativa intervjuer där resultatet tolkas och analyseras bevisas tydligt att en kvalitativ inriktad forskning tillämpas. Dessa mjuka värden handlar främst om hur utvalda PE-bolag verkar för skapar

värde i sina portföljbolag. Anledningen till att en kvalitativ ansats valts är för att med hjälp av intervjuer med experter inom området samt personer som leder investeringsprocesserna kunna få ett djupare och mer specificerat resultat än vad annan informationskälla kunnat bidra med.

2.4 Vetenskapligt förhållningssätt

Att tolkning är viktigt för att kunna presentera ett så relevant resultat som möjligt utifrån intervjuer är uppenbart. Hermeneutik är därför ett vetenskapligt förhållningssätt som är väsentligt för denna uppsats. Hermeneutik betyder läran om läsning och tolkning och anses vara motsatsen till positivism som förhåller sig objektivt och kunskaper ska vara mätbara och värderingsfria (Esaiasson, P., Gilljam, M., Oscarsson, H., & Wängnerud, L., 2012). Ur ett hermeneutiskt förhållningssätt är både forskarens teoretiska kunskaper, subjektiva och känslomässiga erfarenheter en naturlig del för att vara kapabel till att genomföra en kvalitativ intervju (Patel & Davidson, 2003). Samma författare menar också att ingen forskare börjar som ett tomt blad. Att förståelsen är en viktig utgångspunkt för att i tolkningsprocessen nå förståelse. Det kan ta sin form i att man under en intervju kan berätta utifrån sina egna erfarenheter och tidigare kunskaper och sedan iaktta om intervjupersonen uttalar sig likartat eller avvikande (Patel & Davidson, 2003). Genom att tidigare ha skaffat sig goda kunskaper inom ämnet kunde denna teknik utföras i intervjuerna. En sådan fråga kunde lyda ”jag har fått uppfattningen om att...” eller ”jag läste att...” och sedan komma med ett påstående för att därefter se huruvida intervjupersonen håller med eller inte. Ofta kommer intervjupersonen med en förklaring som ger en ännu bättre bild av situationen. På så sätt får man både mer information om området samt en uppfattning om hur intervjupersonens åsikt är lagd inom området. Patel och Davidson (2003) belyser även vikten av att intervjuaren är medveten om sin medverkan i intervjun och hur dennes förhållningssätt kan påverka nyanseringen av samtalet och det som studeras. Många hermeneutiker hävdar att man, i så liten utsträckning som möjligt, vill färga den kvalitativa intervjun med sin förståelse för ämnet. Detta för att i så liten grad som möjligt påverka resultatet av intervjun och sedermera resultatet för hela uppsatsen. För att åstadkomma detta måste intervjuaren kunna ”sätta parentes” runt sin egen förståelse och därför måste vara väl medveten om den (Patel & Davidson, 2003). Detta har vi tänkt på under intervjutillfällena då vi varit noggranna med att inte uttrycka våra egna uppfattningar om ämnet för att i så liten grad som möjligt påverka svaren och nyanseringen av intervjun.

2.5 Fallstudie

En fallstudie tillämpas då vi väljer att undersöka tre bolag. Vid fallstudien utgår vi från ett helhetsperspektiv där så heltäckande information som möjligt erhållas om forskningsområdet. Enligt Patel och Davidson (2003) görs ofta fallstudier när processer och förändringar vill studeras. Det är något som tillämpats då vi undersökt investeringar av PE-bolag som är tidsbestämda med mål att göra förändringar i de utvalda portföljbolagen för att skapa värde. I fallstudier är det vanligt att flera olika typer av data samlas in för att ge en så bred och fyllig bild som möjligt. De olika typerna av datainsamling är intervjuer, observationer och undersökningar (Patel & Davidson, 2003). Intervjuer har genomförts med de utvalda PE-bolagen. Fallstudier som PE-bolag själva publicerat om deras investeringsprocess samt årsredovisningar från portföljbolagen har också studerats. Dessa fallstudier ger inte en lika detaljerad bild som en intervju men har varit givande att studera inför intervjuerna för att få en uppfattning om hur ett PE-bolags ungefärliga tillvägagångssätt under en investeringsprocess ser ut. Med tillgång till de publicerade fallstudierna och årsredovisningar har möjligheten att validera det som sägs i intervjuerna funnits och utnyttjats. Mer om detta förklaras i avsnitt 2.9. Denna fallstudie är således utformad för att empiriskt besvara frågeställningen med hjälp intervjuer av PE-bolag och undersökningar om liknande fallstudier som gjorts av PE-bolagen själva.

2.6 Urval

Urvalet av aktörer som skall intervjuas och undersökas i denna uppsats är av strategisk karaktär. Ett strategiskt urval kännetecknas av att forskarna strategiskt väljer ut de aktörer som skall medverka i undersökningen utifrån olika uppsatta variabler (Esaiasson et al., 2012).

När specifik inriktning på uppsatsen valts började processen med att välja ut och kontakta företag som skulle ingå i uppsatsens fallstudie. Vi rådfrågade Jan Sundqvist på Coeli om alternativ på bolag som tillhörde det segment som bestämts att undersökas. Tack vare Jans kunskap om de många olika PE-bolagen föreslog han tre aktörer som han ansåg var seriösa och arbetade aktivt med industriellt värdeskapande till sina portföljbolag. En bred informationssökning av dessa tre bolag genomfördes. Vi tittade på aspekter som tidigare investeringar, geografiskt läge, storlek på bolagen samt deras portföljbolag och publicerad information. Bolagen var tvungna att verka inom den nordiska PE-marknaden. De skulle tillhöra segmentet små till medelstora bolag samt att de riktade sina investeringar mot små

och medelstora bolag. För att underlätta för oss när intervjuerna skulle ske var samtliga aktörer tvungna att ha kontor i Stockholm. Ett annat viktigt kriterium från vår sida för val av bolag var att det skulle finnas publicerade fallstudier från företagen för att kunna maximera informationen om investeringsprocesser. En person från varje PE-bolag valdes ut för intervju då materialet hade blivit för stort om fler personer från varje PE-bolag hade intervjuats. Kriterierna för denna person var att den skulle vara investeringsansvarig, alltså vara involverad i sökning av investeringsobjekt (target-bolag) samt att vara involverad i det operativa arbetet i portföljbolagen. Detta för att säkerställa att personen hade den erfarenhet och kunskap som skulle krävas för att kunna svara på våra frågor och ge så utförliga svar som möjligt. Alla tre aktörerna uppfyllde de uppsatta kriterierna och alla tre aktörerna ställde även upp på intervju, det vill säga 100 % av de tillfrågade.

Att företagen var så lika som möjligt var en förutsättning för att kunna ta fram en riktlinjer och metoder som skulle kunna tillämpas av de flesta bolag i detta segment och på så vis vara så generell som möjligt. Att jämföra bolagens värdeskapande processer och tillvägagångssätt skulle också bli mer relevant om företagen var så lika som möjligt.

2.7 Intervjuprocessen

De intervjufrågor som tillämpats i de tre intervjuerna med de förutbestämda PE-bolagen Valedo, Karnell och Priveq anses vara en blandning av standardiserade och ostandardiserade frågor, så kallade halvstandardiserade. Ett frågeformulär sammanställdes med noggrant utvalda och omsorgsfullt formulerade frågor utifrån den teori som samlats in och bearbetats. Dessa frågor ställdes identiskt till alla intervjupersonerna och i samma ordning. När identiska frågor ställs till samtliga intervjupersoner och i exakt samma ordning är frågorna enligt Patel och Davidson (2003) standardiserade. Under intervjuernas gång fanns det utrymme för uppkomst av ytterligare frågor, utöver frågeformuläret, då det tordes kunna tillföra ytterligare relevant information om problemet. Frågor som formulerades under intervjutillfället klassas som ostandardiserade frågor (Patel & Davidson 2003).

Intervjufrågorna är till relativt hög grad ostrukturerade då frågorna är öppna och möjligheten att endast svara ja eller nej sällan finns. Kompletteringar och följdfrågor har också tillämpats i intervjuerna då mer förklaring eller utveckling av svaret ansetts behövas för att få en djupare förståelse för svaret, vilket Esaiasson et al. (2012) menar på tillhör frågor som är ostrukturerade. Under ostrukturerade frågor får även svarspersonen svara med egna ord då

inga förvalda svarsalternativ finns. Möjligheten ges också till svarspersonen att kunna förklara svaret mycket djupare och utförligare (Esaïasson et al. 2012). Det har varit av stor vikt för vår studie att intervjupersonerna kunnat svara utförligt och även fått utrymme att förklara deras tankesätt om och hur de går tillväga för att skapa värde i sina portföljbolag. Detta då det inte direkt finns några klara teorier om hur PE-bolag går tillväga för att skapa industriellt värde i sina portföljbolag, speciellt inte inom det segmentet som valts att undersökas. Svaren till forskningsfrågan kommer därför i största mån att byggas av vad de utvalda intervjupersonerna säger i intervjuerna och inte från litteratur eller några statistiska undersökningar. Det pekar ytterligare på vikten av att hämta så täckande och djupgående information som möjligt om forskningsämnet från intervjuerna.

Intervjun som gjordes med Bo Söderberg från Nordic Capital var ostandardiserad och ostrukturerad då inga direkta frågor hade formulerats i förväg utan endast teman eller områden som önskades diskutera med honom vilket enligt Patel och Davidson (2003) är ett krav för ostandardiserade frågor. Anledningen till att denna intervju endast hade ostandardiserade frågor var på grund av att Nordic Capital inte tillhör det segment av PE-bolag vi valt att undersöka. Syftet med att intervjua Bo var att få en bred kompetens inom PE-branschen och tack vare Bos långa medverkan i branschen också få en bra bild om branschens historia och utveckling, vilka är områden som är viktiga för att förstå dagens status för PE. Värdefull respons på de intervjufrågor som formulerats ämnade för de utvalda PE-bolagen erhöles av Bo. Omformulering och tillägg av ett antal frågor gjordes för att maximera relevant data från de kommande intervjuerna.

För att ytterligare säkerställa att de frågor vi skrivit var rätt valda och formulerade för att maximera resultatet av intervjuerna kontaktade vi även Jan Sundqvist på Coeli för respons. Ett mail med intervjufrågorna skickades till honom och respons kom några dagar senare via telefon. Jan hjälpte oss främst med att tillämpa ett språk som gjorde det så enkelt för intervjupersonen som möjligt att förstå precis vad vi var ute efter samt att vi använde oss av rätt uttryck och termer inom branschen. Han hjälpte oss även med att organisera frågorna i rätt ordning så att intervjun skulle flyta på bra. I och med att Jan har en lång erfarenhet och gedigen kunskap inom PE-branschen samt har god kontakt med de utvalda intervjupersonerna kunde han också förutsäga om intervjupersonerna skulle vara villiga att svara på frågorna eller inte. Det var viktigt för oss att veta då vi ville vara säkra på att svar skulle erhållas på det som var nödvändigt för att besvara forskningsfrågan.

Patel och Davidson (2003) hävdar att det troligen är en fördel med goda förkunskaper och bra förberedelse inom det ämnet där en kvalitativ intervju ska genomföras. De beskriver att förberedelserna för en kvalitativ intervju kan ske via pilotintervjuer eller studiebesök för att lära sig om ämnet. Därifrån kan man sedan utveckla intervjumaterialet för kommande intervjuer. Detta var något vi förväntade oss att uppnå med samtalen med Jan och Bo. Patel och Davidson (2003) skriver även om vikten av att studera tidigare forskning för att på så sätt skaffa sig teoretiskt färgad kunskap eller en förståelse för centrala aspekter och teman som kan tänkas vara fokus för studien. För att erhålla denna kunskap och förståelse, innan intervjutillfällena, studerades även tidigare forskning från Jensen (1989), Acharya et al. (2009) samt Heel och Kehoe (2005).

2.8 Datainsamlingsmetoder

Det finns olika sätt att samla in data som skall ligga till grund för en studie och således svaret på forskningsfrågan. Data av detta slag brukar klassificeras i två olika kategorier, primär- och sekundärdata. Primärdata är information eller material forskaren själv samlar in och sekundärdata är det som redan finns publicerat inom ämnet (Esaiasson et al. 2012).

2.8.1 Primärdata

Material som erhålls från intervjuerna med de utvalda PE-bolagen är den främsta källan för denna uppsats och kategoriseras som primärdata. Anledningen till att intervjuer har valts som undersökningsmetod har tidigare beskrivits i metoddelen.

2.8.2 Sekundärdata

Publicerade fallstudier från PE-bolagen samt årsredovisningar från utvalda portföljbolag studeras i syfte av att komplettera det material som erhållits från intervjuerna om hur investeringarna samt värdeskapande gått till. Dessa data klassificeras som sekundär data.

För att kunna återkoppla empirin till vedertagna teorier och tidigare forskning som görs i analysavsnittet måste en teoretisk referensram byggas upp. Dessa teorier är hämtade från litteratur och den tidigare forskningen från vetenskapliga artiklar.

2.9 Kvalitetssäkring av uppsatsen

2.9.1 Validitet

Validitet beskriver enligt Esaiasson et al. (2012) om vi empiriskt undersöker det som vi på den teoretiska nivån påstår att vi undersöker. Helt enkelt om vi mäter det vi påstår att vi mäter. De delar upp begreppet i intern och extern validitet.

Intern validitet, eller giltighet menar på huruvida de slutsatser som vunnits i den aktuella situationen är trovärdiga eller inte. Den är bunden till tillfället då studien genomfördes. Den interna validiteten kan ökas genom att reducera bort externa faktorer som kan påverka studien, faktorer som kan skada dess trovärdighet (Esaiasson et al. 2012).

För att stärka den interna validiteten för uppsatsen ville vi reducera bort den externa faktorn om att data som skulle erhållas från intervjuerna med de utvalda PE-aktörerna skulle vara partisk, vilket vi förstod att det fanns en risk för. Självklart vill bolagen framstå som att de endast gör bra saker och föredrar att endast berätta om lyckade investeringar. Som mål att ge en hög giltighet till data som framtagits under intervjuerna gjordes en grundlig utredning på två portföljbolag där exit genomförts från varje PE-bolag. En kombination av lyckade och mindre lyckade investeringar valdes ut för granskning. Detta för att sedan kunna ge en så trovärdig slutsats som möjligt om problemet. Med detta gjort anser vi att den interna validiteten i vår uppsats är hög.

Extern validitet, avser möjligheten att generalisera slutsatser från det urval som undersöks till en annan population som anses vara mer relevant, alternativt från den undersökta situationen till andra liknande situationer (Esaiasson et al. 2012). Samma författare beskriver vidare hur den externa validiteten kan höjas genom att välja undersökningsfall/aktörer som är lika varandra. Det blir då lättare att generalisera framtagna riktlinjer eller metoder och applicera dessa på liknande aktörer. Det här är något vi har haft i åtanke då de PE-bolag som undersökts valts ut, som också beskrevs i avsnitt 2.6 och på så sätt stärker vår externa validitet.

Patel och Davidson (2003) beskriver att det finns en risk då en induktiv ansats tillämpas i en undersökning som kan sänka uppsatsens externa validitet. Denna risk innefattar att man inte vet något om teorins räckvidd då den endast är grundad på empiriskt underlag. Att de undersökta PE-bolagen svarat såpass lika påvisar dock att de framtagna riktlinjerna och metoderna har en relativt hög räckvidd och höjer då uppsatsens externa validitet. En annan

aspekt som påvisar en hög räckvidd av de framtagna riktlinjerna och metoderna är att det inte finns särskilt många aktörer inom det valda segmentet och att vårt urval därför utgör en relativt hög andel av aktörerna inom segmentet.

2.9.2 Reliabilitet

Reliabilitet är ett begrepp som förklarar andelen slumpmässiga eller osystematiska fel i en undersökning. Dessa fel som orsakar en låg reliabilitet brukar i första hand vara slarv- och slumpfel under datainsamlingen och den efterföljande databearbetningen. Fel av detta slag kan orsakas av bland annat missförstånd eller hörfel under intervjuer, ouppmärksamhet, skrivfel eller ljudstörningar när insamlad data överförs till en datafil samt slarviga eller oläsliga anteckningar till följd av stress eller trötthet (Esaiasson et al. 2012). För att säkerställa en god reliabilitet för uppsatsen valdes alla intervjuer att utföras i tysta och ostörda rum. Samtliga intervjuer spelades in i syfte av att kunna lyssna på materialet flera gånger för att inte missa eller missuppfatta någon information. Därefter transkriberades alla tre intervjuer ordagrant till en datafil för att undvika feltolkningar eller omformuleringar. Detta material utformade sedan resultatdelen där allt material som var relevant för syftet och forskningsfråga användes och en del för varje intervju sammanställdes. Detta gjordes istället för att skriva en gemensam text för samtliga svar för att slippa behöva omformulera eller sammanfatta dem. Att börja med intervjuerna i tid för att ha god tid på sig att transkribera och sammanställa svaren var något vi prioriterade för att på så sätt minska risken för slarvfel och dylikt som i sin tur leder till en högre reliabilitet.

2.10 Källkritik

Källkritik innefattar metodregler som används för att bedöma trovärdigheten och sanningshalten i uppgifter och upplysningar om sakliga förhållanden. Det finns fyra klassiska källkritiska regler som kan hjälpa till att göra detta. Dessa regler benämns som äkthet, oberoende, samtidighet samt tendens (Esaiasson et al. 2012).

Äktheten av samtliga använda källor antas vara hög. Vi har personligen erhållit material från intervjuer samt fallstudier från PE-bolagen och årsredovisningarna är underskrivna av bolagsverket med datum. Den litteratur som använts är endast auktoriserad studentlitteratur och den tidigare forskningen som tillämpats härrör endast från vetenskapliga artiklar publicerade i erkända tidskrifter.

Förstådd är att risken för att de data som erhållits från intervjuerna kan vara av låg oberoende nivå och därför har, som tidigare beskrivits, en omfattande undersökning av två utvalda portföljbolag från varje PE-bolag utförts. Undersökningen innefattade granskning av årsredovisningar och publicerade fallstudier. Årsredovisningarna antas uppnå en relativt hög oberoende nivå då de blivit granskade och godkända av oberoende revisor. Fallstudierna riskerar att vara beroende till viss grad då PE-bolagen själva sammanställt dem men det har vi försökt att urskilja genom att ställa dem mot årsredovisningar för samma bolag. Då materialet från intervjuerna, årsredovisningarna och fallstudierna har stämt väldigt bra överrens påvisas en högre grad av oberoende än om granskningen inte gjorts.

Esaiasson et al. (2012) beskriver att en hög centralitet, som innebär att avståndet mellan berättare och berättelse är litet, leder till en högre trovärdighet. De menar att vi litar mer på berättelser från källor som varit centralt placerade till det aktuella händelseförloppet. Det är något som ger denna uppsats en ökad grad av trovärdighet då den främst bygger på primärkällor direkt från personer som är centralt involverade i problemet.

Samtida berättelser innefattar att den tid som förflyter mellan berättelse och händelse är liten eller ingen alls. En samtida berättelse är mer trovärdig då risken för minnesfel, efterrationaliseringar eller efterhandskonstruktioner är liten (Esaiasson et al. 2012). Då vi intervjuar personer om deras arbete som de, i dagens stund, utövar presenterar denna uppsats endast samtida berättelser och påvisar då en högre trovärdighet.

Tendens liknar regeln om oberoende och diskuterar om källans ursprung har ett intresse av att återge en snedviden eller avsiktligt tillrättalagd berättelse. En huvudregel är att aldrig tro på en ensam tendentiös källa utan den måste alltid kompletteras med en oberoende källa (Esaiasson et al. 2012). Med den metod som beskrivs ovan, i stycket om oberoende, som beskriver hur granskningar av fallstudier och årsredovisningar påvisar en lägre grad oberoende påvisas även en lägre grad av tendens från berättarens sida att berätta en snedviden historia från verkligheten då den oberoende källan (årsredovisningarna och till viss del fallstudierna) stämde till stor del överens med berättelserna från intervjuerna.

Vi anser härmed att källorna bakom denna uppsats håller en god källkritisk nivå.

3 Teori

Teoriavsnittet har som syfte att redovisa de teorier och tidigare forskning som är relevant för undersökningen och som ligger till grund för utformningen av intervjufrågorna.

3.1 Teoretisk referensram

Corporate governance, eller bolagsstyrning, används som ett samlingsbegrepp för att beskriva, utforma och bedöma hur bolag skall ägas och styras. Corporate governance behandlar relationen mellan aktieägare, företagets styrelse samt andra intressenter som är centrala i bolaget (Blom, Kärreman & Svensson, 2012). Det är ett komplext ämne som bygger på teorier inom ämnen såsom juridik, kultur, struktur och ägarskap (Mallin, 2013).

De teorier som presenteras i den teoretiska referensramen är ett urval av teorier som tillhör corporate governance och anses vara relevanta för att kunna besvara uppsatsens forskningsfrågor.

3.2.1 Agentteorin

Agentteorin behandlar relationen mellan ägare (principals) och företagsledning (agents) och kan vara problemfylld då parterna har motstridiga intressen. Detta gäller då ägarskap och kontroll är separerat. Maximal nytta för båda parter är svårt att uppnå på grund av en rad olika orsaker:

- Ägarna och företagsledningen har olika mål och en intressekonflikt uppstår.
- Parterna har olika uppfattning om risk och kan därför vilja agera på olika sätt.
- Asymmetrisk information kan finnas mellan parterna vilket kan leda till olika viljor och konflikter. Med asymmetrisk information menas då olika parter har annorlunda information gentemot varandra.(Jensen & Meckling, 1976).

Corporate governance har som roll att dämpa intressekonflikten vid separation av ägarskap och kontroll utan att lägga riskbördan på företagsledningen. Detta kan göras genom belöningar och bestraffningar. Incitament såsom ägarskap i form av aktier eller bestraffning i form av uppsägning kan vara exempel på detta. I fallet då aktier ges ut för att ge företagsledningen incitament kan även problem uppstå. Samtidigt som en eventuell intressekonflikt dämpas ges även rösträtt till företagsledningen, vilket i sin tur gör det svårare för ägarna att avskeda företagsledningen (Berk & DeMarzo, 2014).

De kostnader som uppstår vid dämpning av intressekonflikter i agentteorin är interna kostnader och benämns som agentkostnader och innefattar de incitament som ges till företagsledningen för agera i linje med ägarnas intresse. Ett annat tillvägagångssätt för att minimera intressekonflikter är att ägarna tillsätter en styrelse samt externa organ som övervakar företagets ledning, men även verksamheten i stort (Berk and DeMarzo, 2014).

Kritik mot agentteorin

Agentteorin har stött på kritik genom åren, bland annat för dess oförmåga att förklara skillnader mellan små och stora organisationer. I små organisationer där ägare oftast även representerar företagets ledning är riskbärare och beslutsfattare inte åtskiljda (Klein, 1983). Vidare har agentteorin kritiserats för att förenkla de komplexa fenomen som styr individers handlande i allt för stor grad. Mycket fokus läggs även på egenintresse, där vissa kritiker menar att detta bör ses som en faktor bland många som påverkar (Donaldson, 1990).

3.2.2 Styrelsen

Styrelsen befinner sig hierarkiskt över företagsledningen och under aktieägarna. Styrelsens uppgift är att företräda bolagets bästa, men även samtliga aktieägares intressen. I medelstora privata aktiebolag är det vanligt att aktieägare också är styrelseledamöter. Det är mycket svårt att mäta hur stor betydelse en styrelse har för ett företags resultat, men sannolikt hänger ett bra resultat ihop med ett väl fungerande samspel mellan styrelse och företagsledning samt en hög grad av engagemang hos båda parter (Blom, Kärreman & Svensson, 2012). En kategorisering som Zahra och Pearce (1989) har gjort beskriver styrelsens roller på följande vis:

- Kontroll (bolagsstyrning, övervakning)
- Service (tillhandahålla resurser)
- Strategi

3.2.3 Företagsledning

Sammanställning av företagsledningen varierar beroende på struktur inom bolaget, men ofta ingår förutom VD bland annat finanschef, produktionschef och divisionschefer. VD:n är hierarkiskt underställd styrelsen och det är styrelsens uppgift att delegera skötseln av bolaget till VD:n (Blom, Kärreman & Svensson, 2012). Rezaee (2009) beskriver företagsledningens roller genom tre centrala processer:

- Operativ process
- Finansiell rapporteringsprocess
- Tillmötesgåendeprocess

Den operativa processen handlar om att driva företaget med hänsyn till ägarnas bästa på daglig basis. Ta fram attraktiva varor och tjänster, marknadsföra med mera för att öka värdet på företaget. Den finansiella rapporteringsprocessen innehåller ledningsaktiviteter som har att göra med omfattningen, tillförlitligheten, kvaliteten och relevansen på uppgifter som presenteras i rapporter och prognoser till ägare och övriga aktörer. Tillmötesgåendeprocessen handlar om de skrivna och oskrivna regler som omger företagets verksamhet och vikten av att förhålla sig till dessa. Detta har ökat i omfattning de senaste åren då företagsledare vill framstå så kompetenta och kunniga som möjligt (Rezaee, 2009).

3.2.4 Intressentmodellen

Agentteorin tar endast hänsyn till ägarna och ledningen, medan intressentmodellen inkluderar en bredare grupp av intressenter såsom anställda, kreditgivare, kunder, leverantörer, staten och även kommuner (Mallin, 2013). Det är alltså företagets relation till omgivningen som står i fokus inom intressentmodellen och i vilken utsträckning deras intressenter har krav på inflytande inom organisationen (Blair, 1995).

Företagsledningen har mandat att agera efter eget omdöme när det gäller att tolka och ta hänsyn till de olika intressenternas intressen. Det är ett komplext arbete där intressenternas krav måste kompromissas och balanseras för att säkerställa ett långsiktigt värdeskapande inom organisationen. Detta värdeskapande behöver inte bara påverka företaget i sig, utan kan även i ett större perspektiv vara gynnsamt för samhället i stort (Blom, Kärreman & Svensson, 2012).

Utmaningen inom intressentmodellen ligger i att definiera eller avgränsa när någon part räknas som en intressent till företaget. Företagsledningen bör endast lägga tid och energi på de grupper eller individer som faktiskt påverkar eller har en relation med företaget (Blom, Kärreman & Svensson, 2012). Exempel på tre olika metoder för att identifiera intressenter är:

- De aktörer med en relation till företaget som ger en plattform för att göra sin röst hörd hos företagsledningen (Brenner, 1993).
- De vars stöd är nödvändiga för företagets överlevnad (Bowie, 1988).

- De individer eller grupper som är beroende av företaget (Langtry, 1994).

Kritik mot intressentmodellen

Kritik har framförts om att modellen inte skapar bättre ledningsprinciper eller framgångsrikare företag. Utöver det uppenbara problemet med hur svårt det är att identifiera vilka grupper eller individer som är intressenter uppstår även ett problem då de olika intressenternas intressen skall prioriteras. Ur ägarsynpunkt kan intressentmodellen vara problematisk då aktieägarna kan uppfatta sig själva som ett särintresse (Blom, Kärreman & Svensson, 2012).

3.2.5 Tillämpning inom Private Equity

PE-bolag kan motverka eventuella intressekonflikter i portföljbolagen genom att implementera en ägarstruktur som gör att beslutsfattare och ägare har intressen som ligger i linje med varandra. Beslutsfattare ges incitament för att skapa värde inom bolaget för att portföljbolagets försäljning ska vara lyckad så småningom (Cendrowski, 2008). Detta går att koppla direkt mot agentteorin.

En sak som utmärker PE-bolag gentemot exempelvis offentliga bolag är förmågan att skapa strategier som sedan utförs enligt plan. Uppföljning sker kontinuerligt för att på så sätt upptäcka eventuella avvikelser eller problem som behöver korrigeras. En fördel som PE-bolag har jämfört med offentliga bolag är att ledningen inte behöver oroa sig för press utifrån när det gäller kvartalsrapporter, istället kan fokus ligga på ett långsiktigt perspektiv utan att riskera kortsiktiga konsekvenser för det finansiella resultatet (Cendrowski, 2008).

PE-bolag behöver alltså inte i samma utsträckning oroa sig för att visa ett dåligt resultat i en initial fas om man vet att detta kommer löna sig på lång sikt. Offentliga bolag har inte den friheten då kvartalsrapporterna kräver vissa resultat (Cendrowski, 2008).

3.3 Tidigare forskning

3.3.1 Eclipse of the public corporation

Jensen (1989) beskriver hur privata bolag jämfört med offentliga bolag visat stora öknings inom operativ effektivitet, produktivitet bland de anställda och aktieägarvärdet. Han menar att det är slöseri, den ineffektivitet och den oförmåga att anpassa sig till förändriga ekonomiska förutsättningar som offentliga bolag visat upp, har genererat en våg av organisatorisk

innovation driven av ”aktiva investerare”. Med aktiva investerare menar han investerare som innehar stora delar eget kapital eller skuld i bolaget, sitter med i styrelsen, övervakar och ibland byter ut företagsledningen och är involverad i långsiktig strategiutformning i de bolag de investerar i.

Enligt Jensen (1989) är de aktiva investerarnas modell byggd på belånade finansiella strukturer, incitamentsystem både i form av ägarskap och ”pay-for-performance”-kompensation. Dessa organisationer är inte styrda för att maximera vinst per aktie (EPS) utan för att maximera värde, med stor betoning på kassaflöde. Deras sätt att lösa intressekonflikter mellan ägare och beslutsfattare förklarar enligt Jensen (1989) hur de kan få samma människor och resurser att prestera mer effektivt under privat ägarskap än i ett offentligt bolag.

Jensen (1989) menar att offentliga bolag kan lära från privata bolag och kan söka att efterlikna många av de utmärkande drag privata bolag har. Detta kräver dock stora förändringar i bolagsstruktur, filosofi och fokus.

3.3.2 Corporate governance and Value Creation: Evidence from Private Equity

Acharya et al. (2009) har i deras studie fokuserat på följande tre frågor:

1. Beror avkastningen till stora PE-bolag endast på hävstång genom skuldsättning eller representerar avkastningen ett värdeskapande i PE-bolagens portföljbolag?
2. Vad är effekten av ägarskap av stora PE-bolag på portföljbolagens operationella förbättringar jämfört med likvärdiga bolag, och hur relaterar den operationella förbättringen till det finansiella värde som skapas av PE-bolagen?
3. Finns det några utmärkande drag hos PE-bolag eller partners involverade i en affär som är bäst associerade med värdeskapande?

Studien undersöker 66 affärer (över €100 miljoner i bolagsvärde) i Storbritannien från 12 stora PE-bolag under perioden 1996-2004. På deras första fråga får de fram ett alfa som representerar avkastningen associerad med operationella strategier och förändringar inom bolagsstyrning. Resultatet visar att i snitt kommer cirka 20-30 % av en affärs IRR från alfa, 15-25 % från förstärkning av alfa genom finansiell hävstång och resterande från förmågan (eller rena turen) att välja rätt bransch.

Vidare i undersökningen har de för att besvara fråga två tittat på huruvida alfa är relaterat till värdeskapande i form av operationella förbättringar. Här kommer de fram till att ett högre alfa

är associerat till att PE-ägda bolag helt enkelt presterar bättre än bolag som inte är ägda av PE-bolag. Framförallt sker större förbättringar på EBITDA och marginalen. PE-ägarskap ökar EBITDA-marginalen i snitt med 4 % jämfört med innan PE-bolagen går in som ägare.

Den tredje frågan besvaras genom 48 djupintervjuer som genomfördes med partners i de olika affärerna och 21 frågor utformades som antingen direkt eller indirekt gick att relatera till aktivt/inaktivt ägarskap. Varje fråga tilldelas en poäng mellan 0 (inaktiv)-100 (aktiv). I en multipel linjär regressionsanalys som länkar poängen till alfa och operationell prestation, visar resultat att PE-bolag genererar högre alfa i de affärer där de:

- Frekvent interagerar med företagsledningen (framför allt under de första 100 dagarna).
- Tar in extern support (i form av kompetens).

Deras analys visar att de bästa PE-bolagen skapar värde för deras portföljbolag genom ”turnarounds”. Marginalerna förbättras avsevärt och på ett hållbart sätt. Sådana ”turnarounds” kräver expertis inom operationellt ingenjörskap och avkastningen på en sådan expertis skulle kunna förklara den ihållande avkastningen som dessa PE-bolag och deras PE-fonder genererar.

Baserat på intervjuerna beskriver även studien de aktiviteter som PE-bolagen utför när de utövar aktivt ägarskap:

- Due diligence (företagsbesiktning) under förvärvsprocessen som ofta involverar intensiv dialog med styrelsemedlemmar, företagsledning och experter inom branschen.
- Skapandet av en värdeskapande plan, de första 100 dagarna, som fungerar som initial plan för ett företags strategiska och operationella agenda.
- Tidiga förändringar i företagsledningen där ineffektiva medlemmar byts ut.
- Tillförandet av betydande, men tydliga incitament till företagsledning (ofta även till anställda).
- Läger mycket tid som partner, både innan förvärvet och under de första 100 dagarna, kommunikation sker ofta flera gånger i veckan med VD och CFO.
- Anställer extern support där det behövs för att stärka bolagets svaga punkter.

Dessa aktiviteter utgör den mest aktiva fasen när partners är involverade i sina portföljbolag och tillhör det tidiga skedet under investeringen. Under affärens livscykel förfinas ofta

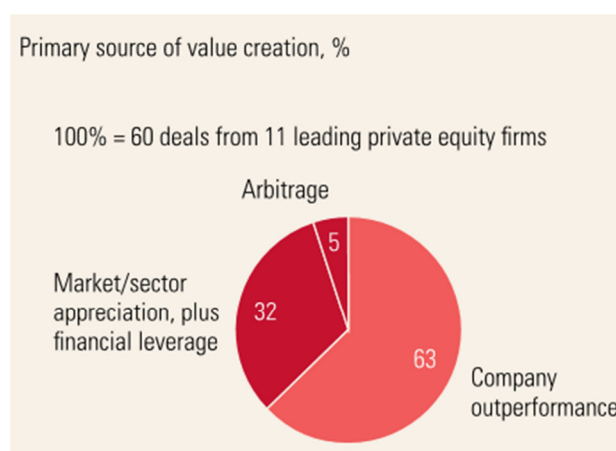
planerna för värdeskapande baserat exempelvis på ny information. Företagsledningen övervakas kontinuerligt och avvikelser från den bestämda planen korrigeras omgående.

Studien presenterar bevis på att signifikant värdeskapande sker i de portföljbolag som PE-bolagen i studien investerat i. De genomförda intervjuerna ger bevis på att de positiva resultat PE-bolagen visar åtminstone delvis beror på det aktiva ägarskap och den bolagsstyrning de ägnar sig åt.

3.3.3 Bidrag från McKinsey & Company

Heel och Kehoe (2005) som båda arbetar för McKinsey & Company skriver i en artikel om hur vissa aktiviteter PE-bolag tillämpade under sin investeringsprocess kan skapa värde hos portföljbolaget. De visar även i undersökningen vilka källor som låg till grund för värdeskapandet. De fick fram att ”company outperformance”, menat att företaget haft en bättre utveckling än marknaden, var den primära källan för värdeskapande i 63 % av de undersökta investeringarna och var således den största primära källa för tillväxt. Det är även den källan utav de tre som kan kopplas till de värdeskapande processer som PE-bolag tillför till portföljbolaget genom aktivt ägande. De andra källorna till värdeskapande var ”Arbitrage”, att PE-bolaget lyckats köpa portföljbolaget billigare än marknadspriset och sedan kunde sälja det till marknadspriset och då göra en arbitragevinst, och ”Market/sector appreciation, plus financial leverage”, värdet som skapades från värdeökningen av den totala aktiemarknaden, sektorns värdeökning och det ökade värdet marknaden eller sektorn upplevde genom den ökade belåningen. Resultatet visas nedan i figur 3:

Figur 3: De tre källor som värdeskapande härrör från.



Källa: Heel & Kehoe (2005)

Enligt intervjuer Heel och Kehoe (2005) har genomfört med PE-bolag och VD:s för portföljbolagen har fem gemensamma aktiviteter identifierats som PE-bolag tillämpar i de investeringarna med högst tillväxt och avkastning.

Första aktiviteten handlar om att hitta expertis och kunskap om investeringen och targetbolaget innan förvärv görs. I 83 % av de mest framgångsrika investeringarna hade PE-bolagen tillämpat detta steg och lagt mycket resurser på att skapa en så bra kunskap som möjligt om bolaget innan förvärv.

Andra aktiviteten förklarar vikten av prestationsbaserade incitament. Det innebär att kunna erbjuda chefer och nyckelpersoner för företaget ägarandelar. I de främsta investeringarna har även ägarna krävt att VD:n för portföljbolaget personligen ska investera i bolaget. En engagerad VD är alltså mycket viktigt.

Tredje aktiviteten handlar om att utveckla utförliga och tydliga värdeskapande strategier som också genomförs effektivt. För att se till att dessa strategier upprätthålls görs i 92 % av de mer lyckade investeringarna ett "performance management" system och bara i hälften av de sämsta investeringarna. Ett sådant system har som syfte att mäta prestation på ett tydligt sätt för att kunna utvärdera hur bra styrelse och anställda sköter sitt jobb.

Fjärde steget handlar helt enkelt om att lägga ner mycket tid i det tidiga stadiet av investeringen. I de mest framgångsrika investeringsfallen tillägnade PE-bolagen mer än hälften av sin tid till portföljbolagen under de första 100 dagarna och hade möten med ledande chefer nästintill varje dag. Dessa möten handlade främst om att hjälpa nyckelpersoner på företaget att enas om strategiska prioriteringar, hjälpa bolaget att bygga viktiga relationer och personligt ansvar delas ut till dessa personer. I de mindre lyckade fallen lades endast en femtedel av investerarnas tid till portföljbolagen under samma betydelsefulla period.

Det femte och sista steget innefattar portföljbolagets ledning. Ska förändring i portföljbolagets ledning ske skall detta göras så tidigt som möjligt. I 83 % av de främsta investeringarna hade PE-bolagen, om det känts relevant, förstärkt ledningen innan förvärvet gått igenom. I endast 33 % av de mindre lyckade investeringarna hade detta åstadkommit. I ett senare skede av investeringen hade även de framgångsrika PE-bolagen i större utsträckning använt sig av externt stöd för att förstärka ledningen jämfört med de mindre framgångsrika aktörerna.

Heel och Kehoe (2005) menar att förvånansvärt få aktörer använder dessa steg på ett konsekvent och regelbundet sätt som skulle öka avkastningen med en aktiv ägandestrategi. De påstår också att aktivt ägarskap som tillämpar och utvecklar de bästa strategier och metoder kommer vara standard för PE-branschen i framtiden.

4 Empiri

I detta avsnitt presenteras resultatet av intervjuerna. Information om utvalda investeringar från varje PE-bolag genom studerande av publicerade fallstudier och årsredovisningar kommer också att presenteras.

4.1 Intervju med PE-bolag X

Enligt PE-bolag X är de en typisk PE-fond som sysslar med investeringar i onoterade bolag. En sak som skiljer PE-bolag X åt från en typisk PE-fond är att de är ett aktiebolag registrerat i Sverige och inte har en struktur med utländskt ägande som de flesta andra PE-fonder har. En struktur med utländskt ägande innebär att delar av bolaget är registrerat utomlands för att dels besparas från skatt men också för att synas bättre av utländska investerare. PE-bolag X anser inte att deras struktur gör det svårare för utländska investerare att hitta PE-fonder som de tillhandahåller. Det finns däremot investerare som föredrar när ett PE-bolag har en struktur med utländskt ägande då de är vana vid det. PE-bolag X har idag ungefär 50 % utländska investerare och 50 % svenska investerare i sina fonder.

PE-bolag X anser att de är generalister som inte riktar in sig på någon speciell typ av bransch för sina investeringar även om de primärt investerat i konsument- och tjänstebolag. De är tillväxtfokuserade och det viktigaste är att bolaget anses kunna accelerera i tillväxt bland annat genom förvärv eller att expandera till andra länder för att öka sin marknad. Några områden som PE-bolag X dock inte investerar i är vapen, naturtillgångar, fastigheter, bank och finans. De exits som PE-bolag X hittills har gjort är med bolag inom vård/omsorg, badrumsmöbler och textning/dubbing.

4.1.1 Förvärvsprocess

Det är väldigt olika hur lång tid en investering undersöks innan förvärv. Ibland kan en investeringsmöjlighet dyka upp med väldigt kort varsel. Då måste en analys av bolaget ske väldigt snabbt och ett bud kan behöva komma inom någon månad. Som oftast spekulerar PE-

bolag X i bolag under ett par år innan ett förvärv görs. En dialog direkt med ägarna är vanligt och att lära känna bolaget och branschen under denna tid för att se hur branschen utvecklas med tiden ger mycket viktig information. Har bolaget följts en längre tid erhålls mer information om target-bolaget och dess bransch vilket leder till bättre hypoteser om tillvägagångssätt för hur värdeskapande skall gå till.

När ett bolag hittats där förvärv verkar intressant hyrs externa jurister, revisorer och managementkonsulter in för att göra en grundlig analys av bolaget. Under en förvärvsprocess som varar ungefär i två månader berättar PE-bolag X att teamet vanligtvis består av cirka fem jurister, fem revisorer och fem konsulter som arbetar fulltid. Dessa resurser finns inte hos PE-bolag X då man endast är nio anställda och har tio andra portföljbolag att ta hand om. Arbetsbördan hos de anställda på PE-bolag X är väldigt projektberoende. De har en bra generell kompetens och fungerar som spindeln i nätet, men när mer branschspecificerad kompetens behövs är det nödvändigt att hyra in externt folk. De berättar att de anställda hos PE-bolag X tillbringar ungefär hälften av tiden på att leta nya investeringsmöjligheter och den andra hälften på att utveckla de bolag som PE-bolag X redan innehar.

Riskminimering är något som de anser vara av stor vikt. Återkommande intäcksströmmar, säkra kundrelationer, långsiktiga och stabila bolag som också anses ha en potentiell tillväxtpotential är kriterier som är viktiga för PE-bolag X att target-bolagen uppnår. De vill inte att bolagen har en svag marknadsposition. PE-bolag X vill ha klart för sig att de kommer att bli en bättre ägare än den förra. Det kan ske genom att bidra med kapital eller kompetens för att kunna accelerera utvecklingen i bolaget. Med tanke på att PE-bolag X är en relativt liten aktör på marknaden är det viktigt att ha en speciell vinkel eller att kunna bidra med något annat än vad andra bolag inte kan för att kunna vara konkurrenskraftiga mot större aktörer menar PE-bolag X.

4.1.2 Arbetsätt

PE-bolag X menar att de inte tillämpar någon direkt standardiserad strategi när de går in i ett portföljbolag. Det beror väldigt mycket på hur portföljbolaget ser ut. Tidshorisonten PE-bolag X har för sina investeringar ligger på allt mellan tre till sju år. De kan även vara ägare längre än så om det skulle behövas. De har ett åtagande från deras investerare på tio år, det beror helt och hållet på hur portföljbolaget och exitmarknaden utvecklas under tiden.

PE-bolag X har mål som de styr mot under investeringsprocessen. De vill att bolaget skall ha nått en viss nivå och genererat en viss avkastning innan exit görs. Dessa mål påstår de inte är helt fasta utan om ett portföljbolag nått sina mål men ytterligare tillväxtpotential anses finnas i bolaget om det ägs i några år till passar man på att göra det. Ett portföljbolag som inte uppnått sina mål och förväntas få det tufft att göra det kan avyttras tidigare om en bra exitmöjlighet finns i närtid. Avkastningsmålet skall i större grad ämna hela portföljen än endast för ett portföljbolag. De anger också att det självklart finns investeringar som går bättre och de som går sämre men de investeringar som avslutats har uppnått eller överträffat de uppsatta målen.

Tidshorisonten på alla dessa investeringar har än så länge endast legat på tre till fem år men PE-bolag X förklarar att det beror på att de första förvärven gjordes 2007 då fonden endast existerat sedan 2006. Det finns portföljbolag i fonden som ägts i sex till sju år och de förväntar att när fonden är klar, när alla portföljbolag avyttrats, kommer den genomsnittliga tidshorisonten för samtliga investeringar hamna på drygt fem år. De förklarar också att vissa portföljbolag måste ägas under längre tid än andra för att hinna göra alla förändringar som skall göras, till exempel om flertalet förvärv skall göras krävs det ofta mer tid.

Från PE-bolag X är det två till tre personer som är aktiva i varje portföljbolag. De arbetar inte operativt i portföljbolagen utan via styrelsen. De agerar även som bollplank i vissa frågor om ledningen efterfrågar det. PE-bolag X vill ha kontroll i de bolag de investerar i och det innebär att de alltid äger en majoritet från drygt 50 % upp till 95 %. De vill inte äga 100 % då de gärna ser att ledning och delägare också skall vara med och sitter på samma upp- eller nedsida som PE-bolag X själva. De förklarar att det av samma skäl också är väldigt vanligt att de erbjuder anställda och nyckelpersoner ägarskap för att på så sätt hålla dem motiverade och att dem stannar i bolaget. Det blir dessutom mycket lättare att rekrytera bra och kompetent personal när dessa incitament finns menar de. Att hitta incitament som triggar en viss typ av ledning är en viktig faktor. Enligt PE-bolag X tillämpar de i vissa bolag finansiella bonusar utöver lön till ledningen om de uppnår vissa mål. I andra portföljbolag kan andra incitament passa bättre, som till exempel i portföljbolag 2 där ledningen var helt ointresserad av finansiella incitament. Istället avsattes bonusen till en pott som kunde användas av personalen för att åka på utbildningar och kurser. Att hitta rätt incitament till olika bolag och att hitta vad som motiverar olika människor är något som PE-bolag X jobbar mycket med.

Antal delägare kan variera mycket mellan de olika portföljbolagen. I ett bolag berättar PE-bolag X att de har upp mot 150 delägare och i ett annat är det fem stycken, det beror på hur bolagets struktur ser ut. De anser att det är viktigt att gamla ägare är kvar i bolaget då de kan vara en stor tillgång, men det finns situationer där det inte är lika lämpligt. Har den tidigare ägaren inte varit engagerad i bolaget de senaste tio åren utan varit en passiv ägare även om denne startade upp bolaget anses ingen nytta vinnas av att personen återinvesterar, såvida inte denne själv har en stark vilja att göra det. Är det en väldigt aktiv ägare är det mer eller mindre en förutsättning att den personen återinvesterar i bolaget. I 75 % av PE-bolag X:s investeringar har den gamla ägaren legat kvar med cirka 20-40 %. Ofta är de lika aktiva i bolaget och fortsätter med samma roll som tidigare. När så inte är fallet kan det vara en ordnad succession som genomförts för att den tidigare ägaren vill pensionera sig inom några år. Då menar PE-bolag X att det är bättre och mer ordnat om en övergångsfas implementeras där man är överens från början att den tidigare ägaren överlämnar ägarskapet inom några år men att denne ändå får vara med som ägare och sedan övergår till en styrelseroll.

PE-bolag X menar att de generellt sett viktigaste värdeskapande aktiviteterna är förvärv av nya bolag, expansion geografiskt samt att tillföra rätt kompetens till portföljbolaget. De diskuterar flitigt med bolagets ledning om vilken typ av kompetens de behöver tillföra till bolaget och vad de kommer att behöva för att nå nästa nivå. Att ha ett brett nätverk av kompetenta människor inom olika branscher är därför mycket viktigt enligt dem. Dessa personer tillsätts i portföljbolagen antingen via anställning eller genom att erhålla en plats i styrelsen. Nätverket underhålls kontinuerligt och till ett tiotal personer i detta nätverk betalar PE-bolag X ut en form av lön för att de skall vara tillgängliga. Dessa personer får också möjligheten att investera i portföljbolagen och erhålls en plats i styrelsen betalas även styrelsearvoden ut. PE-bolag X påstår att denna faktor differentierar dem från konkurrenter då de har bättre kompetens att tillföra. Samtliga styrelser är sammansatta för att ge portföljbolagen den kompetens som just de behöver.

PE-bolag X menar att alla värdeskapande aktiviteter de implementerar är ur ett långsiktigt perspektiv. För att en exit skall bli bra menar de att portföljbolaget måste ha en attraktiv utvecklingsmöjlighet i tio år efter att exit gjorts och att det är denna faktor som leder till höga värderingar. Detta är en av fördelarna med PE jämfört med börsnoterade bolag då man helt och hållet slipper kvartalshetsen förklarar de. Går det dåligt ett kvartal eller att stora

investeringar görs blir man ofta straffad på aktiemarknaden men inte inom PE. Där är det accepterat att ett dåligt resultat redovisas för en period för att få ett bättre resultat i framtiden.

PE-bolag X säger att deras värdeskapande till störst del kommer från industriella medel och att detta skiljer sig mot de större aktörerna. Stora PE-bolag så som Nordic Capital och EQT har ofta en större del finansiellt värdeskapande. PE-bolag X förklarar att det beror på att deras portföljbolag ofta är bra strukturerade och har en bra ledning innan förvärv. Större aktörer tar då ofta större finansiell risk än mindre aktörer som de själva, men mindre operativ risk. PE-bolag i denna storlek arbetar ofta med en skuldsättningsgrad på 60-70 %, medan aktörer i PE-bolag X storlek arbetar med en skuldsättning på cirka 40-50 % enligt dem själva. I ett portföljbolag där PE-bolag X eftersträvar en väldigt stark organisk expansion tillämpas en lägre skuldsättning. Skuldsättningsgraden begränsar hur mycket som kan investeras då kassaflödet minskar vid en högre skuldsättning och därmed lämnar mindre medel till investeringar. Går ett portföljbolag väldigt bra och skall göra tilläggsförvärv kan skuldsättningen höjas under tiden men det beror helt på vad för finansiella medel som finns tillgängligt. I många investeringar tillsätter PE-bolag X mycket kapital under investeringsprocessen utöver den initiala investeringen.

4.1.3 Exitstrategi

De förklarar att en exitstrategi för ett portföljbolag aldrig bestäms på förhand men en tydlig bild om vilken exit som är bra för bolaget finns. De vill att det alltid ska finnas en möjlig industriell köpare till varje bolag man väljer att investera i. De menar alltså att en huvudhypotes om exit alltid finns men att den kan förändras under investeringens gång. De exits som PE-bolag X har genomfört har varit till industriella köpare eller vidare till större PE-fonder. PE-bolag X har inte gjort någon exit via IPO och de påpekar att det är bättre för dem att inte göra det. Skall en exit via IPO genomföras måste en hel del förberedelser göras till skillnad från om det skall säljas till en industriell köpare eller till ett annat PE-bolag förklarar dem. En IR-avdelning skulle behöva tillsättas för att säkerställa att bolaget skulle klara av att rapportera tillförlitligt på kvartalsbasis. En styrelse med erfarenhet av att agera styrelse i ett börsnoterat bolag skulle vara nödvändigt att ha. Enligt PE-bolag X krävs det även ett bolagsvärde på cirka en miljard kronor för att en IPO skulle vara intressant, en storlek som portföljbolagen PE-bolag X investerar i sällan når. Alla dessa förberedelser skulle kräva mycket resurser. Normalt är även att endast 30-50 % av bolaget börsnoteras med en gång. Det skulle innebära att PE-bolag X skulle behöva ligga kvar med en minoritetspost i ett till två år

innan resten kan säljas på börsen vilket inte ligger i linje med deras strategi som är att vara kontrollinvestorer berättar dem.

4.1.4 Case

Ett portföljbolag som PE-bolag X äger verkar inom djursjukvården och är idag deras största portföljbolag, samt Europas största bolag inom sin bransch. PE-bolag X har under två år byggt portföljbolaget från att ha tio kliniker till att idag ha 90 stycken i hela Norden. I detta portföljbolags styrelse har PE-bolag X tillsatt, förutom en representant från PE-bolag X, en ordförande som tidigare varit före detta vice VD för Posten och SAS. Denna person har en god generalistkunskap vilket PE-bolag X uppger att de ofta vill att styrelseordförande ska ha. De har också tillsatt en person som varit VD på ICA och Statoil. Denna person har en bred kompetens inom att driva och skapa ett enhetligt koncept för retailverksamheter vilket både ICA och Statoil har arbetat med och har varit ett viktigt element för portföljbolaget uppger PE-bolag X. Ytterligare en styrelseledamot tillsattes. Denna person är ansvarig för affärsutveckling och kvalitetskontroll på CAPIO i Sverige. Detta är ett exempel på hur PE-bolag X tillför rätt kompetens till ett bolag för att kunna skapa tillväxt.

Angående om PE-bolag X har någon förbestämd exitstrategi eller inte berättar de om portföljbolaget 2 där PE-bolag X hade en hypotes om att ett av de stora vårdbolagen i Norden kommer vara intresserade av att köpa det bolag som var ledande inom psykiatri på den nordiska marknaden. Målet med portföljbolag 2 var således att bli den största aktören inom psykiatri i Norden. När detta mål uppnåtts dröjde det inte länge innan portföljbolag 2 såldes till en industriell köpare.

PE-bolag X förklarar att de i många fall tillsatte mer kapital under investeringens gång. De berättar om ett fall med ett portföljbolag där tre gånger så mycket kapital som den initiala investeringen tillsattes. I portföljbolag 2 sköts också tre gånger så mycket kapital in och i ytterligare ett portföljbolag tillsattes fyra gånger så mycket kapital som den initiala investeringen.

PE-bolag X har hittills gjort 14 investeringar och det finns investeringar som inte utvecklats enligt deras plan men än så länge har alla investeringar som genomgått exit nått de mål som satts upp. Inom de investeringar som inte gått enligt plan har hypoteserna som utformats innan förvärv av portföljbolag inte fallit ut som planerat.

4.1.5 Granskning av portföljbolag

Årsredovisningar har granskats mellan åren 2006-2011 för portföljbolag 1 samt publicerad fallstudie. Grundaren av bolaget satt med som VD och styrelseledamot de första åren i den nya ägarkonstellationen. Fokus för portföljbolag 1 låg på kvalitet, funktionalitet och design i syfte att tillfredsställa återförsäljare och slutkunder. PE-bolag X implementerade en organisk tillväxtstrategi för att stärka positionen i Sverige och växa i övriga nordiska länder. En styrelse tillsattes med erfarenhet av att växa och utveckla bolag i synnerhet med portföljbolag 1:s karaktär.

Investeringar gjordes i utbyggnad av en monteringsanläggning för att möjliggöra försäljningstillväxt. Nyckelpersonal rekryterades och dessa människor erbjöds även delägarskap för att på så sätt uppnå långsiktighet och en gemensam ägaragenda. När portföljbolag 1 såldes till en annan PE-aktör hade nettoomsättningen ökat från 52,3 miljoner kronor år 2005 till 106,2 miljoner kronor år 2010 och resultat efter finansiella poster hade ökat från 9,3 miljoner kronor till 24,2 miljoner kronor. Noterbart är att ägarna avstod utdelningar och investerade väsentliga belopp i verksamheten istället.

För portföljbolag 2 har årsredovisningar granskats från åren 2009-2012 samt publicerad fallstudie. Strategin för portföljbolag 2 var att växa genom förvärv, hela 16 förvärv gjordes under de knappt fyra år som PE-bolag X var ägare. Detta gjordes för att stärka tjänsteutbudet och deras geografiska närvaro.

Nyckelpersoner med erfarenhet av att expandera och utveckla vård- och omsorgsbolag rekryterades till styrelse och ledning. Nyckelpersonal inom bolaget erbjöds även här delägarskap med samma syfte som i portföljbolag 1. De ursprungliga planerna överträffades efter cirka fyra år och portföljbolag 2 såldes så småningom vidare till en industriell köpare. Nettoomsättningen hade då ökat från 53,5 miljoner kronor till 684,5 miljoner kronor under ägarperioden, antal anställda gick från 261 till 812 och resultat efter finansiella poster gick från ett negativt resultat på 4,9 miljoner kronor till ett positivt resultat på 11,4 miljoner kronor. Även i portföljbolag 2 avstod ägarna från utdelningar för att istället investera det i verksamheten.

4.2 Intervju med PE-bolag Y

PE-bolag Y menar att de är en typisk PE-fond. Typisk i den meningen att de investerar i onoterade papper, har en sammanslutning av ett antal spelare med vissa typer av villkor, investeringsperiod på fem år, återbetalningssystemet ser ut på ett visst sätt och att de har en governancestruktur som även den ser ut på ett visst sätt.

PE-bolag Y konkurrerar inte med de största fonderna såsom EQT eller Nordic Capital. PE-bolag Y inriktar sig på små och medelstora bolag i Norden. De är i princip branschoberoende när det gäller deras investeringar, men med några undantag, exempelvis vapen och fastigheter. De förklarar att det är typiskt för en skandinavisk fond att just innehålla bolag från väldigt spridda branscher. I USA finns mer specialiserade PE-fonder, men på Sveriges marknad finns det inte på samma sätt utrymme för det. PE-bolag Y menar att den affärsmodell de använder är applicerbar på i princip vilket företag som helst och därför kan dem investera i vitt spridda branscher.

4.2.1 Förvärvsprocess

En typisk förvärvsprocess brukar ta cirka sex månader från det att PE-bolag Y stöter på target-bolaget tills det att investeringen är klar och är en del av fonden. PE-bolag Y går inte in i obeståndshantering eller konkursfall. Det ska vara bolag som har ett positivt kassaflöde, en grund att bygga på, men lite sömnigt, alltså utvecklingspotential.

De bolag som PE-bolag Y investerar i har oftast stort fokus på produktion och mindre fokus på marknaden. Bolaget växer och kommer upp i omsättning runt 100-200 miljoner kronor, det är då PE-bolag Y köper dem, när de fortfarande i betydande grad är produktionsdrivna och saknar idéer om vad som kan utvecklas på marknadssidan. PE-bolag Y menar att de då kan de komma in och skapa tillväxt.

4.2.2 Arbetssätt

PE-bolag Y menar att deras sätt att arbeta har förändrats under åren eftersom de tidigare haft en något större fond och arbetat med större bolag. Nu har de gått ner i företagsstorlek och anpassat fondstorleken efter det. Större bolag har mer professionell företagsledning och ägare behöver därför inte tillföra lika mycket industriella medel. I de större bolagen är det istället finansiering och strategi som behöver finnas på bordet. När företagsstorleken minskar finns det större brister i ledningen och ägaren tvingas involvera sig mer i operativa frågor.

PE-bolag Y berättar att strategin beror väldigt mycket på hur bolaget ser ut. Det handlar inte främst om hur bolaget är strukturerat, utan om vilka utmaningar det står inför. I ett bolag kan en möjlighet observeras i att effektivisera produktionen medan i ett annat bolag kan det handla om endast ren tillväxt. Strategin kan beskrivas som att bygga upp en affärsplan, sätta upp mål och iaktta vilka områden som behöver utvecklas under ägandeperioden.

PE-bolag Y tar alltid en signifikant majoritet i de bolag man går in i. Gamla ägare kan eventuellt ligga kvar som minoritetsägare, sedan är det styrelse och ledning som får köpa in sig. PE-bolag Y tar alltså aldrig en minoritetsposition, de berättar att det beror på att de haft minoritet i de dåliga affärer de gjort under åren. Kan inte kontroll tillämpas i en besvärlig situation blir det ofta problem menar de.

Deras ägarskap brukar ligga mellan 80-90 %. Ibland kan det finnas gamla minoritetsägare kvar, men normalt är det PE-bolag Y och ledningen som äger bolaget tillsammans. PE-bolag Y har inget behov av att ha kvar gamla ägare då de ofta gjort sitt och vill ut, det är därför dem säljer menar dem. Undantagsfall finns givetvis där den gamla ägaren kan vara viktig att ha kvar som resurs, men då försöker PE-bolag Y få in denna person som konsult istället.

Nyckelpersoner i företaget får alltid möjlighet att köpa in sig. De menar att en viktig del i att affärsmodellen är såpass framgångsrik är att se till att alla har incitament för att arbeta i samma riktning. En viktig del av investeringsprocessen är att resonera väldigt noga om vad som vill uppnås med ägandet. Varför köper vi det här bolaget? Vilka mål ska vi ha? Tillsammans med ledningen bygger man detta så att det i hög grad blir "deras" investering. Ofta har ledningen en hel del idéer och ser vad som kan göras, då kan affärsplanen formateras utefter det förklarar dem.

PE-bolag Y anser att de tre viktigaste aktiviteterna för att skapa värde är tillväxt, kostnadseffektivitet och lönsamhet. De bolagen PE-bolag Y tar sig an är ofta lite underbemannade och underutvecklade på marknadssidan. De kan då tillföra marknadskraft och investera i en marknadsorganisation för att på så sätt skapa organisk tillväxt. Även förvärv kan vara en del av tillväxtplanen om det skulle behövas. Enligt PE-bolag Y är även en av de viktigaste aktiviteterna att se till att saker blir gjorda. Sätta upp tydliga mål och tydliga tidsplaner, en tydlig agenda, tydliga incitament och en tydlig tidsplan är vad som har gjort att affärsmodellen lyckats så väl anser de.

Normalt tillsätter PE-bolag Y hela styrelsen och tar två till tre platser själva. PE-bolag Y menar att de är långsiktiga. Allting de gör i bolaget syftar till att det ska bli väldigt värdefullt för den som köper, den som ska äga det i kanske fem till tio år till. De menar att det inte går att sälja ett bolag genom att bara göra kortsiktiga åtgärder, resultatet blir inte bra. De säger att de agerar som om de alltid skulle äga bolaget, att det är något de tror på.

Enligt en studie som PE-bolag Y visar, berodde cirka 50 % av värdeökningen i portföljbolag under 80-talet på lån, idag är den siffran väsentligt mycket lägre. De säger att lån är en exponentiell funktion. Kommer man upp i en lånenivå på 90 % så ger det en stor effekt, men ligger lånenivån på 50-60 % så påverkar det inte alls på samma sätt. PE-bolag Y berättar att de brukar belåna ganska lågt, mellan 40-50 %. De tror att hög belåning är lite förlegat. Bankerna sätter också en gräns för hur mycket de får låna berättar de. De portföljbolag som PE-bolag Y arbetar med har kassaflöden som gör att banken ofta inte tillåter lån på mer än 50 % eller till och med mindre. Belåningen beror också på vilket bolag som PE-bolag Y köper. Har bolaget ett starkt kassaflöde vågar de låna mer och vice versa. Allting anpassas till hur verkligheten ser ut.

4.2.3 Exitstrategi

PE-bolag Y bestämmer inte exitstrategin på förhand men däremot målas en rimlig föreställning upp om vad som skall ske om ett visst antal år. Vilka tänkbara köpare finns? Affärsplanen kan påverkas om det till exempel är rimligt att bolaget kan köpas av börsen, då krävs en hel del jobb med att göra bolaget börsintroducerbart. PE-bolag Y föredrar inte någon speciell exitstrategi, de har sålt till börsen, industriella köpare och även till andra PE-bolag. Strategin anpassas inte beroende på vem PE-bolag Y säljer till berättar de. I deras köparuniversum så finns alla de ovan nämnda aktörerna, så det går inte att anpassa strategin flera år innan beroende på vem de tror kommer köpa. Däremot kan justeringar göras såsom att ta pengar ur bolaget för att minska belåningen om den nya ägaren exempelvis är villig att betala mer för ett mindre belånat bolag menar PE-bolag Y.

4.2.4 Case

PE-bolag Y berättar att de köpte ett familjeägt bolag som verkade inom massa- och pappersindustrin. Bolaget tjänade pengar men PE-bolag Y såg att det gick att göra bättre. Historiskt hade bolaget gått bättre än vad det gjorde nu. PE-bolag Y tillsatte en ledning och en VD som beskrivs som den bästa VD de någonsin hittat. En väldigt bra ledning tillsammans

med en tydlig affärsplan gjorde att företagets rörelsemarginal gick från 0-11 % på fyra år. Bolaget var väldigt produktionsorienterat, så PE-bolag Y byggde upp en hel marknadssida, restaurerade gamla marknadskanaler, drev produktionen väldigt hårt och investerade mycket i bolaget berättar de. Detta resulterade i att PE-bolag Y fick tre gånger pengarna när bolaget såldes efter fyra år.

Ett annat exempel är ett tillväxtcase som PE-bolag Y hade för några år sedan. PE-bolag Y såg en möjlighet att konsolidera branschen och mellan 2004-2007 gjorde de fem tilläggsförvärv. Omsättningen tredubblades och 2007 såldes bolaget vidare till en annan PE-aktör.

För de misslyckade investeringarna PE-bolag Y gjort berättar de att det finns tre väldigt tydliga gemensamma nämnare. Som tidigare nämnt är minoritetsägande en av dem, att inte ha kontroll. Den andra gemensamma nämnaren är otydlighet gällande vad bolaget ska åstadkomma. Inom ledning och ägare kan det finnas olika åsikter, resultatet blir då olika viljor och att folk som sitter i samma båt rör åt olika håll berättar PE-bolag Y. De ger ett exempel från ett annat PE-bolag som köpte 1 % av ett större bolag. Ledningen brydde sig inte alls om det PE-bolaget och hade olika typer av ägare, skulder och fordringsägare, alla med olika intressen. Vissa var på jakt efter kortsiktig avkastning medan andra ville utveckla bolaget ur ett långsiktigt perspektiv. PE-bolag Y berättar att det saknades tydlig struktur och tydliga mål. Den tredje gemensamma nämnaren är att de misslyckats med att sätta ihop ledningen. En tillräckligt bra VD som lyckas bygga en stark ledningsgrupp hittas inte. Ansvaret faller då på majoritetsägaren och i dessa fallen anser PE-bolag Y att de själva är dåliga ägare. Ledningsfrågan är något som PE-bolag Y brottas med ganska mycket och de anger att det kan vara svårt att hitta en bra ledning.

Ett annat exempel på en misslyckad affär är portföljbolag 4. Bolaget var försatt i konkurs och det var det första misstaget enligt PE-bolag Y. Kunskap om hur en konkurssituation skulle hanteras fanns inte vid det tillfället och snart efter förvärvet stod det klart att PE-bolag Y skulle "dödat" vissa delar av bolaget i en tidig fas, men då var det ingen som hade det i åtanke. Rent strategiskt var det också en tveksam investering. Portföljbolag 4 var Sveriges största inom sin bransch, hade väldigt hög facklig medvetenhet, tillhörde en svår bransch med starka gammalmodiga fack som styrde hårt. Portföljbolag 4 såldes först efter åtta år och i efterhand säger PE-bolag Y att det går att diskutera om inte bolaget skulle avyttrats tidigare för att investera de pengarna på annat håll istället.

4.2.5 Granskning av portföljbolag

Årsredovisningar för portföljbolag 3 mellan åren 2003-2009 har granskats, samt publicerad fallstudie. I årsredovisningarna är det tydligt att fokus legat på precis de aktiviteter som PE-bolag Y nämnt som de viktigaste värdeskapande aktiviteterna. Tillväxt, lönsamhet och kostnadseffektivitet.

Det fanns en tydlig strategi att marknadsorientera portföljbolag 3. Detta gjordes genom tydligt fokus på kunderna och deras kunders behov och krav. Investeringar i form av ett nytt order-, lager- och faktureringsystem samt ett system för Customer Relations Management (CRM) gav ytterligare tyngd till framför allt marknadssidan.

Kostnadseffektivitet uppnåddes bland annat genom en omfattande upphandling, vilket medförde nya och färre leverantörer, vilket i sin tur resulterade i lägre transportkostnader. Investeringsbeslut fattades också om att bygga en avfallsförbränningsanläggning för att minska energikostnaderna. Rörelsemarginalen för portföljbolag 3 gick från 0 % till 11 % under PE-bolag Y:s ägarperiod.

För portföljbolag 4 har årsredovisningar från åren 2000-2008 granskats, samt publicerad fallstudie. Portföljbolag 4 hade gått i konkurs när PE-bolag Y gick in som ägare. Även här låg fokus på att öka lönsamheten och att utveckla marknadssidan.

Ett antal förvärv gjordes för att stärka deras position på marknaden och ett åtgärdsprogram fortlöpte med syfte att bidra till en ökad lönsamhet. Ett nytt affärssystem implementerades under 2008, också det för att stärka verksamheten.

PE-bolag Y var ägare längre än de normalt brukar vara i sina portföljbolag då utvecklingen i portföljbolag 4 inte gick i den takt som planerat. Till slut avyttrades portföljbolag 4 och PE-bolag Y fick en avkastning på 2,4 gånger investerat kapital.

Avslutningsvis hade PE-bolag Y representanter i styrelsen i både portföljbolag 3 och 4.

4.3 Intervju med PE-bolag Z

PE-bolag Z berättar att branschen har utvecklats mycket sedan de startade. Från början var de en del av ett försäkringsbolag, och ursprungligen investerade de i Venture Capital, men redan efter ett till två år skiftade de fokus till att investera i lite mognare bolag med utvecklingspotential. PE-bolag Z säger att de riktar in sig på lönsamma tillväxtbolag.

Förr fanns den så kallade OTC-listan, en börslista över små och medelstora bolag på Stockholmsbörsen. För att ta sig in på den börsen fanns det ett behov av finansiering och där hade PE-bolag Z en tydlig roll i att tillföra expensionskapital för att få dessa bolag att växa. Traditionell PE innebär att man använder ganska mycket lånade pengar, men av de 111 investeringar PE-bolag Z gjort genom åren har cirka 90 av dessa varit helt obelånade berättar dem. PE-bolag Z menar att det är högre operativ risk på de små och medelstora bolag de jobbar med och att då tillsätta en hög finansiell risk gör att totalrisken blir för stor.

PE-bolag Z arbetar på flera olika sätt, de kan tillföra kapital rakt in i sina portföljbolag genom nyemissioner, de kan gå in som minoritetsägare vilket är väldigt ovanligt bland PE-bolag i deras storlek och de gör även rena buyouts där bolag köps upp i princip till 100 % med en belånad struktur. PE-bolag Z menar att de sveper över en stor del av skalan, på det sättet är de inte traditionella.

4.3.1 Förvärsprocess

Enligt PE-bolag Z är de helt branschoberoende men de söker efter bolag som sticker ut på ett positivt sätt, som gör något annorlunda. De berättar att Veckans Affärer för några år sedan gjorde en studie på 40 svenska bolag som var världsledande i sitt fält, och PE-bolag Z var ägare i åtta av bolagen. PE-bolag Z berättar att de inriktar sig relativt mycket på nischade bolag som kan ha en världsledande position.

PE-bolag Z menar att de når störst framgång när de själva eller genom sitt nätverk hittar objekten. Nu för tiden är alla så pass utbildade, det finns rådgivare som hjälper bolag när de vill hitta köpare. PE-bolag Z letar aktivt bolag själva, både genom deras nätverk samt deras rådgivare.

4.3.2 Arbetssätt

PE-bolag Z berättar att de upplever att de behöver vara aktivare i sitt ägarskap idag än tidigare. Det beror dels på att de fram till 2005 alltid ägde en minoritet på grund av att de har en historia från ett försäkringsbolag. Tidigare fanns regler som gjorde att försäkringsbolag inte fick vara majoritetsägare. PE-bolag Z menar att det lärde dem att agera som minoritetsägare vilket idag gör det möjligt för dem att komma åt en del bolag som andra aktörer kanske inte gör. De lärde sig också hur viktigt det är att ägarna är öppna med sina ägaragendor för att olika parter inte skall dra åt olika håll. PE-bolag Z väljer däremot idag hellre att vara majoritetsägare, men de kan fortfarande gå in som minoritetsägare om det finns

bra anledningar berättar de. PE-bolag Z menar att dem agerar på samma sätt oavsett om de är minoritets- eller majoritetsägare, men att andra frågor kan falla på ens ansvar om man är majoritetsägare.

Den andra faktorn som skiljer sig åt enligt PE-bolag Z är att bolag inte var rätt prissatta för 15-20 år sedan. Då gick det att göra en hyfsat bra affär utan att göra speciellt mycket. Arbitrage var möjligt i mycket större utsträckning än vad det är nu. Idag får man däremot betala rätt pris för bolagen och det gäller verkligen att ha en värdeförändringsagenda för att nå de avkastningar som PE-branschen kräver. Det krävs helt enkelt mer nu än det gjorde förut anser PE-bolag Z.

Angående minoritetsägande berättar PE-bolag Z att det finns konkurrenter som kan tänka sig att vara minoritetsägare om det verkligen är enda sättet att komma in i ett bolag, men det är däremot stor risk för att bolaget går sämre om ägarna börjar dra åt olika håll. PE-bolag Z menar att de lärt sig att alla måste vara överens om en ägaragenda och hur värdet på bolaget skall höjas. Är målet att ett bolag till exempel skall bli marknadsledande i Sverige, då måste ägarna stå bakom detta, sedan avgör styrelsen vilken väg som skall tas rent strategiskt. Det kan exempelvis handla om expansion genom e-handel. Efter detta blir det ledningens uppgift att utforma en affärsplan på hur det rent praktiskt skall gå till väga.

Styrelsemässigt säger PE-bolag Z att de vid en investering alltid är med och diskuterar ägaragendan och sedan tar en plats i styrelsen. De berättar att de aldrig sitter som ordförande i sina portföljbolag, oavsett om de är minoritet eller inte. PE-bolag Z gillar små, effektiva styrelser med fem till sex personer. Rent formellt har de rätt att tillsätta ett visst antal platser i styrelsen, men de menar att det är viktigt att gemensamt komma överens om vilka kompetenser som bolaget behöver för att uppfylla ägaragendan. Generellt har de ungefär fem styrelsemöten per år, men i bolag där det finns en tydlig förändringsagenda som exempelvis inkluderar förvärv så kan blir det fler möten än så. Det förhållningssätt PE-bolag Z har är likadant oavsett minoritet eller majoritet. De säger att de alltid tar på sig den aktiva rollen att ha en bra relation med VD, CFO, ordförande eller någon annan som har en viktig roll för agendan. De anser att ordförande skall vara den som hela tiden samtalar veckovis med VD, så att styrelsen inte har ett möte där någonting helt nytt plötsligt dyker upp. PE-bolag Z menar att de utövar sitt aktiva ägarskap genom styrelsen, men de är mer operativa de gånger som en

förvärvsagenda ligger på bordet. Då skannar de netto- och bruttolistor, har diskussioner med banker och är ute och träffar förvärven personligen.

PE-bolag Z berättar att de utifrån styrelsen nästan alltid bildar ett börsfähihetsutskott. Det är ett utskott som gör bolaget möjligt att börsnoteras. Målet för PE-bolag Z är inte att alla bolag skall börsnoteras, men de tror på att det skapar värde oavsett. Utskottet skapar en agenda över vilka områden som behöver beaktas, det kan exempelvis vara rapportering eller informationsgivning, saker som börsens revisorer undersöker vid en eventuell börsnotering. Utskottet brukar bestå av en till två personer från PE-bolag Z, VD:n i bolaget, CFO:n i bolaget samt styrelsens ordförande. Utskottet går i djupet i vissa frågeställningar som berör planen om att göra bolaget börsfähi. PE-bolag Z anser att det skapar värde genom att riskpremien går ned för bolaget då det blir mer transparent. De menar att bolaget ser mindre riskfyllt ut ju mer transparent det är.

De berättar att värdeförändringsagendan varierar. Ibland växer de genom förvärv, ibland genom organisk tillväxt. De menar att ägaragendan och börsfähihet möjligtvis är de strategier eller processer som är något standardiserade. I övrigt skiljer det sig väldigt mycket mellan olika portföljbolag.

Den tidshorisont PE-bolag Z har på sina investeringar är fyra till sju år. Deras totala snitt för de 98 exits de gjort genom åren är 5,2 år. Ibland går de väsentligt fortare än så och de ger ett exempel på ett portföljbolag de investerade i där deras ägarperiod blev kortare än vad de hade tänkt. PE-bolag Z hade då en värdeförändringsagenda som ursprungligen var tänkt att följas under fyra till fem år, men på grund av olika omständigheter valde PE-bolag Z att sälja redan efter tre år.

PE-bolag Z:s ägarandel brukar vara allt från 30-95 %, men normalt sett ligger de på mellan 60-70 %, resterande andel ägs av familj eller entreprenör. PE-bolag Z investerar alltid tillsammans med annan part. Även ledningen i bolaget är alltid med i någon form av ägarprogram. De säger att de inte är ute efter kortsiktiga resultat utan värdet på bolaget vill drivas ur ett långsiktigt perspektiv. De anger också att de väldigt ofta vill att den gamla ägaren ska vara kvar. Det kan ses som en garant för personal, kunder, leverantörer eller hela bygden att den gamla ägaren är kvar och har förtroende för PE-bolag Z. De menar att gamla ägare ofta sitter på genuin kunskap och att de har stor ödmjukhet gentemot dem. Många av de bolag PE-bolag Z investerar i kommer från små orter där bygden eller samhället har ett stort intresse

för att det går bra för det utvalda bolaget, även om det inte är finansiellt. PE-bolag Z menar att det därför är viktigt att ta hänsyn även till sådana aspekter och att se det ur ett större perspektiv.

Den absolut viktigaste aktiviteten för att skapa värde enligt PE-bolag Z är att tillsätta en bra ledning. De har hellre en A-ledning med en B-idé än vice versa. Det spelar ingen roll hur bra produkter ett bolag har, med fel personer i ledningen kommer det troligtvis inte gå bra ändå. En annan aktivitet de påpekar är av stor vikt är fokus. Blir fokus för spritt så blir resultatet inte bra. Det är något som oftast kan ske när entreprenörer som ofta har väldigt mycket idéer är involverade. Då måste PE-bolag Z hejda dem och se till att fokus läggs på det som är bestämt. Ser köpare att bolaget sysslar med för många olika saker kan riskpremien i deras perspektiv höjas menar PE-bolag Z. Den tredje aktiviteten som även nämnts tidigare är ägaragendan, den måste vara samstämmig mellan ägarna påpekar de.

PE-bolag Z nämner ett par saker som kan motverka intressekonflikter. Dels är det viktigt att ha ägaragendan, men också en löpande dialog då saker och ting kan förändras. Ägaragendan måste hela tiden omprövas, ägarna sätter sig ned minst en gång per år för att vara överens. Det är också viktigt att vara överens om ekonomiska målsättningar och vilka marknader som ska bearbetas. PE-bolag Z anser att en framgångsfaktor är att vara en bra arbetsgivare för att på så sätt attrahera rätt folk.

PE-bolag Z uppger att media ofta kan tro att PE-bolag vill skapa kortsiktiga vinster, minska kostnaderna så mycket som möjligt och ta ut så mycket utdelning som möjligt. Enligt PE-bolag Z så skulle dem inte få tillräckligt bra betalt om de gjorde på det sättet. Skulle PE-bolag Z stycka ett bolag, dränera kostnader, så tror de inte att nästa köpare är så dum att denne inte observerar det. Tvärtom så anser de att ju mer de satsar, desto mer kommer de få betalt. Det handlar också om att PE-bolag Z är måna om sitt rykte, speciellt då de ofta gör affärer med familjer och entreprenörer. Hur PE-bolag Z uppfattas som ägare är viktigt enligt dem själva och de tror på att skapa långsiktigt hållbara värden, inte bara ekonomiska värden.

Gällande kapitalstruktur säger de att de är försiktiga med belåning när de går in i bolag på grund av att den operativa risken är högre. I de fall PE-bolag Z belånar sina investeringar så har dem ofta lite eller inga lån kvar vid exit. Eftersom PE-bolag Z använder lån i lägre utsträckning är det inte den finansiella delen som skapar värde. Deras främsta värdeskapande aktivitet är omsättnings- och lönsamhetstillväxt. De säger att operativt eller industriellt

värdeskapande är den absolut största delen i deras värdeutveckling. De berättar vidare att organisk tillväxt innebär mycket lägre risk än tillväxt genom förvärv. Vid förvärv av nya bolag ska ny kultur och nya människor fungera bra tillsammans, vilket ofta kan vara svårt. De anger också att de hellre gör flera små förvärv än enstaka stora, då blir det mindre risk i varje enskild affär.

4.3.3 Exitstrategi

Exitstrategin utgör en del av den ägaragenda PE-bolag Z sätter upp. Även om det är svårt att veta från början vem som kommer köpa bolaget så menar de att det optimala är att bygga ett bolag som är så attraktivt som möjligt för så många köpare som möjligt. PE-bolag Z föredrar att det finns tydliga industriella köpare, då det ofta är dem som kan betala mest på grund av att dem kan utnyttja synergier när dem gör ett förvärv och integrerar med andra bolag. Finansiella köpare finns alltid så länge bolaget har ett bra kassaflöde. En eventuell börsintroducering beror på bolaget, men även hur marknaden ser ut menar PE-bolag Z.

4.3.4 Case

PE-bolag Z berättar att de gick in som minoritetsägare i portföljbolag 5 tillsammans med ett annat PE-bolag. De ägde 42 % var i portföljbolag 5 som då omsatte 300 miljoner kronor med ett resultat på 35 miljoner kronor. VD:n i bolaget köpte in sig från grundaren som sålde hela bolaget. Bolaget fungerade som en distributör för amerikanska läkemedel som såldes i Norden. Fokus sattes på att anskaffa egna produkter, expandera från Norden till Europa och att öka produktportföljen samt antal partners. På fem år blev bolaget paneuropeiskt, antal produkter ökade från 30 till 50 stycken, fördelningen på antal partners blev bättre och bolaget gick från att vara mer eller mindre en distributör till att ha egna läkemedel genom licensiering och liknande. Resultatet blev att bruttomarginalen gick från 35 % till 65 %, omsättningen ökade till 700 miljoner kronor och resultatet till 200 miljoner kronor. När det var dags för exit hade PE-bolag Z 77 stycken intressenter och fick tillbaka 27 gånger pengarna på deras investering. De säger att nyckeln till framgång i det fallet var att fokus hela tiden hölls intakt och att de utförde det som gemensamt beslutades från början.

PE-bolag Z berättar att en gemensam faktor för de sämre affärer de gjort är att ledningen har varit sämre eller inte fungerat. De berättar att det finns företagsledningar som är utmärkta i medvind och andra som är bra i motvind, men ofta är det inte samma personer. Helt förändrade förutsättningar på marknaden, som ibland skulle kunnat förutses, är en annan

faktor. De ger ett exempel på ett företag inom skogsnäringen som de investerade i precis innan den senaste globala finanskrisen. Deras produkter var världsledande, men kunderna blev så otroligt mycket färre till följd av finanskrisen vilket ledde till att försäljningsvolymen gick ner väsentligt. Med facit i hand hade PE-bolag Z också en för hög finansiell risk anger dem.

4.3.5 Granskning av portföljbolag

För portföljbolag 5 har årsredovisningar från åren 2003-2011 granskats, samt publicerad fallstudie. PE-bolag Z har haft representanter i styrelsen under hela ägarperioden, helt i linje med vad dem berättat i intervjun. Det gick att utläsa i årsredovisningarna att tydlig fokus låg på geografisk expansion i kombination med ökning av produktportföljen. Expansion skedde först i Baltikum och gick sedan vidare till andra europeiska marknader.

Portföljbolag 5 visar en positiv utveckling på sin nettoomsättning under hela PE-bolag Z:s ägarperiod och gick från 302,6 kronor miljoner till 682,2 miljoner kronor under ägarperioden. Produktportföljen breddades kontinuerligt, främst genom distributionsavtal, men även genom egna nya produkter. Produktportföljen utökades till totalt 50 stycken produkter från att ursprungligen innehållit 30 stycken. Rörelseresultat ökade från 34,4 miljoner kronor till 199,1 miljoner kronor från att PE-bolag Z gick in som ägare till det att avyttring skedde.

I portföljbolag 6 har årsredovisningar mellan åren 2003-2008 samt publicerad fallstudie granskats. I det bolaget gick PE-bolag Z in med en ägarandel på 35 % 2004 och var kvar som aktiva ägare fram till 2007.

PE-bolag Z gjorde portföljbolag 6 börsfärdigt och redan 2005 börsnoterades portföljbolag 6. Fokus låg på att växa både geografiskt och sortimentsmässigt. Portföljbolag 6 ökade antalet butiker, breddade butiksformat och sortiment samt expanderade geografiskt.

Portföljbolag 6 ökade antalet butiker från 98 stycken 2002 till 186 stycken 2007, nettoomsättningen ökade från 495 miljoner kronor till 1470 miljoner kronor och rörelsemarginalen steg från 4,9 % till 15,1 %.

5 Analys

Samtliga intervjupersoner är överens om att förberedelserna inför ett förvärv är av stor vikt för hela den kommande investeringen. Att skapa kunskap och expertis om target-bolaget genom grundliga analyser av bolaget och dess marknad samt investeringen som helhet innefattas i dessa förberedelser. PE-bolag X tillbringar som oftast ett par år att analysera ett target-bolag och PE-bolag Y lägger i genomsnitt sex månader på förberedande aktiviteter. Dessa förberedande aktiviteter påstod också Heel och Kehoe (2005) vara väldigt viktiga för en god investering och är en av de fem värdeskapande aktiviteterna de presenterade i sin undersökning att PE-bolagen hade tillämpat i de investeringar som visat bäst resultat.

En annan värdeskapande aktivitet som Heel och Kehoe (2005) beskriver är att ge incitament i form av ägarandelar till chefer och nyckelpersoner samt att man i de allra främsta investeringarna krävt att VD:n för portföljbolaget personligen skall investera i bolaget. Det är aktiviteter som alla aktörer i vår undersökning lägger stor vikt och mycket resurser på. Samtliga intervjupersoner har berättat att de alltid erbjuder nyckelpersoner i portföljbolaget att köpa in sig. Aktieägare inom portföljbolagen innefattar alltså nästan alltid personer från ledning, styrelse och andra nyckelpersoner. De har även berättat om olika prestationsbaserade bonussystem de tillämpar för styrelse, chefer och VD när de når uppsatta mål. Alla är även överens om att de gärna ser att VD:n för portföljbolaget personligen investerar i bolaget. Incitament i form av att erbjuda delägarskap är något som agentteorin hävdar skall undvika intressekonflikter (Berk & DeMarzo, 2014). Det är en av anledningarna till att PE-bolagen tillämpar incitament som dessa. Samtliga av de intervjuade PE-bolagen anger att de vill ha VD och andra nyckelpersoner i portföljbolaget "i samma båt" som ägarna, menat att alla inblandade skall vilja dra åt samma håll, för företagets bästa.

Agentteorin påpekar också vikten av att motverka asymmetrisk information mellan parterna då det kan leda till olika viljor och konflikter vilket skulle vara förödande för portföljbolaget (Jensen & Meckling, 1976). Både PE-bolag Z och PE-bolag Y berättar om några mindre lyckade investeringar de gjort, där intressekonflikter uppstått på grund av att exempelvis ägare och ledning haft olika information eller syn på vad som skall göras i bolaget. Samtliga PE-aktörer är överens om att motverka asymmetrisk information, och det är något de arbetar mycket med. För att motverka asymmetrisk information berättar de hur ägaragendor och strategier görs kristallklara innan nya bolag förvärvas med syfte att alla inblandade parter har

fullständig information om framtida mål och strategier samt att alla viljor är enade. En tidsplan för när dessa strategier skall vara genomförda sätts även upp på förhand för att skapa ytterligare tydlighet. Tydliga värdeskapande strategier som sedan genomförs effektivt och upprätthålls via prestationsmätning är ytterligare en aktivitet som Heel och Kehoe (2005) talar om. Det tillämpas av alla de undersökta PE-bolagen. Enligt Zahra och Pearce (1989) är övervakning en del av styrelsens uppgifter och att kontinuerlig uppföljning av portföljbolagen görs i form av styrelsemöten ungefär varannan månad är alla PE-aktörer eniga om. Det är något som också ligger helt i linje med teorin om corporate governance inom PE. Denna teori hävdar att PE-bolag har en bättre förmåga jämfört med offentliga bolag att skapa strategier som sedan utförs enligt plan och att kontinuerlig uppföljning sker för att på så sätt upptäcka eventuella avvikelser eller problem som behöver korrigeras (Cendrowski, 2008).

Något annat denna teori behandlar är att PE-bolag jämfört med offentliga bolag inte behöver oroa sig för press utifrån när det gäller kvartalsrapporter (Cendrowski, 2008). Portföljbolagen behöver inte oroa sig för att redovisa kortsiktigt sämre resultat och bli bestraffade för det. De kan då istället agera mer långsiktigt då de inte behöver oroa sig för ett sämre resultat i initial fas om de vet att det kommer frambringa bättre resultat i framtiden. Detta är något som PE-bolag X också berättar under intervjun och som de anser är en viktig aspekt som visar att PE-bolag arbetar långsiktigt i sina portföljbolag. Även PE-bolag Y och PE-bolag Z hävdar att PE-bolag tänker långsiktigt när de agerar då de påpekar att dem har som mål att bolaget skall anses ha en vidare tillväxtpotential i fem till tio år efter portföljbolaget avyttrats. Det är även en åsikt som PE-bolag X delar. Om en potentiell köpare ser att det finns ytterligare tillväxtpotential i bolaget kommer värdet på bolaget öka väsentligt och försäljningspriset likaså förklarar samtliga.

I teoriavsnittet om styrelse och ledning beskriver Blom, Kärreman och Svensson (2012) vikten av ett väl fungerande samspel mellan styrelse och företagsledning samt att ett stort engagemang från båda parter sannolikt hänger ihop med ett bra resultat. Även Acharya et al. (2009) beskriver hur de bäst presterande PE-bolagen frekvent interagerar med företagsledningen. Samtliga undersökta PE-aktörer verkar nästan enbart genom styrelsen och att kontakten mellan styrelsen och ledningen då är god är av stor vikt. Styrelsen i ett portföljbolag består ofta av en till tre representanter från PE-bolaget samt några utvalda kompetenta personer tillsatta av PE-bolaget som tros kunna bidra med strategier och förslag på vad bolaget skall göra för att skapa tillväxt. Att dessa planer och strategier sedan utförs

korrekt av företagsledningen kan endast ett väl fungerande samarbete mellan styrelse och ledning tillgodose. För att engagera ledning och styrelse tillämpas incitament som vi tidigare har diskuterat. Att styrelsen alltid skall finnas till ledningens förfogande när de behöver hjälp med problem anser alla de intervjuade personer vara väldigt viktigt för att implementeringen och utvecklingen skall fungera så väl som möjligt.

Acharya et al. (2009) beskriver i sin studie hur de PE-bolag som presterar bättre tar in extern support i form av kompetens. Det stämmer överens med de PE-bolag som undersökts då något som samtliga berättar om i intervjuerna är vikten av att ha ett brett och kompetent nätverk av personer. Tack vare detta breda nätverk med flera olika typer av kompetenser bidrar det till att de kan agera helt branschoberoende. Alla är eniga om att kompetensen de tillsätter i sina portföljbolag är en av de mest värdeskapande aktiviteterna. Utformandet av en kompetent styrelse som i sin tur tillsätter en kompetent ledning är oerhört viktigt.

Ägarstrukturen kan se olika ut då både PE-bolag Y och PE-bolag X endast investerar i bolag där de är majoritetsägare. PE-bolag Z däremot kan även tänka sig att agera minoritetsägare, vilket är ganska anmärkningsvärt inom detta segment. PE-bolag X och PE-bolag Z vill att tidigare ägare skall vara kvar då de ser ett värde i form av kompetens inom branschen och bolaget samt bra relationer till kunder och leverantörer. PE-bolag Y har inget behov av detta, snarare tvärtom ser de risk för intressekonflikt genom att ha kvar tidigare ägare.

Samtliga aktörer har en tidshorisont för sina investeringar på cirka fyra till sju år. Vad för slags exit de så småningom skall utföra bestäms aldrig på förhand, dock målas troliga scenarion upp för att vara så väl förberedda som möjligt. Här sticker PE-bolag Z ut från de övriga då de i princip alltid upprättar ett börsfärdighetsutskott. De gör alltså portföljbolaget redo för en IPO. PE-bolag Z ser detta som en värdeskapande aktivitet oavsett om portföljbolaget skulle börsintroduceras eller inte. Detta då det enligt dem ökar transparensen i portföljbolaget och gör det mer attraktivt för framtida köpare. PE-bolag X undviker gärna den här processen då den är väldigt tids- och resurskrävande.

Samtliga PE-bolag är överens om att strategin anpassas efter portföljbolaget och de utmaningar som finns i varje specifikt fall. Inget portföljbolag är det andra likt och därför går det inte att använda en standardiserad strategi.

Ytterligare en gemensam nämnare för samtliga intervjuade PE-bolag är att de endast är intresserade av att investera i relativt välmående bolag. De portföljbolag de investerar i ska

utöver en relativt god ekonomi ha god utvecklingspotential. Samtliga aktörer är överens om att de små till medelstora bolag de investerar i har en högre operativ risk jämfört med större bolag som exempelvis EQT eller Nordic Capital investerar i. Av den anledningen kan inte PE-bolag X, PE-bolag Y eller PE-bolag Z ta en för hög finansiell risk då den totala risken då skulle bli för hög. Samtliga aktörer är därför överens om att industriellt värdeskapande är viktigare i deras segment av marknaden jämfört med de större PE-aktörerna. Detta speglas även på graden av belåning som samtliga tillämpar för sina investeringar. Mellan 40-50 % ligger ofta belåningen på, men även på denna aspekt skiljer sig PE-bolag Z från de övriga då den stora majoriteten av deras investeringar har varit obelånade. Detta kan jämföras med 60-70 % belåning som Bo Söderberg uppger att Nordic Capital har på de flesta av sina investeringar.

Samtliga undersökta PE-bolag är överens om att PE-marknaden har ett oförtjänt dåligt rykte hos allmänheten idag. De berättar att de hela tiden har branschens och deras företags rykte i bakhuvudet när värdeskapande strategier implementeras. Det är ett agerande och tankesätt som ligger i linje med intressentmodellen då det är uppenbart att man inte endast tänker på att tillfredsställa ägare och ledning utan att inkludera fler intressenter (Blom, Kärreman och Svensson, 2012). Att tillfredsställa kunder, leverantörer, anställda och samhället i stort är minst lika viktigt i mån om att detta ger ett gott rykte åt PE-bolaget och även PE-branschen generellt. Att ett gott rykte leder till fler framtida affärer och en större acceptans hos samhället är alla tre överens om. PE-bolag X förklarar även vikten av att tillfredsställa konsumenter till sina portföljbolag då det leder till gott rykte och en högre försäljning. Det är även viktigt med ett gott rykte för attrahera kompetenta samarbetspartners i form av styrelseledarmöter, VD och andra nyckelpersoner som är en viktig komponent i ett PE-bolags investeringsprocess. Därför är det långsiktigt agerande som ger det främsta resultatet för PE-bolagen och inte ett kortsiktigt. Det är en aspekt som alla tre är överens om.

6 Slutsats och framtida forskning

I detta avsnitt presenteras slutsatser baserat på frågeställningen och uppsatsens syfte besvaras. Ett avsnitt om förslag till framtida forskning kommer också att presenteras.

6.1 Slutsats

En del av syftet med denna kandidatuppsats var att undersöka de styrningsmedel och den kompetens PE-bolag tillför i sina portföljbolag genom aktivt ägande för att skapa tillväxt. Vi har hittat ett flertal aktiviteter och styrningsmedel som samtliga undersökta PE-bolag har tillämpat i sina portföljbolag och som de är överens om är av stor vikt.

Stora delar av resultatet går att återkoppla till teorier och tidigare forskning. Det var däremot osäkert initialt att detta skulle vara möjligt då de teorier och tidigare forskning som finns enbart är riktat mot större aktörer och på andra marknader. Vi kan härmed föra fram att stora delar av den tidigare forskningen som finns inom PE går att applicera på små till medelstora PE-bolag som verkar på den nordiska marknaden men med viss anpassning. Mindre aktörer så som Valedo, Priveq och Karnell måste arbeta mer med industriellt värdeskapande jämfört med större aktörer. De stora aktörerna förvärvar ofta bolag som redan har en bra ledning och struktur. I de investeringarna är det ofta kapital som är den bristande resursen medan i mindre bolag är det kompetens. Som samtliga intervjupersoner har diskuterat är den operativa risken mycket högre för dem än för större aktörer och således måste mindre finansiell risk tas. Värdeskapande måste då i större utsträckning byggas upp från industriella medel då inte lika mycket finansiella medel tillsätts. Teorier som mindre aktörer borde tillämpa i sitt värdeskapande tillhör då till högre grad operativa eller industriella teorier än finansiella. De riktlinjer och metoder vi förespråkar att PE-bolag i vårt valda segment kan tillämpa i syfte av att skapa värde i sina portföljbolag är följande:

Grundlig förvärvsprocess

Att lägga en stor del tid och resurser på att analysera en potentiell investering innan förvärv görs är en aktivitet som samtliga undersökta PE-bolag anser är av stor vikt för hela den kommande investeringsprocessen.

Införande av incitamentsystem, tydlig ägaragenda och strategi

En annan aktivitet som observerades vara av stor betydelse för samtliga intervjuade PE-bolag är att ge incitament till chefer och nyckelpersoner i portföljbolaget. Dessa incitament består främst av ägarandelar och prestationsbaserade finansiella bonusar. Syftet med dessa incitament är att undvika intressekonflikter och asymmetrisk information mellan ägare och ledning och således att få alla iblandade aktörer på samma sida och dra åt samma håll. Vidare för att motverka dessa problem är man väldigt tydlig om hur ägaragendor skall utformas, vad som skall förändras och göras i portföljbolaget samt en klar tidshorisont för när strategier skall implementeras och även kontinuerlig uppföljning av dessa.

Extern kompetens

Att ha ett stort nätverk med bred kompetens anser samtliga är en viktig del för industriellt värdeskapande. De berättar i intervjuerna om vikten av att tilldela rätt kompetens till rätt plats och att majoriteten av denna kompetens kommer från deras industriella nätverk. Underhållning av detta nätverk är således högt angelägen.

Aktivt ägarskap via styrelsearbete

Hur PE-bolagen styr sina portföljbolag är väldigt överensstämmande de tre bolagen emellan. En styrelse tillsätts som består av representanter från PE-bolaget och kompetenta personer från det industriella nätverket samt eventuellt gamla ägare. Styrelsen utformar strategier och tillsätter ledningen. Att relationen mellan styrelse och ledning är god är av stor betydelse för industriellt värdeskapande. Det skall gå en röd tråd igenom organisationen, hela vägen från ägarna som sätter ägaragendan, vidare till styrelsen som väljer strategi och slutligen till ledningen som sköter det operativa.

Huruvida de framtagna riktlinjerna och metoderna kan tillämpas av andra PE-bolag i samma segment

Med hjälp av urvalsavsnittet och validitetsavsnittet samt resultatet av studien kan de slutsatser vi kommit fram till anses vara relativt generella för PE-bolag inom det segment vi undersökt och antas kunna tillämpas av andra PE-bolag inom samma segment. Härmed besvaras den andra delen av uppsatsens syftet.

6.2 Förslag till framtida forskning

I vidare forskning skulle fokus kunna ligga på hur PE-ägda bolag presterar jämfört med icke PE-ägda bolag inom segmentet små och medelstora bolag. En kvantitativ studie med den inriktningen skulle sannolikt visa en korrelation mellan PE-ägda bolag och starka finansiella resultat.

En sådan studie skulle kunna ge vidare incitament till att kvalitativt undersöka huruvida industriella medel och styrningsmedel skiljer sig åt mellan PE-ägda bolag gentemot icke PE-ägda bolag inom det valda segmentet.

7 Referenser

6.1 Litteratur

Acharya, Viral V.,Gottschalg, Oliver F., Hahn, Moritz & Kehoe, Conor. (2013). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *The Review of Financial Studies* 26 (2): 368-402

Berk, Jonathan B., & DeMarzo, Peter M. (2014). *Corporate finance*. 3. ed., global ed. Harlow, England: Pearson

Blair, Margaret M. (1995). *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, D.C.: Brookings Institution

Blom, Martin, Kärreman, Matts & Svensson, Claes (2012). *Bolagsstyrning: corporate governance på ren svenska*. 1. uppl. Malmö: Liber.

Bowie, N. (1988). The moral obligations of multinational corporations. I: S. Luper-Foy (red.), *Problems of international justice*. Boulder: Westview Press.

Brenner, S.N. (1993). The stakeholder theory of the firm and organizational decision making: Some propositions and a model. I: J. Pasquero & D. Collins (red.), *Proceedings of the fourth annual meeting of the International Association for Business and Society*. San Diego: IABS.

Bryman, Alan (2008). *Social research methods*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press

Cendrowski, Harry (red.) (2008). *Private equity [Elektronisk resurs] : history, governance, and operations*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15 (3), s. 369-381.

Esaiasson, P., Gilljam, M., Oscarsson, H., & Wängnerud, L. (2012). *Metodpraktikan: Konsten att studera samhälle, individ och marknad*. (3. uppl.) Stockholm: Norstedts Juridik.

Finansdepartementet. (2004) *Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet* (Ds 2004:25). Stockholm: Finansdepartementet.

- Jensen, Michael C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* 67 (5): 61-74
- Jensen, M. & W.H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360
- Klein, B. (1983). Contracting costs and residual claims: The separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 367-374
- Langtry, B. (1994), Stakeholders and the moral responsibilities of business. *Business Ethics Quarterly*, 4 (4), s.431-443.
- Mallin, Christine A. (2013). *Corporate governance*. 4. ed Oxford: Oxford University Press
- Patel, R., & Davidsson, B. (2003). *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Portföljbolag 1 (2006-2011). Årsredovisning 2006-2011. Tillgänglig: Bolagsinfo.
- Portföljbolag 1 (u.å.). Fallstudie. Tillgänglig: PE-bolag X hemsida.
- Portföljbolag 2 (2009-2012). Årsredovisning 2009-2012. Tillgänglig: Bolagsinfo.
- Portföljbolag 2 (u.å.). Fallstudie. Tillgänglig: PE-bolag X hemsida.
- Portföljbolag 3 (2003-2009). Årsredovisning 2003-2009. Tillgänglig: Bolagsinfo.
- Portföljbolag 3 (u.å.). Fallstudie. Erhållen: Personligen av PE-bolag Y.
- Portföljbolag 4 (2000-2008). Årsredovisning 2000-2008. Tillgänglig: Bolagsinfo.
- Portföljbolag 4 (u.å.). Fallstudie. Erhållen: Personligen av PE-bolag Z.
- Portföljbolag 5 (2003-2011). Årsredovisning 2003-2011. Tillgänglig: Bolagsinfo.
- Portföljbolag 5 (u.å.). Fallstudie. Erhållen: Personligen av PE-bolag Z.
- Portföljbolag 6 (2003-2008). Årsredovisning 2003-2008. Tillgänglig: Bolagsinfo.
- Portföljbolag 6 (u.å.). Fallstudie. Erhållen: Personligen av PE-bolag Y.
- Rezaee, Z. (2009), *Corporate governance and ethics*. Hoboken: John Wiley & Sons.

Zahra, S.A. & J.A. Pearce (1989), Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15 (2), s. 291-334.

7.2 Elektroniska referenser

Bloomberg Businessweek. (u.å.) *Bo Söderberg*.

<http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/person.asp?personId=66410&privcapId=22111> [2014-04-08]

Bloomberg Businessweek. (u.å.) *Jan Sundqvist*.

<http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/person.asp?personId=4669426&privcapId=32836802> [2014-04-08]

Coeli AB. (u.å.) *Coeli Private Equity*. <http://www.coeli.se/index.php?p=3&pageId=164> [2014-04-08]

Eland, M. (2014) Ägarna blev miljonärer – eleverna allt sämre. *Expressen*.

<http://www.expressen.se/nyheter/dokument/agarna-blev-miljonarer--eleverna-allt-samre/> [2014-04-05]

Gripenber, P. & Spängs, T. (2011) Sämre tider väntar riskkapitalister. *Dagens Nyheter*.

<http://www.dn.se/ekonomi/samre-tider-vantar-for-riskkapitalister/> [2014-04-03]

Heel, J. & Kehoe, C. (2005) Why some private equity firms do better than others. *McKinsey Quarterly*.

http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/why_some_private_equity_firms_do_better_than_others [2014-04-18]

Karnell AB. (u.å.) *Detta är idén*. http://www.karnell.se/Detta_ar_iden/ [2014-04-08]

Petersson, C. & Östman, K. (2011) Klipparna som styr friskolorna. *Aftonbladet*.

<http://www.aftonbladet.se/nyheter/article12896770.ab> [2014-04-03]

Priveq Investment AB. (u.å.) *Om Priveq*. <http://www.priveq.se/om-priveq> [2014-04-08]

Stockholm TT. (2011) Kritik efter Caremas spartävling. *Svenska Dagbladet*.

http://www.svd.se/nyheter/inrikes/kritik-efter-caremas-spartavling_6726373.svd [2014-04-04]

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA). (u.å.) *Om Sektorn*. <http://www.svca.se/om-private-equity/> [2014-04-06]

TT. (2011) Caremas bonussystem får ny kritik. *Dagens Nyheter*.
<http://www.dn.se/sthlm/caremas-bonussystem-far-ny-kritik/>. [2014-04-04].

Valedo Partners AB. (u.å.) *Om Valedo*. <http://www.valedopartners.com/om-valedo.aspx>
[2014-04-08].

8 Bilagor

6.1 Intervjufrågor

- Berätta lite om dig själv?
 - Namn, bakgrund, roll osv.

- Berätta om bolaget du jobbar på?
 - Är ditt företag i din mening en typisk PE-fond?
 - Vad är en typisk PE-fond?
 - Vad gör ni för att skilja er åt gentemot andra PE-fonder?
 - Riktar ni in er på en viss typ av portföljbolag/branscher?
 - Har ert sätt att arbeta förändrats under åren?

- Arbetsätt?
 - Använder ni en standardiserad strategi för samtliga investeringar eller varierar den beroende på target-företagets struktur?
 - Vad har ni för tidshorisont för era investeringar?
 - Hur ser ägarstrukturen ut i era portföljbolag?
 - Vad skulle du säga är de tre viktigaste aktiviteterna för att skapa värde i portföljbolag?
 - Vad kan man mer rent konkret göra för att skapa värde, ge exempel?
 - Vad gör ni för att skapa värde på lång/kort sikt i portföljbolagen?
 - Hur stor del av värdeskapandet kommer från finansiella medel och hur stor del kommer från industriella medel?
 - Hur ser kapitalstrukturen ut på era portföljbolag, från förvärv till exit, skiljer de sig mycket åt beroende på hur portföljbolaget ser ut?
 - Belånar ni era investeringar och hur mycket?
 - Bestäms exitstrategin på förhand eller ad hoc?
 - Den bolagsstyrning ni tillämpar, påverkas den av vad för typ av exitstrategi ni har?

- Case

- Kan du ge ett exempel på en lyckad respektive misslyckad investering?
 - Varför gick det bra/inte bra?

- PE-branschen
 - Vad tror du är den allmänna uppfattningen om PE-branschen?
 - Andelen svenska investerare i svenska PE-fonder är väldigt låg, vad tror du det beror på?
 - Har PE-branschen förändrats under de senaste 10-20 åren?
 - Om ja, på vilket sätt?
 - Hur tror du framtiden ser ut för PE?
 - Kommer svenska ägare i större utsträckning investera i riskkapital? (AP-fonder t.ex.)