

Publika private equity-bolags påverkan på styrningen av sina portfölj företag

En fallstudie av styrmekanismernas utveckling under ägarperioden

Gustaf Engellau & Anna Ivroth

Recent years have been very turbulent for most private equity firms. Especially the financial meltdown in global economy has affected the industry, but also the public pressure has made private equity houses change their control strategies towards more conventional methods used in public companies. This thesis aims to put light on the control methods used in listed private equity houses which use a buyout strategy. The paper describes how the control methods change over the different phases the asset experience and how different value generating strategies use altered control methods. Using Merchant's (2003) framework for management control systems and Berg and Gottschalg's (2004) research on value generating strategies in buyouts the thesis shows that action controls as designing instructions for the board and a business plan, together with goal alignment is the commonly used control strategy directly after the acquisition. In the holding period mainly results controls are used, where reporting and close follow up are preferred strategies. The final period, which is initiated through the idea of selling the asset, will consist of mainly personnel controls, where the owners discuss purchasing agreements and meet with potential buyers. Truly logical this period will see a lot of owner activity, since they wish to realize the total value generated so far.

Handledare:

Torkel Strömsten

Framläggning:

27 maj 2011, kl. 09.00-12.00

- *Ett stort tack till Ratos som tillsammans med sina portfölj företag gjort denna studie genomförbar. Ett speciellt tack riktas till Jenny Askfelt Ruud, utan vem denna studie inte skulle ha varit möjlig.*

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Tidigare forskning.....	2
1.3 Syfte och frågeställning	4
1.4 Definitioner av begrepp	4
1.4.1 Styrning.....	4
1.4.2 Riskkapital - Private equity.....	4
1.4.3 Management control systems.....	5
1.5 Avgränsning.....	5
2. Metod.....	7
2.1 Undersökningsmetod	7
2.2 Val av fallstudie- och intervjuobjekt.....	7
2.2.1 Private equity-bolag	7
2.2.2 Portföljföretag	8
2.3 Databasinsamling	9
2.4 Val av teori.....	10
3. Teoretisk referensram	11
3.1 Merchants ramverk för styrning.....	11
3.1.1 Results controls	11
3.1.2 Action controls.....	12
3.1.3 Personnel controls	13
3.2 Berg och Gottschalgs forskning kring värdeskapande i buyouts	13
4. Empiri	16
4.1 Ratos	16
4.1.1 Investeringsstrategi	16
4.1.2 Investeringsorganisationen.....	17
4.1.3 Rapportering och kommunikation	18
4.1.4 Aktivitetsnivåer och faser	19
4.2 Anticimex.....	21
4.2.1 Styrning av Anticimex	21
4.3 Haglöfs.....	23
4.3.1 Styrning av Haglöfs	23
4.4 SB Seating.....	25
4.4.1 Styrning av SB Seating	26
5. Analys	29

5.1 Styrprocesstendenser.....	30
5.1.1 Results controls.....	31
5.1.2 Action controls.....	32
5.1.3 Personnel controls.....	32
5.2 Styrprocessutveckling över aktivitetsfaser.....	33
5.2.1 Förvärvsfasen.....	33
5.2.2 Innehavsfasen.....	34
5.2.3 Avyttringsfasen.....	34
6. Slutsatser.....	36
6.1 Förslag till framtida forskning.....	38
7. Referenser.....	39
7.1 Litteratur.....	39
7.2 Muntliga källor.....	40
7.3 Övriga källor.....	41
Appendix.....	42
Appendix I – Frågeformulär: Ratos portföljföretag.....	42
Appendix II – Frågeformulär: Ratosanställda.....	43

1. Inledning

Denna studie ämnar belysa ett ofta omdebatterat område som motsägelsefullt är föga kartlagt inom svensk forskning. Vår fallenhet för styrning har väckts under vår tid på Handelshögskolan i Stockholm och speciellt private equity-bolags styrning av sina portföljföretag har fångat vårt intresse. Vi önskar därför klarlägga delar av detta område med denna examensuppsats och vi fann området kring publika private equity-bolags styrning vara oberört av tidigare studier. Därför följer tillstådes ett förtydligande av denna sorts bolagsstyrning.

1.1 Bakgrund

Riskkapitalbolag har varit aktiva i Sverige sedan 1980-talet men det är först på senare år som de blivit betydelsefulla aktörer och fått stor uppmärksamhet i media. Den svenska riskkapitalmarknaden är mycket framgångsrik och sett till BNP är det den näst största i Europa. (Riksbanken, 2005)

Riskkapital går ofta under benämningen private equity, vilket är en aktiv ägarform där ägarna investerar både kunskap och kapital i företag för att tillsammans med företagens ledningar bygga upp långsiktigt hållbara företag. Dessa förvärvas och drivs som individuella företag och några synergier mellan portföljföretagen försöks inte skapas. Private equity-marknadens andel av finansmarknaden har vuxit kraftigt de senaste åren och förväntas även i framtiden bidra till tillväxt och utveckling genom sitt aktiva ägande. (Sjätte AP-fondens hemsida, 21 april 2011) De svenska private equity-bolagen äger sammanlagt cirka 700 svenska företag som sysselsätter cirka 180 000 personer och omsätter totalt 250 miljarder kronor, vilket motsvarar 8 procent av BNP. (SVCAs hemsida, 21 april 2011)

Enligt Svenska Riskkapitalföreningen så finns det två typer av private equity: venture capital-bolag, som investerar i företag som befinner sig en utvecklingsfas samt buyout-bolag, som investerar i företag som befinner sig i mogna faser av sina livscyklar. (SVCAs hemsida, 21 april 2011) Private equity kan även delas in i private equity-fonder och noterade private equity-bolag. Private equity-fonderna ägs av onoterade private equity-bolag som förvaltar fonden genom att investera i diverse företag. Som investerare investerar man i fonden som normalt har en löptid på 10 år. Noterade private equity-bolag avser bolag vars aktier är noterade och handlas på börsen, vanligtvis NASDAQ OMX för nordiska företag. Enskilda investerare och institutioner investerar kapital genom att köpa aktier i det noterade private equity-bolaget som i sin tur gör direktinvesteringar i huvudsakligen onoterade företag, vilket

resulterar i att investeraren får en andel i en diversifierad private equity-portfölj. Svenska noterade private equity-bolag är mycket framgångsrika globalt och sett till börsvärde är Sverige rankade femma i världen. Den vanligaste formen av private equity är fortfarande fonder men andelen noterade bolag har ökat under de senaste åren och idag finns totalt nio noterade private equity-bolag i Sverige. (LPEQs hemsida, 21 april 2011) Trots det ökade antalet publika private equity-bolag och intresset för dessa så är forskningen på området begränsad när det gäller hur börsnoterade private equity-bolag styr sina portföljföretag. Därför förefaller detta område intressant att studera vidare.

1.2 Tidigare forskning

Private equity-bolags styrning av sina portföljföretag har under en lång tid studerats utifrån principal-agentteorin. Fokus har legat på förhållandet mellan ägare och portföljföretagens ledning där styrning, värdeskapande samt incitamentsystem har studerats noggrant. Först nyligen har perspektivet utvidgats till att se till fler parametrar av styrningen. (Kaplan, 1989) Principal-agentteorier har framförallt kritiserats för att inte se till vilken kontext principalen och agenten agerar och för att inte undersöka byten eller uppoffringar som görs med andra element av styrningen. Utifrån dessa tankar har contingency-teori utvecklats, vilket innebär att något endast är sant under specificerade krav. (Chenhall, 2003) Contingency-teori hävdar att det inte finns ett optimalt sätt att styra en organisation eller att fatta beslut. Istället formas det optimala tillvägagångssättet av inre och yttre osäkerheter och en organisations effektivitet uppstår när styrningen anpassas till dess karaktäristika såsom strukturen, storleken och omgivningen. (Donaldson, 2001) Variationen mellan organisationer ger att det inte finns en teori, utan snarare flera som kan användas till att förklara och förutse vilket management control system som kommer vara associerat med ökat presterande. (Chenhall, 2003) Att para ihop styrnings- och rapporteringssystem med ett specifikt sorts företag har dock inneburit komplikationer och har resulterat i ett uppslag av forskningsverk med olika inriktningar. (Greve och Gerdin, 2004) Olika variabler skapar nämligen en organisationsstruktur efter vilken ett accounting information system måste skapas för att man ska kunna uppnå organisationseffektivitet. (Otley, 1980) Att ta hänsyn till miljön, organisationens attribut och beslutsprocesser i utformandet av accounting information and control systems är av stor vikt eftersom organisationer har olika behov och befinner sig i olika situationer, vilka kräver olika tillvägagångssätt. Därför bör flera olika strategier utvecklas för inhämtning av marknadsinformation och anpassning till rådande situation gällande rapportering och för att kunna utveckla illa fungerande organisationer. (Gordon och Miller, 1976)

Private equity-bolagens mål är att maximera avkastningen i sina portfölj företag, vilket ofta medför att denna typ av investerare ställer höga krav på sina innehav där all operationell verksamhet måste maximeras. Det har lett till ett antal direkta metoder som private equity-bolag vanligtvis använder för att styra sina portfölj företag och maximera värdeskapandet. En utav de första åtgärderna som private equity-bolagen ofta vidtar efter ett förvärv är att de ökar skuldsättning i portfölj företaget. Återbetalningskrav och ränta verkar sedan som operativ budget och incitamentsystem, vilket försvårar icke-värde maximerande agerande från ledningens sida som i sin tur minskar kravet på styrning från ägarna. Den tunga skuldsättningen och pressen att förvalta företaget åt ägarna på bästa sätt leder till förbättrade resultat. (Baker och Montgomery, 2009) En central del av värdeökningen är även de finansieringslösningarna som tas fram och som bland annat innefattar optimering av kapitalstrukturen och minimering av bolagsskatt. Private equity-bolagen kan även förbättra resultaten, utöver effektivitetsökningen, genom strategiska beslut som att t.ex. omdefiniera kärnkompetens, förändra prissättning och förbättra kvalitet. Även operationell effektivitet påverkar värdeskapandet, vilket kommer till uttryck i form av kostnadsbesparingar, förbättrade marginaler, minskade kapitalkrav samt byte av ineffektiva ledningar. Vanligtvis är dock private equity-bolagen inte involverade i portfölj företagens operativa verksamhet, speciellt inte om företaget går bra. Självklart är de mer aktiva om företaget redovisar dåliga resultat. Då är de vanligaste åtgärderna en förändring av ledningen eller omstrukturering av ledningens skyldigheter. (Berg och Gottschalg, 2004) Private equity-bolagen har även mycket kunskap om industrin och marknaden, vilket gör att de kan sätta optimala budgetmål som leder till att ledningen producerar maximalt givet de operativa tillgångarna. (Baker och Montgomery, 2009) Merchant och Van der Stede (2003) presenterar ett styrningsramverk av styrmekanismer som syftar till att öka sannolikheten att de anställda agerar i företagets bästa intresse. Ramverket saknar dock tydliga exempel på dessa mekanismer och är inte inriktat på riskkapital företag, något som dock Thiel och Widerström (2007) studerat närmare och förtydligt i sin studie om riskkapitalbolagsstyrning av portföljbolag.

Trots den stora mängden forskning som undersöker hur private equity-bolag styr sina portfölj företag är det endast en liten andel som undersöker hur styrningen skiljer sig åt under olika delar av ägarperioden. Berg och Gottschalg (2004) är några av få som studerar detta och visar på att styrningen under förvärvs-, innehavs- och avyttringsfasen skiljer sig åt. Vidare är forskningen kring börsnoterade private equity-bolag mycket begränsad. Bergmann et. al (2009) menar att trots att det finns skillnader i organisationsstrukturer mellan noterade och onoterade private equity-bolag så har investeringarna liknande karaktärsdrag. Deras studie

diskuterar dock inte några skillnader i styrning. Därför förefaller det relevant att undersöka hur börsnoterade private equity-bolag styr sina portföljföretag under olika faser av ägarperioden.

1.3 Syfte och frågeställning

Syftet med denna studie är att undersöka utvecklingen av styrprocesser där ett börsnoterat private equity-bolag är ägaren. Studien ämnar även undersöka varför sådana styrprocesser utvecklas. Granskningen utgörs av en multipel kvalitativ fallstudie av tre olika företag för att möjliggöra att en komparativ undersökning i deras olika styrprocessers karaktäristika. Vidare ämnas även orsakerna till de påträffade styrmekanismerna utredas och hur de skiljer sig åt i olika faser av ägarperioden. Således ämnas följande två frågeställningar besvaras:

- Vilka styrprocesser använder publika private equity-bolag för att styra sina innehav?
- Hur och varför skiljer sig styrprocesserna under ägarperiodens olika faser?

1.4 Definitioner av begrepp

För att undvika misstolkningar och för att underlätta förståelsen för studien följer nedan en redogörelse för ett antal begrepp som kan förefalla komplicerade.

1.4.1 Styrning

Styrning inkluderar de medel som ägare använder för att förmå ledningen att implementera deras strategi samt att kontrollera att strategin efterföljs. Det inkluderar även de handlingar som syftar till att hämma, reglera och skapa motivation hos anställda till att nå utstakade mål och nivåer av hög effektivitet. Således innefattar detta begrepp även de budgetframläggningar och resultatkrav som presenteras av ledningen. (Anthony och Young, 1999) Att mäta framgången i ett företags styrning utgår från utvärderingen av prestationen av organisationens resurser, som t.ex. personalresurser samt fysiska och finansiella resurser. (Otley och Berry, 1980)

1.4.2 Riskkapital - Private equity

För att finansiera ett företags tillväxt används förutom banklån riskkapital. Att investera i osäkra företag kan ske i privata eller publika företag och anses vara riskfyllt, men även associerat med stora vinster över tid. Private equity innebär investeringar i eget kapital i vanligtvis beträngda företag och förser dessa med långsiktigt aktiekapital för att underlätta tillväxt. Inom private equity finns två inriktningar: venture capital respektive buyout. Venture capital innebär att man investerar i ett tidigt skede med så kallat såddkapital eller tillväxtkapital för att det unga företaget ska kunna utvecklas initialt. Buyout, som till skillnad

mot venture capital är associerat med höga kassaflöden, innebär en investeringstransaktion där en majoritet av ägandeskapet av ett företag köps upp. (SVCAs hemsida, 21 april 2011) Ett publikt private equity-bolag förvaltar inte fonder, med vilket det finns flera fördelar. T.ex. undviks resursanvändning på att anskaffa kapital till nya fonder och att de inte är bundna till någon maximal löptid, vilket innebär att de kan behålla innehaven så länge det är optimalt. Inte heller investerarna blir bundna till någon specifik löptid, eftersom aktien är en likvid tillgång, till skillnad från en investering i en fond. Det finns dock fördelar även med private equity-fonder såsom att det ger investerarna möjlighet att diversifiera sig bort från marknadsrisken. (LPEQs hemsida, 21 april 2011)

1.4.3 Management control systems

Management control systems (MCS) är ett system som samlar in och använder information för att utvärdera olika organisatoriska resurser såsom mänskliga, fysiska och finansiella men även organisationen som helhet med tanke på organisatoriska strategier. (Otley, 1980) Syftet med MCS är att skapa den stabilitet som krävs för att tillgodose användarnas behov, samtidigt som systemet för information ska tillåta ledningen att ta ut nya riktlinjer för företaget. (Atkinson et al, 1997) MCS inkluderar både management accounting, som är en samling aktioner, t.ex. budgetering och kostnadsföring samt management accounting systems som är systematisk användning av management accounting för att uppnå ett mål. Definitionen av MCS har utvecklats från att fokusera på finansiellt kvantifierbar information för att underlätta ledningens beslutsfattande till att även inkludera extern icke-finansiell information om t.ex. marknad, kunder, konkurrenter samt personliga och sociala kontroller. (Chenhall, 2003) Management control är nödvändigt för att förhindra att de anställda agerar på ett sätt som strider emot vad organisationen vill att de ska göra. (Merchant och Van der Stede, 2003) MCS kan även ses som en kombination av styrmekanismer som utformas av ledningen för att öka sannolikheten att de anställda agerar i enlighet med organisationens mål. (Abernethy och Brownell, 1997)

1.5 Avgränsning

Med förhoppningen att sammanställa en transparent studie, med karaktärsdrag som lättförståelighet och tydlighet, har studien tvingats till ett antal avgränsningar. På ett övergripande plan kan studiens slutsatser inte anses generella för hela private equity-marknaden eftersom endast ett private equity-bolag inkluderats. Vidare gäller även studien endast marknaden för publika private equity-bolag samtidigt som även en geografisk begränsning varit nödvändig eftersom private equity-bolaget i fråga endast har portföljföretag

på den nordiska marknaden. Studien undersöker dessutom endast private equity-bolag som investerar i företag och förvärvar kontrollen. Private equity-bolagets strategi att förvärva etablerade och väl fungerande bolag bör även stå till grund till viss avgränsning, eftersom detta innebär att ingen styrning i företagets uppstart undersöks i denna studie.

Den styrning som undersöks i studien beskrivs enbart med Merchants (2003) ramverk för styrning. Endast de tre ursprungliga kategorier av styrmekanismer: *results*, *action* och *personnel controls* kommer att inkluderas i studien. Merchants (2003) fjärde form av styrmekanism: *cultural controls* inkluderas inom *personnel control* när det är av relevans för studien och exkluderas därför som enskild kategori inom styrmekanismer. Detta ramverk med sina tre kategorier av styrning ligger till grund för beskrivandet av styrningsprocesserna, vilket kan ses som en förenkling av många komplicerade aspekter av styrning. Vidare hänförs den styrning som undersökningen berör endast till de investeringsansvariga och till ledningen i respektive portföljföretag. Detta ger att styrning som berör operationella chefer och ansvariga längre ner i portföljföretagens verksamhet exkluderas från denna studie.

Vid besvarandet av den andra frågeställningen gällande en ägarperiods olika faser så har endast tre faser identifierats, vilket kan ses som en förenkling när ägaraktiviteten skall beskrivas över en hel ägarperiod. Detta innebär att speciella händelser gör att ytterligare faser möjligen kan identifieras, men som denna studie inte tar hänsyn till för att möjliggöra en beskrivning av den generella utvecklingen.

2. Metod

2.1 Undersökningsmetod

Den metod som valts för studien är en fallstudie, vilket är lämpligt eftersom en fallstudie syftar till att undersöka komplexa processer och ge djupgående kunskaper om det som undersöks. Det som karakteriserar en fallstudie är att den undersöker endast en eller ett fåtal undersökningsenheter grundligt, vilket ger en djup kunskap. Denna detaljerade kunskap som genereras vid en sådan fallstudie fokuserar på att förklara sociala relationer och processer, vilket är mycket relevant för denna studie. (Lundahl och Skärvad, 1999)

Inom metodteori så finns det två former av undersökningar: kvantitativa och kvalitativa. Då denna studie avser att skapa en djupare förståelse för hur publika private equity-bolag styr sina företag är en kvalitativ metod lämplig. Kvalitativa undersökningar grundar sig i vad andra människor säger om situationer och händelser. Utgångspunkten för kvalitativa undersökningar är att jämföra olika empiriska resultat som relateras till befintlig litteratur och teori på området. (Lundahl och Skärvad, 1999)

2.2 Val av fallstudie- och intervjuobjekt

Studien inkluderar ett private equity-bolag och tre av dess portföljföretag. Studien är limiterad till denna omfattning för att kvalitet och god personkontakt ska möjliggöras med de olika intervjuobjekten, vilket bidrar till den omfattning av information och inblick de kan förse studien med. Vidare bör inte färre intervjuobjekt innefattas eftersom det kan bidra till att studien blir bristfällig och alltför specifik så att inga slutsatser kan dras av observationerna.

2.2.1 Private equity-bolag

Ratos

De private equity-bolag som är lämpliga för denna fallstudie är de som investerar i nordiska företag, är börsnoterade och företrädesvist svenska. Sådana bolag inkluderar: 3i, Bure, CapMan, East Capital Explorer, LinkMed, MedCap, Naxs-Traction, Novestra och Ratos. (SVCAs hemsida, 21 april 2011) Eftersom personliga kontakter fanns på Ratos och eftersom de är ett av Nordens största private equity-bolag och passar in på alla kriterier för studien har Ratos därför valts som fallstudieobjekt.

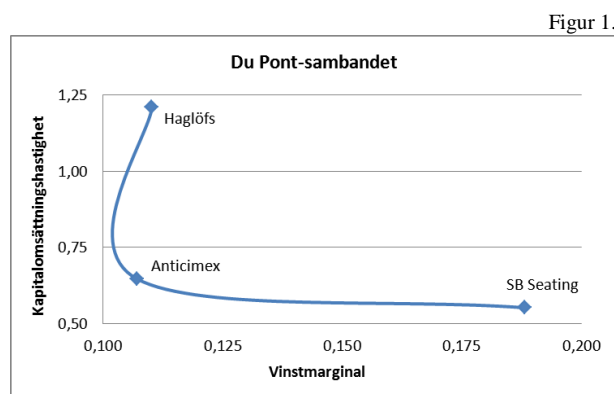
Som intervjuobjekt har Ratosanställda med lång erfarenhet från bolagets verksamhet och som är aktiva i portföljföretag valts som primära källor. Dessa ger insikt i Ratos styrningsstrategi

samt inblick i den praktiska styrningen i portföljföretagen. Det första intervjuobjektet, Jenny Askfelt Ruud, har arbetat på Ratos sedan 2007 och verkar som senior investment manager. Studiens andra intervju på Ratos var med investment director Per Frankling som har arbetat på Ratos sedan 2000. Dessa båda förefaller som goda intervjuobjekt, med stor erfarenhet från bolagstyrning och som har intensiv och regelbunden kontakt med några av Ratos portföljföretag.

2.2.2 Portföljföretag

De tre portföljföretagen har valts ut i samarbete med Ratos. Företag inom olika branscher och med så olika karaktär som möjligt efterfrågades för att ge studien validitet. Studien innefattar därför ett serviceföretag: Anticimex, ett detaljhandelsföretag: Haglöfs och ett business to business-företag: Scandinavian Business Seating. Sådan skillnad i karaktäristika bör lyfta fram de styrmekanismer som verkligen används i samtliga situationer och inte är unika för enstaka tillstånd, förhållanden, företag eller branscher. Figur 1. visar Du Pont-sambandet för de olika företagen, vilket styrker valet av undersökningsobjekt och dess markanta åtskillnad.

Då studien avser identifiera styrningen under hela ägarperioden har äldre innehav valts, där Haglöfs t.o.m. är avyttrat. Intervjuer har genomförts med VD och CFO på respektive företag, vilka är lämpliga intervjuobjekt p.g.a. VDs goda insyn i den operationella verksamheten och CFOs förståelse för den ekonomiska rapporteringen.



Källa: Ratos årsredovisning 2009

Anticimex

Intervjuer har genomförts med två personer på det svenska serviceföretaget Anticimex. Peter Carrick, som är Anticimex VD, var ett lämpligt intervjuobjekt då han är den som har flitigast kontakt med Ratos och har en tydlig bild av styrningen av Anticimex. Peter Carrick var även VD redan när Anticimex ägdes av ett annat private equity-bolag. Anticimex CFO Mikael Roos har också intervjuats eftersom han har god insikt i den finansiella rapporteringen, dock började Mikael Roos arbeta på Anticimex strax innan de förvärvades av Ratos och har därför inblick i hur rollen såg ut tidigare.

Haglöfs

Intervjuer har genomförts med det svenska företaget Haglöfs som Ratos blev ägare till under 2001 i samband med förvärvet av företaget Atle. Under 2010 avyttrades Haglöfs till Asics,

vilket gör det mycket intressant som intervjuobjekt eftersom det ger en överblickande bild av de utvecklade styrningsprocesserna samt dess förändring under ägarperioden.

Intervjuobjektet Mats Hedblom är företagets före detta VD, numera senior advisor. Han började arbeta på Haglöfs 1985 och var VD från 1990 fram till avyttrandet till Asics 2010. Detta medför att Mats Hedblom har väldigt speciella erfarenheter från verksamhets- och styrningsförändringar och därmed kan ge ett unikt perspektiv på private equity-ägandets påverkan i sin helhetsbild och givetvis inom styrningsprocesser. Även CFO Jim Jonsson har intervjuats, vilket förefaller intressant eftersom Jim Jonsson tidigare arbetade för före detta ägaren Atle. Han började arbeta operativt inom Haglöfs som CFO 2001, då Ratos övertog innehavet, och är idag kvar på samma position. En nackdel är dock att Jim Jonsson inte var CFO innan förvärvet och därför inte kan beskriva utvecklingen direkt efter uppköpet.

Scandinavian Business Seating

Scandinavian Business Seating (SB Seating) består av en sammanslagning av tre skandinaviska företag som alla förvärvades av Ratos under 2007. Bolagen var svenska RH Form, danska RBM och norska HÅG som intervjuobjektet Lars Røiri var VD för innan sammanslagningen. Idag är han VD för SB Seating och har mycket god insyn i den operationella verksamheten och hur den påverkas av Ratos ägande. Genom att Lars Røiri även var VD på HÅG innan sammanslagningen har han även god kännedom om alla de förändringar som Ratos implementerat. På SB Seating har även CFO Eirik Kronkvist-Olsen intervjuats, vilket är passande då Eirik Kronkvist-Olsen har väldigt god förståelse för den ekonomiska rapporteringen och kravbildningen som finns i SB Seating.

2.3 Datainsamling

Den primära datainsamlingen i studien har genomförts genom intervjuer med Ratosanställda och personer anställda i deras portföljföretag. Det är främst informationen som samlats in under dessa intervjuer som ligger till grund för att besvara frågeställningarna. Utgångspunkten för intervjuerna har varit att utföra dem på plats men när det inte varit möjligt på grund av företagets geografiska läge har telefonintervjuer genomförts istället. En typ av frågeformulär har använts till intervjuerna med Ratosanställda och en liknande version har använts till samtliga intervjuer som genomförts med portföljföretagen. Frågeformuläret till portföljföretagen är utformat utifrån Merchants (2003) styrningsramverk med specifika frågor gällande *results*, *action* respektive *personnel controls*. I och med att frågeformuläret är standardiserat så ökar reliabiliteten och skapar kongruens. (Trost, 1993) Komplettering av intervjuerna har skett via mail eller telefon. Intervjuerna har varit cirka 60 minuter långa och

har alla spelats in samt transkriberats. De intervjuade personerna har fått ta del av sina citat och läsa dem i sitt sammanhang i studien, vilket minskar risken för missförstånd och att fel bild framställs.

2.4 Val av teori

För att koppla teori till metod har en abduktiv ansats använts i studien där induktion och deduktion kombineras. Empirin är alltså utgångspunkten men ett teoretiskt ramverk utgör grunden. För att skapa förståelse för styrningen som private equity-bolag använder för att styra sina portföljföretag används Merchants (2003) styrningsramverk som grunden i studiens teoretiska referensram. Datainsamlingen är utförd utifrån ramverket och både empirin och analysen är strukturerade efter Merchants (2003) ramverk för styrningsmekanismer. Då detta ramverk innefattar merparten av alla sorters styrning ett private equity-bolag använder för att styra sina innehav förefaller det logiskt att använda detta ramverk som grund för studiens teoretiska referensram. Merchants ramverk brister dock i att göra skillnad i private equity-bolagets styrning av dess portföljföretag under olika faser av ägarperioden. Därför kompletteras den teoretiska referensramen med Berg och Gottschalgs (2004) teori kring hur private equity-bolag genererar värde under olika faser i buyouts.

3. Teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen ämnar ge en djupare förståelse för de styrprocesser som private equity-bolag använder för att kontrollera och styra sina innehav. Dessa teorier kommer att användas för att analysera studiens empiriska material. Teorin består av två delar där Merchants (2003) styrningsramverk utgör grunden för studien. Denna teori kompletteras med Berg och Gottschalgs (2004) beskrivning av hur buyout-bolag genererar värde i sina portfölj företag under ägarperioden och dess olika faser.

3.1 Merchants ramverk för styrning

Merchant och Van der Stede (2003) presenterar ett styrningsramverk med olika styrmekanismer som ägare kan använda för att styra företag i önskvärd riktning. Studien fokuserar på de tre ursprungliga kategorier av styrmekanismer: *results*, *action* och *personnel controls*.

3.1.1 Results controls

Results controls är en form av resultatorienterad styrning där individer styrs genom att deras ersättning grundar sig i deras prestation. Ersättningen är inte enbart monetär utan inkluderar även befordringar, mer självständigt arbete, anställningstrygghet eller att den anställdes arbete uppmärksammas på annat sätt. Organisationen bestämmer inte över vilka handlingar som bör utföras, istället är de anställda fria att välja de handlingar som de anser vara bäst. *Results controls* influerar de anställdas handlingar genom att tvinga dem att tänka på konsekvenserna av sina handlingar. De är ansvariga för sina resultat och belönas alternativt straffas beroende på om de uppnått uppsatta mål eller inte. Genom att sammankoppla individens belöning med företagets mål motiveras individen att agera på ett önskvärt sätt. Denna indirekta form av styrning ger stor frihet åt individerna då det endast är resultatet som räknas och inte hur de går till väga, vilket är mycket viktigt för t.ex. innovation. *Results controls* är mycket användbart när det inte finns en klar bild över vilka handlingar som är önskvärda. Samtidigt är *results controls* även en effektiv metod då den medför god kontroll över situationen. (Merchant och Van der Stede, 2003)

För att implementera *results controls* krävs tre steg där man först måste definiera vilka resultatmål man vill mäta och fokusera på. Därefter bör resultatmål fastslås som de anställda kan sträva efter att uppnå. Slutligen skall belöningar delas ut för att uppmuntra bra resultat och dåliga resultat bör bestraffas. Ett utav de finansiella mål som sätts upp är vanligtvis en budget som är en viktig styrmekanism och bör följas upp grundligt. Målsättningarna kan även

vara icke-finansiella så som t.ex. marknadsandel och kundnöjdhet. *Results controls* är som mest effektivt när ett antal villkor är uppfyllda. Cheferna måste veta vilka resultat som är önskvärda och de måste ha inflytande och kunna påverka de resultat, för vilka de hålls ansvariga. Slutligen måste cheferna kunna mäta resultaten på ett effektivt sätt. (Merchant och Van der Stede, 2003)

<p><u>Results accountability</u></p> <p>”Ägare inför tydlig budget med klar definition av framgång och resultatmål, vilken följs upp noga och har rörlig ersättning till ledningen som grund incitament.”</p>	Intensiv rapportering till ägare och styrelse
	Ägare medverkar i budgetframtagning
	Ägare har fokus på nyckeltal
	Ägare ha fokus på kassaflöde
	Ledning har rörlig ersättning kopplad till mål
	Indirekta avkastningskrav genom ökad belåning
Företag har icke-finansiella mål	

Exemplifiering: Thiel och Widerström (2007)

Tabell 1.

3.1.2 Action controls

Action controls är den mest direkta formen av styrning eftersom det innebär att själva handlingarna kontrolleras. Det finns tre typer av *action controls*: behavioral constraints, action accountability och preaction reviews. Behavioral constraints används av företaget för att begränsa de anställda att utföra specifika handlingar. Dessa begränsningar utgörs av både fysiska, såsom lås och lösenord, men även av administrativa begränsningar som t.ex. att godkännande av ledning krävs för olika utgifter. Action accountability syftar till att hålla individen ansvarig för sina handlingar och att motivera lämpligt agerande. För att implementera action accountability krävs att gränser för acceptabelt agerande definieras genom t.ex. policys och arbetsbeskrivningar, vilka måste följas upp med belöningar eller bestraffningar. (Merchant och Van der Stede, 2003) Ersättningsystemen bör utformas så att den motiverar de anställda att agera i organisationens bästa genom att maximera sin egen nytta. (Otley och Berry, 1980) Action accountability är lämpligt att använda när de anställda förstår vad som krävs av dem och känner att deras individuella handlingar kommer att identifieras och belönas alternativt bestraffas. Den sista typen av *action controls* är preaction reviews som innebär att individens arbete observeras och granskas innan och samtidigt som det utförs. Detta görs t.ex. genom direktövervakning samt formell utvärdering av budget. Fördelen med preaction reviews är att det kan användas även när det är omöjligt att definiera exakt vad som förväntas. (Merchant och Van der Stede, 2003) Generellt sett är dock *action controls* endast användbara och effektiva i situationer där chefen vet vilka handlingar som är önskvärda eller icke-önskvärda samt kan påverka i vilken utsträckning de inträffar. (Merchant

och Van der Stede, 2003) Tydligt definierade ansvarsområden är därmed en förutsättning för att *action controls* skall vara lämpligt. (Otley och Berry, 1980)

<u>Action accountability</u> ”Ägare definierar ledningens gränser och verksamhet samt gör ledningen ansvarig för dess agerande.”	VD- och styrelseinstruktioner
	Avtal som begränsar ledningens agerande
	Standarder och manualer
	Ägare har större påverkan på strategi/affärsplan

Exemplifiering: Thiel och Widerström (2007)

Tabell 2.

3.1.3 Personnel controls

Personnel controls betonar tilliten till att personalen vet vad som är bäst för företaget och agerar i enlighet med detta. (Merchant och Van der Stede, 2003) Individerna känner ett behov av att samarbeta för att uppnå ett gemensamt uppsatt mål. (Otley och Berry, 1980) De anställda utför självständigt önskvärda handlingar på ett tillfredställande sätt eftersom de är t.ex. ärliga, har bra arbetslivserfarenhet eller arbetar hårt. Det finns huvudsakligen tre sätt att förbättra styrningen med hjälp av *personnel controls*. Det första är förbättra kompetensen hos personalen genom att t.ex. ha striktare krav vid rekrytering, införa utbildningsprogram eller förbättra arbetsuppgifterna. För det andra kan kommunikationen förbättras genom att förtydliga förväntningar och tillhandahålla information för att underlätta koordinering mellan grupper inom företaget. För det tredje bör ömsesidig kontroll uppmuntras i form av grupper med gemensamma mål. Det är lämpligt att använda *personnel controls* när det är svårt att definiera och mäta resultat och när det är svårt att avgöra vilket agerande som är lämpligt. (Merchant och Van der Stede, 2003)

<u>Personnel accountability</u> ”Ägare förbättrar företagets kompetens genom olika rekryteringar samt genom koordinering och samråd.”	Ägare utökar styrelsen
	Ägare ingår i eller utformar styrelsen
	Ägare introducerar ny VD, CFO eller övrig personal
	Ägare introducerar kunder eller partners
	Ägare medverkar på verksamhetsrelaterade möten
	Ägare är aktiva i rekrytering av konsulter
	Ägare har aktiv kontakt med VD och övrig ledning

Exemplifiering: Thiel och Widerström (2007)

Tabell 3.

3.2 Berg och Gottschalgs forskning kring värdeskapande i buyouts

Berg och Gottschalg (2004) identifierar tre aktivitetsfaser i buyouts: förvärvs-, innehavs- och avyttringsfas. Förvärvsfasen föregås av förhandlingar och en process där information samlas in och analyseras och investerarna bekantar sig med företaget och initieras med förvärvet då en affärsplan tas för portföljföretaget. Förvärvspriset är mycket centralt då det ligger till grund för alla kommande lönsamhetsanalyser och är en grundläggande faktor för private equity-bolagets break even-analys. Vid slutet av förvärvsfasen tar investeraren viktiga

strategiska beslut gällande företags struktur, skuldsättning, ersättningssystem och fördelning av eget kapital. De viktigaste besluten som leder till en mycket stor del av värdeökningen tas ofta redan under förvärvsfasen. (Baker och Montgomery, 2009) Under innehavsfasen implementeras sedan de strategiska, organisatoriska och operativa förändringar som fastslagits i affärsplanen. Avyttringsfasen initieras med beslutet att företaget ska avyttras och avslutas med att portföljföretaget avyttras genom att börsnoteras, säljas till ett industriföretag eller ett annat riskkapitalbolag. Detta är en mycket viktig del av värdegenereringen eftersom det är under denna fas som investerarna realiserar avkastningen på investeringen. (Berg och Gottschalg, 2004)

En stor del av värdet som genereras är det finansiella arbitraget som uppstår i skillnaden mellan det pris företaget köps för jämfört med försäljningspriset. Det finansiella arbitraget kan generas genom t.ex. förändringar i marknaden. (Berg och Gottschalg, 2004) Det kan också basera sig på att investerarna har överlägsen information om portföljföretaget eller dess marknad. (Ofek, 1994) Förhandlingsprocessen är självklart mycket central för arbitraget eftersom det är då värderingen av företaget fastställs. Värdegenereringen i form av arbitrage utspelar sig under förvärvs- och avyttringsfasen även om det arbete som gjorts under innehavsfasen ligger till grund för värderingen av företaget vid avyttringen. En av de mest värdeskapande metoder som private equity-bolag använder är de finansieringslösningar som appliceras. Detta innefattar optimering av kapitalstrukturen och minskade skattekostnader till följd av den ökade skuldsättningen. (Berg och Gottschalg, 2004) Värde till följd av dessa åtgärder genereras under förvärvs- och innehavsfasen.

I och med att konkurrensen är hård räcker det ofta inte med optimala finansieringslösningar. Private equity-bolagen måste även fokusera på åtgärder som ökar den totala produktiviteten och effektiviserar verksamheten. (Baker och Smith, 1998) För att sänka kostnaderna och öka marginalerna så initierar private equity-bolaget direkt efter förvärvet kostnadsreducerande program och ökar kontrollen av företags investeringar. Utöver att ta bort onödiga kostnader är det vanligt att öka kapitalproduktiviteten och minska kapitalkraven. Dessa nedskärningar får dock inte ha negativa effekter på företags förmåga att konkurrera på marknaden. Den operativa effektiviteten förbättras ofta genom byte av ineffektiva ledningar. Många företag blir uppköpta på grund av att private equity-bolagen anser att företagen har en ineffektiv ledning och ett byte av denna skulle indirekt resultera i ett högre värde på företaget. Dessa åtgärder för att effektivisera den operativa verksamheten vidtas under förvärvs- och innehavsfasen. Private equity-bolagen kan skapa värde och förbättra resultaten, utöver att

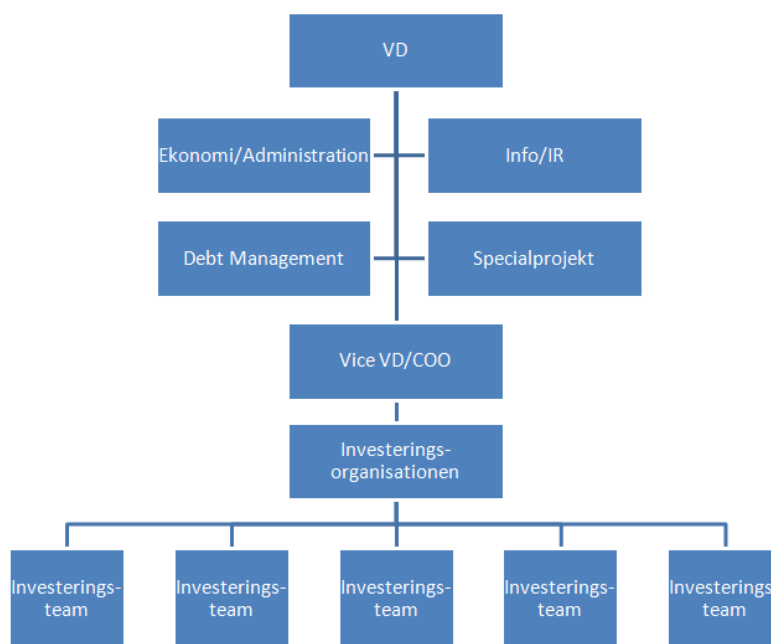
effektivisera den operativa verksamheten, genom att förändra företagets strategi. Det innefattar bland annat omdefiniering av viktiga strategiska variabler som t.ex. vilka marknader företaget bör vara aktiva på, produktsortiment, prissättning, kundservice och distributionskanaler. Denna form av värdeskapande sker ofta genom ett aktivt samarbete mellan private equity-bolaget och portföljföretaget och infaller under förvärvs- och innehavsfasen. (Berg och Gottschalg, 2004)

Private equity-bolaget kan även skapa värde i portföljföretaget på andra sätt som inte har någon direkt inverkan på de finansiella resultaten. Bland annat minskas kontrollproblemen och konflikterna mellan ägarna och ledningen genom införandet av incitamentsystem och ökad skuldsättning som sätter press på ledningen att prestera maximalt givet befintliga tillgångar. (Baker och Montgomery, 2009) Private equity-bolaget fungerar som en handledare för portföljföretaget vilket skapar värde under alla faser. Private equity-bolag är t.ex. kända för att skapa snäva budgetar med höga krav vilket leder till att ledningen tvingas arbeta hårt. Generellt sett har private equity-bolag högre målsättningar jämfört med ett klassiskt entreprenörsföretag. (Berg och Gottschalg, 2004)

4. Empiri

4.1 Ratos

Ratos är ett börsnoterat private equity-konglomerat som har sina rötter i stålgrossisten Söderberg & Haak som grundades år 1866. Flera dotterbolag tillkom under de första hundra åren, varav ett var Stockholmsbaserade investmentbolaget Ratos som registrerades år 1934 och börsnoterades år 1954. Sedan år 1999 är Ratos verksamt inom private equity och VD Arne Karlsson övertog då styret över ledningen. 2001 förvärvade Ratos, tillsammans med 3i, Atle Industries och övertog deras innehav. Idag har Ratos 20 innehav som omsätter 37 miljarder kr tillsammans, för vilka vice VD Leif Johansson som chief operating officer ansvarar för, utöver övrig investeringsverksamhet. Ratos har idag 50 anställda, där investeringsorganisationen sysselsätter totalt 26 personer i fem olika investeringsteam. Ratos har även stödfunktioner som består av ekonomi/administration, info/IR, debt management och specialprojekt. (Ratos årsredovisning, 2010)



Figur 2.

Källa: Ratos hemsida, 22 februari 2011

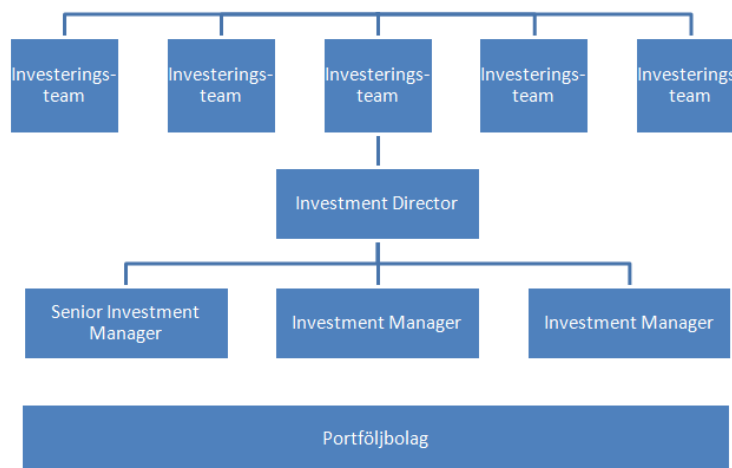
4.1.1 Investeringsstrategi

Ratos finansiella mål är att varje investering ska ge en genomsnittlig årlig avkastning på minst 20 procent. I normalfallet är Ratos största ägaren i företagen, men ägarandelen skall uppgå till minst 20 procent i varje innehav. Investeringsfokus är inriktat på mellansegmentet för buyouts och Ratos investerar mellan 300 - 5 000 miljoner kronor eget kapital vid varje investering. Ratos har en aktiv avyttringsstrategi där innehavens möjligheter att fortsätta generera en årlig avkastning på minst 20 procent utvärderas varje år. Genom att vara ett publikt private equity-konglomerat undviker Ratos att bli kortsiktigt beroende av sina

förvärvs utveckling och avyttring. De kan därför planera avyttring efter marknaden eftersom de inte har en specifik innehavshorisont och alltså inte begränsas av några fonders löptid. Ratos utvärderar samtidigt kontinuerligt dess möjlighet att fortsätta bidra till portföljföretagets framtida utveckling, d.v.s. om Ratos fortsatt är den bästa ägaren till företaget. Investeringarna sker företrädesvis i nordiska bolag men avyttringar kan ske globalt. Karaktäristiskt för de företag som Ratos investerar i är att de har branschmässiga konkurrensfördelar samt starka ledningar. (Ratos årsredovisning, 2010)

4.1.2 Investeringsorganisationen

Organisationen står på ett fundament av fem icke-industrispecifika investeringsteam, vilka leds av en investment director och består av ytterligare tre personer varav en är senior investment manager och två är investment managers. Ur ett sådant team bildas sedan bolagsteam med två personer som ansvarar för kontakten med respektive portföljföretag. Bolagsteamet består företrädesvis av samma personer under hela ägarperioden.



Figur 3.

Källa: Ratos hemsida, 22 februari 2011

Investment directorn är ytterst ansvarig för sitt teams aktivitet, vilka utfärdar en innehavsplan som förklarar och förtydligar den eftertraktade utveckling i portföljföretaget. Innehavsplanen, tillsammans med förvärvsplanen, måste bli godkänd i Ratos ledning och av dess VD Arne Karlsson. En affärsplan tas sedan fram av det förvärvade företagens ledning med stöd av Ratos bolagsteam och portföljföretagets styrelse. Ratos VD står utanför denna process och föreslår inte enskilda strategier utan stämmer endast av att affärsplanen fungerar och fortlöper enligt tidsplan. Vidare står bolagsteamet utanför den operationella verksamheten som överläts helt till portföljföretagets VD och behandlas inte alls av Ratosanställda.

”VDn är ansvarig för det operationella, han eller hon är ansvarig för verksamheten, som i andra bolag, och det bebländar vi oss inte med.”

(Jenny Askfelt Ruud, 23 februari 2011)

Bolagsteamet jobbar väldigt nära ledning och VD i portföljföretaget, vars styrelse typiskt består utav en till två personer från bolagsteamet och vanligen är en av Ratos tre industriella rådgivare styrelseordförande. Som tillägg rekryteras ett mindre antal styrelsemedlemmar med relevant kompetens och bakgrund. Styrelsen byts ofta helt ut i samband med förvärv där undantaget är t.ex. när någon har stor ägarandel kvar. Ledningen och VD i företaget är dock ofta densamma som innan, vilket grundar sig i att en stark korrelation mellan Ratos och ledningens arbetssätt och syn på företagets framtid krävs för att ett förvärv ska övervägas. Så länge allt fungerar väl så tillåts det operationella fortskrida. Endast i ett senare skede kan VD-posten och komma att ses över.

”Om vi t.ex. märker att vi förlorat marknadsandelar över sex månader utan att VDn reagerar, får vi ställa frågor på ett annat sätt.”

(Jenny Askfelt Ruud, 23 februari 2011)

Den av Ratos ny tillsatta styrelsen är en tydlig kontrollapparat med ett aktivt arbetssätt. Detta inkluderar bland annat krav på utökad, mer strukturerad och tydligare rapportering i jämförelse med ett klassiskt entreprenörsbolag. Styrelsen fungerar även som ett bollplank för portföljföretagen att diskutera frågor och utveckla nya idéer med. Ratos ägande kan även innebära att portföljföretagen får tillgång till annan konsult hjälp eller analytiker som kan hjälpa företaget i deras verksamhet.

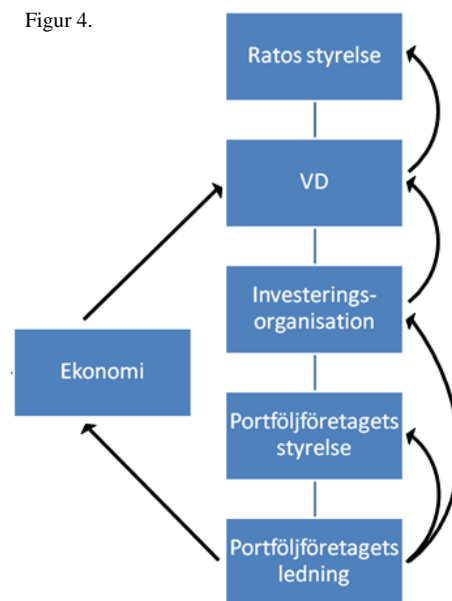
”Det är en mer aktiv styrelse än en typisk börsstyrelse.”

(Jenny Askfelt Ruud, 23 februari 2011)

4.1.3 Rapportering och kommunikation

Ägarmodellen grundar sig i att kontroll av företaget uppnås genom ett tätt samarbete med ledningen där dialogen är mycket intensiv. Den formella rapporteringen och dialogen sker med cirka sex styrelsemöten per år och med en månadsrapport från portföljföretagsledningen till dess styrelse och Ratos investeringsorganisation. Denna rapport beskriver t.ex. det finansiella läget, aktuella händelser, organisationens funktionalitet och även

Figur 4.



Källa: Per Frankling, 25 februari 2011

diverse projekts processer. Utifrån denna sammanställer även investeringsorganisationen varje månad en ensidig rapport om innehavet som skickas till Ratos VD. I sin tur rapporterar Ratos VD till Ratos styrelse om samtliga innehavs enskilda utveckling. Varje månad skickar även varje portföljföretags ledning en standardiserad rapport med finansiella siffror till Ratos ekonomiavdelning och sedan sammanställer och skickar vidare till Ratos VD. (Per Frankling, 25 februari 2011)

Kommunikationen är intensiv och ett bolagsteam kan föra samtal med ett portföljföretags CFO två eller tre gånger per vecka och lika många med dess VD. I samband med speciella projekt eller processer kan samtal föras varje dag. Detta resulterar i att bolagsteamet alltid har insikt i företagets händelser och hur ledningens arbete utvecklar sig.

”Vi har ofta formaliserade möten mellan styrelsemötena med VD, styrelseordförande och bolagsteam eller bolagsansvarig. Vid dessa möten fattas inga beslut, men svåra frågor kan diskuteras och gruppen kan tillsammans komma fram till vad man tycker är ett bra förslag att presentera för hela styrelsen.” (Jenny Askfelt Ruud, 23 februari 2011)

”Det är sällan, för att inte säga aldrig, att en VD går upp och presenterar någonting i styrelsen som vi inte redan är informerade om, alternativt med på.” (Jenny Askfelt Ruud, 23 februari 2011)

Dessa frekvent förekommande samtal beskrivs dock som ett bollplank och analytiskt stöd med diverse analyser och undersökningar. Möten kan även hållas mellan Ratos och portföljföretagsledningen där utvecklingen och företagets situation behandlas. Vid större projekt kan delar av bolagsteamet vara med i projektgruppen och jobba tillsammans med portföljföretagets ledning, då på VDs uppdrag. Vidare förs dagligen diskussioner på Ratos om portföljföretagen och ställningstaganden sker i olika frågor. Styrelsemötena beskrivs som ett forum för övervägande och diskussion mellan samtliga ledamöter, för att nå det bästa beslutet. Ratos bolagsteam har vanligen en enad uppfattning, framförallt då styrelsen ska besluta om större, mer avgörande frågor.

4.1.4 Aktivitetsnivåer och faser

Den aktivitet som Ratosanställda och bolagsansvariga knyter till ett visst portföljföretag kan beskrivas genom olika faser. Till en början när Ratos får upp ögonen för en potentiell investering så ökar deras aktivitet gradvis allteftersom det blir aktuellt att förvärva företaget. Ifall Ratos är med och bjuder på företaget i fråga så har de redan då nått väldigt höga

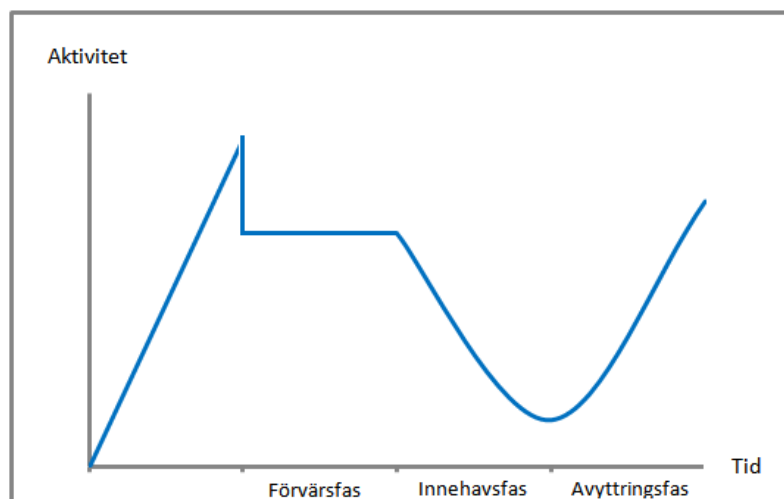
aktivitetsnivåer, vilka stagnerar vid tiden kring en eventuell andra bjudningsomgång och sedan vid förvärvet. Då är Ratos aktivitet som allra högst, vilket illustreras i figur 5. (Per Frankling, 25 februari 2011)

Perioden direkt efter förvärvet beskrivs som den första fasen, som enligt Ratos inte bör vara längre än 180 dagar. Denna förvärvsfas har fortfarande hög aktivitet men inte lika hög som direkt vid förvärvet. I förvärvsfasen lägger Ratos fram en plan för vad de tror är de förändringar som bör ske, d.v.s. affärsplanen och dess nya inriktningar arbetas fram.

”Vi arbetar kontinuerligt med att förbättra våra processer och arbetar nu med att formalisera lite mer hur vi jobbar med innehaven den första tiden, t.ex. att vi ska sätta ett högre tryck på att affärsplanen ska bli klar på hundraåttio dagar och att den ska checkas av med vår interna organisation.”

(Jenny Askfelt Ruud, 23 februari 2011)

I nästa fas går aktiviteten ner och Ratos bolagsansvariga spenderar inte lika mycket av sin tid med portfölj företaget. Under denna innehavsfas ska alla nya inriktningar vara etablerade och operationaliserade, där portfölj företagets ledning ska sköta dessa internt utan större inblandning från Ratos bolagsansvariga. Aktiviteten dalar därför under fasen eftersom portfölj företaget blir mer och mer självgående och det krävs inte att bolagsansvariga är lika aktiva som tidigare, givet att utvecklingen går enligt plan. Om något inträffar, i företaget eller på marknaden, som gör att planen frångås eller inte kan uppfyllas ökar Ratos involvering igen. När slutligen ett eventuellt avyttrande förbereds intensifieras aktiviteten igen, vilket innebär starten för den tredje och sista fasen. Nu söker Ratos bolagsansvariga efter köpare och förbereder en avyttringsprocess. Under denna avyttringsfas kan aktiviteten komma att bli väldigt hög och fasen avslutas i samband med avyttringen. (Per Frankling, 25 februari 2011)



Figur 5.

Källa: Per Frankling, 25 februari 2011

4.2 Anticimex

Anticimex är ett svenskt serviceföretag som huvudsakligen bekämpar ohyra, insekter och skapar hälsosamma miljöer åt företag och privatpersoner. Företaget grundades 1934 och har idag cirka 1900 anställda med verksamhet i Sverige, Norge, Danmark, Finland, Nederländerna och Tyskland. Sedan år 2000 har Anticimex gått från att enbart bekämpa skadedjur till att även erbjuda tjänster såsom energi- och överlåtelsebesiktningar, avfuktning, hygiensäkring, brandskydd och försäkringar. Idag kommer drygt hälften av intäkterna från dessa nya tjänster då problem med ohyra har minska i takt med förbättrad byggstandard. (Ratos årsredovisning, 2010) Anticimex förvärvades 2006 från private equity-bolaget Nordic Capital och Ratos äger 85 procent. (Peter Carrick, 15 april 2011)

4.2.1 Styrning av Anticimex

Results controls

Månadsvis sker huvudsakligen två former av rapporteringar. Den ena rapporten rör det finansiella och skickas från Anticimex CFO till Ratos. Den andra är ett management-paket där bolagets situation beskrivs, vilken skickas till styrelsen. Denna form av rapportering sker under hela ägarperioden och därmed under alla tre aktivitetsfaserna.

”Vi tar fram en presentation, utöver vår finansiella rapport till Ratos, som är mer skruvad åt management accounts, plus kommentarer från respektive division.” (Mikael Roos, 19 april 2011)

Visst fokus finns på olika nyckeltal som t.ex. tillväxt och kassaflöde/cash conversion tillsammans med visst fokus på icke-finansiella mål som ”Nöjd Kund Index” och ”Nöjd Medarbetare Index”. Det finns dock inga tillväxt- eller omsättningskrav utöver de som ledningen kommit överens om tillsammans med Ratos under strategiutvecklingsmöten. I augusti varje år har styrelsen ett fördjupat styrelsemöte beträffande just strategiska frågor, som sedan blir utgångspunkten för divisionernas budgetutformande. Det är ledningen i portföljföretaget som driver budgetprocessen och Ratos är endast delaktiga som part i styrelsen. Ratos är dock tydlig med att budgeten skall vara optimerad, vilket lett till att Anticimex lägger mycket kraft på den.

”De är duktiga på att optimera systemet, det vill säga att det inte slaskar runt pengar som man inte behöver använda och de följer upp frågorna väldigt noga.”
(Peter Carrick, 15 april 2011)

Ledningens rörliga ersättning är begränsad och utgår från koncernens resultat, den egna enheten samt personliga mål. Ersättningen är inte kopplade till budget utan styrelsen fastställer i ett öppet samtal vilka nivåer de anser ska överträffas för att bonusar skall vara aktuella. Dessa kan dock sammanfalla med budgeten men behöver inte nödvändigtvis göra det, vilket VD Peter Carrick tycker är mycket viktigt.

”Jag vill inte löneförhandla när jag sätter budgeten.” (Peter Carrick, 15 april 2011)

En utvald krets av de anställda erbjuds även att vara aktieägare i Anticimex, vilket motsvarar de 15 procent som inte ägs utav Ratos utan av cirka 60 chefer och nyckelpersoner i företaget, vilket ska fungera som ett långsiktigt incentiv. Vid senaste refinansieringen utdelades exempelvis 476 miljoner kronor, vilket innebar att dessa aktieägare fick dela på totalt cirka 70 miljoner kronor. Detta beskrivs som ett effektivt tillvägagångssätt att liera ledningen med Ratos, vilket resulterat i den positiva inställningen till samarbetet.

”Det är inte dem och vi, det är vi.” (Peter Carrick, 15 april 2011)

Anticimex belånades kraftigt för att betala köpeskillingen till de förra ägarna. Då Anticimex har ett negativt rörelsekapital och bra kassaflöden kunde de återbetala lånet på kort tid, vilket resulterade i en refinansiering av företaget kombinerat med en stor utdelning till aktieägarna. Ratos vill optimera kapitalet och maximera avkastningen och de anser att eftersom Anticimex har ett bra kassaflöde har de ingen nytta av en stor kassa. För ägarna som vill generera kapital blir refinansiering ett alternativ till att sälja företaget. Återbetalningskravet resulterar även i ett incitament för ledningen att bibehålla samma prestationstakt.

”När det är för enkelt så lånar de upp pengar igen.”

(Peter Carrick, 15 april 2011)

Action controls

Utöver VD- och styrelseinstruktioner så finns det inga manualer eller avtal som begränsar ledningens handlande, dock så sker intensiv kontakt mellan bolagsansvariga och företaget. Denna form utav styrning sker regelbundet och förefaller därför omfatta samtliga av Ratos aktivitetsfaser.

”När jag ska göra saker av storlek så vill jag att styrelsen ska vara med eftersom vi ändrar risktagandet och då finns det ett egenintresse för mig att veta att styrelsen står bakom mig.” (Peter Carrick, 15 april 2011)

Vid förvärvet av Anticimex hade Ratos en klar bild över vad de ansåg skulle förändras och efter omfattande diskussioner, som sker under förvärvsfasen, med Anticimex ledning sattes ett antal projekt upp, vilka följs strikt. Projekten är dock välbalanserade efter företagets möjligheter och Anticimex kan relativt självständigt arbeta efter denna affärsplan i innehavs- och avyttringsfasen. En långsiktig strategi över hur företaget kan fortsätta utvecklas togs också fram i samband med detta tillsammans med styrelsen.

Personnel controls

I början av förvärvsfasen byttes hela styrelsen ut med undantag för ordföranden Mikael Hellberg som var kvar på posten fram till 2010 då den nuvarande ordföranden Amund Skarholt tillträdde. Ratos har två ledamöter i styrelsen: Cecilia Lundberg och Henrik Joelsson som är bolagsansvarig. De övriga tre styrelseledamöterna är externa, men Ratos var delaktiga i rekryteringen av dessa. Anticimex ledningsgrupp var densamma före och efter förvärvet.

4.3 Haglöfs

Haglöfs är ett svenskt företag verksamt i outdoorbranschen och tillverkar kläder och utrustning för friluftsliv. Bolaget är en av Nordens största leverantörer av outdoorprodukter, men är även verksamma i stora delar av Europa och totalt finns bolaget representerat i 19 länder. Företaget grundades av Victor Haglöf 1914 och har idag cirka 120 anställda. (Haglöfs hemsida, 13 mars 2011) Ratos blev ägare till Haglöfs 2001 i samband med förvärvet av investmentbolaget Atle. (Ratos årsredovisning, 2009) År 2010 avyttrades Haglöfs till det japanska sko- och klädföretaget Asics, som är en industriell ägare och branschaktör. (Mats Hedblom, 15 mars 2011)

4.3.1 Styrning av Haglöfs

Results controls

Haglöfs operativa ledning tog under förvärvsfasen, tillsammans med styrelsen, fram en långsiktig affärsplan som bröts ner i en handlingsplan för tre till fem år framåt. Utifrån denna arbetades ett budgetförslag fram som sedan presenterades och godkändes av Haglöfs styrelse. Mindre justeringar gjordes efter detta men ledningen hade en god uppfattning av vad som förväntades av den då bland annat tillväxt- och lönsamhetsmål fastställdes av styrelsen.

”Vi vet vilka krav ägare och styrelse har på oss när det gäller tillväxt och lönsamhet o.s.v.”

(Jim Jonsson, 15 mars 2011)

De nyckeltal som styrde verksamheten var först och främst omsättningstillväxtmålet, som var minst tio procent per år på lång sikt och en årlig EBITA-marginal på minst tolv procent. Även kassaflödet var av stor relevans och följdes upp regelbundet. Då Haglöfs försäljning fluktuerar kraftigt, med säsongbetonade produkter, så uttrycktes kassaflödet i absoluta tal och sattes i relation till önskvärt kassaflöde och nettoskuld över tid. Denna form av styrning överlappade de olika aktivitetsfaserna och gällde hela ägarperioden.

”Det var absolut mycket fokus på kassaflödet över tid och nettoskuld /.../ och det följdes upp regelbundet” (Jim Jonsson, 15 mars 2011)

Ratos hade inga konkreta omsättningskrav på Haglöfs ledning, där tillväxt och lönsamhet bara ansågs vara en liten del av värdeskapandet. Haglöfs och Ratos diskuterade istället värderingar och kärnvärden som de tyngsta elementen i värdeskapandet. Arbetet fokuserade således på värdebyggande strategier i alla led, vilket innebar hög kvalitet på allt från produkter till årsredovisning och distribution.

”Vi började prata om värdebyggande redan första dagen /.../ och incitament byggdes in värdeskapande strategier.” (Mats Hedblom, 15 mars 2011)

Rapporteringen bestod till störst del av månadsvisa rapporter till Ratos där de kommenterade verksamhetens utveckling och hur den närmsta framtiden såg ut. Rapporten innehöll även finansiell information såsom resultat, balansräkning, kassaflöde, nettoskuld, lagerutveckling, omsättningshastighet och bruttomarginal utveckling. Kvartalsvis skickades en utförligare rapport, med t.ex. resultat per marknad och resultat per affärsområde.

Ledningens ersättning ändrades till att inkludera fler rörliga delar när Ratos gick in som ägare. Gemensamma mål gällande både lönsamhetsmått och icke-finansiella nyckeltal sattes upp som bas för den rörliga ersättningen som verkade som styrningsverktyg under hela ägarperioden.

”Den rörliga ersättningen baserades på lönsamhetsutvecklingen, resultatförbättring jämfört med utfallet föregående år men även med hänsyn till budget och mål.” (Jim Jonsson, 15 mars 2011)

Action controls

Ratos satte inte upp några specifika avtal eller ramverk som begränsade Haglöfs lednings eller anställdas verksamhet. Däremot fanns det som i de flesta företag VD- och styrelseinstruktioner, vilka innehöll informationsplikt-klausuler samt attestfunktioner med tak

som tagits fram gemensamt. Tillsammans med Ratos utformades även affärs- och verksamhetsplan som sedan var grunden till specifika handlingsplaner. Samarbete och respekt beskrivs som ledord vid förläggningarna snarare än stadgade förhållningssätt.

”Spänningen mellan styrelse, ägare och verksamhetsledning ska finnas och man måste respektera varandras roller och kompetens i värdeskapandet.”

(Mats Hedblom, 15 mars 2011)

”Värdeskapandet är extremt bra gjort. Alla inblandade: ägare, styrelse, verkställande ledning. Alla är lika mkt beroende av varandra och att det funkar på rätt sätt.”(Mats Hedblom, 15 mars 2011)

Personnel controls

Under tiden då Ratos ägde Haglöfs hade de två till tre ledamöter i styrelsen, däribland nuvarande VD Arne Karlsson, som under en tid var bolagsansvarig. Stig Karlsson tillsattes sedan som styrelseordförande efter två år.

”Förändringarna i styrelsen skedde löpande och succesivt.” (Mats Hedblom, 15 mars 2011)

Haglöfs hade strukturella möten med Ratos varje månad men informella möten tillkom ofta under hela ägarperioden och de olika aktivitetsfaserna. Därutöver hade de även mycket vardaglig kontakt och Haglöfs VD pratade med Ratos bolagsansvarig mer än en gång per vecka. Ratos fungerade som ett bollplank där kommunikationen gällde bland annat rapportering, orderingång, fakturering och allmän information. Ratos representanter var även välkomna att följa med Haglöfs på verksamhetsrelaterade möten i mån av intresse. Detta gjorde de ofta då Ratos representanter var mycket verksamhetsorienterade och eftersom personkemin var mycket bra. Ratos var dock inte inblandade i den operativa verksamheten utan fokuserade på strategiska beslut.

”Ratos lade sig aldrig i det operativa.” (Mats Hedblom, 15 mars 2011)

4.4 SB Seating

SB Seating utvecklar och producerar kontorsstolar i skandinavisk design för privata och offentliga kontorsmiljöer. Företaget är marknadsledande i Skandinavien och är även i toppen i övriga Europa. Huvudkontoret ligger i Oslo och tillverkningen sker vid fabriker i Røros i Norge och i Nässjö i Sverige. Koncernen finns genom dotterbolag representerad i Norge, Sverige, Danmark, Tyskland, Storbritannien, Benelux och Frankrike. Företaget grundades 2007 i samband med en sammanslagning av tre skandinaviska företag som alla förvärvades

av Ratos under 2007. Bolagen var norska HÅG, svenska RH Form samt danska RBM och är nu ett stort norskt bolag med tre olika varumärken i tre olika marknadssegment. (SB Seatings Hemsida, 25 februari 2011)

4.4.1 Styrning av SB Seating

Results controls

Den rapportering som sker i företaget överensstämmer i många avseenden med den som sker i publika företag. Den stora skillnaden som lyfts fram är dock strukturen, vilken beskrivs som mycket tydlig och gynnsam vid upprättandet. Det lyfts även fram att CFO fått en större arbetsbelastning med den nya rapporteringsformen. Däremot har inte nya riktlinjer eller krav på budgeten införts efter Ratos förvärv, men Ratos har dock en god insikt i hur budgeten kommer se ut och dess finansiella inriktning innan den presenteras.

”VD och CFO har haft en process med Ratos parallellt för att säkra att vi är eniga om finansiell riktning.” (Eirik Kronkvist-Olsen, 29 mars 2011)

Företaget sammanställer månadsvis en omfattande finansiell rapport som skickas till styrelsen och för även in sina resultat i Ratos datasystem. Ska ytterligare rapportering ske eller annan verksamhet stämmas av sker detta sedan direkt med Ratos bolagsansvariga, vilket inte förefaller ovanligt och vanligtvis sker över telefon eller e-mail. Framförallt finns fokus på kassaflödet och vid sidan om de finansiella målen finns icke-finansiella mål som produktutveckling och mergers and acquisitions, för vilka det dock inte finns några krav. Rapportering till Ratos tillhör det vardagliga rapporteringsarbetet. (Eirik Kronkvist-Olsen, 29 mars 2011)

Till resultatmålen finns inget nytt införande av rörliga löner som incitament, men det framgår att när resultat inte uppnås eftersöker Ratos anledning till detta och ifrågasätter orsaker. Generellt så rapporteras allt grundligt så att hela händelseförloppet kan följas noggrant.

”De har fokus på att dokumentera utvecklingen” (Lars Røiri, 29 februari 2011)

Action controls

I SB Seating har Ratos inga ramverk eller program som ledningen eller de anställda måste följa förutom VD- och styrelseinstruktioner, vilket motsvarar vad som är praxis i börsnoterade bolag. Viss form av *action controls* återfinns då vissa större investering- och strategibeslut måste godkännas av styrelsen, men några avtal för detta finns inte. Inom SB Seating upplevs denna nya dynamiska styrelse som mycket positiv.

”Det är en mer aktiv styrelse nu, än när vi var bara HÅG /.../ det stramar upp ledningen, det skärper till och blir mer professionellt.”

(Lars Røiri, 29 februari 2011)

Ratos har däremot introducerat specifik projektering kring affärsplanen, vilken togs fram direkt vid förvärvet i samspel med ledningen. Man söker i Ratos nå konsensus med ledningen om vilka tillväxt- och omsättningsnivåer som är rimliga, men tillräckligt ambitiösa.

Personnel controls

Gällande beslut på en operationell nivå så ställer sig Ratos utanför och beblandar sig inte med sådana beslut. Istället interagerar Ratos löpande under ägarperioden med SB Seating på ett större plan som rör exempelvis finans- och strukturfrågor. Ratosanställda skulle heller inte närvara på verksamhetsrelaterade möten med potentiella kunder eller samarbetspartners, men de kan vara med i diskussioner och föreslå nya parter.

”De kan tillföra en del best praxis när det gäller struktur och strategi /.../ men de opererar inte inne i bolaget. De stödjer och förstärker i ledningen med sina strukturkompetenser.” (Lars Røiri, 29 februari 2011)

Vid sammanslagningen av de förvärvade företagen ledde Ratosanställda diskussionerna för att lösa strukturfrågorna när avdelningar skulle slås ihop. Vid sådana komplicerade situationer bistår de med hjälp och förslag, även om ledningen kan behöva använda externa parter. På sådant sätt förser Ratos ledningen med information för att ta bästa möjliga beslut.

”Sedan lämnade Ratos den analysen till ledningen, så gör ledningen sina justeringar och tillägg till det och så kommer ledningen med förslag till plan.”

(Lars Røiri, 29 februari 2011)

Generellt sett sker en löpande dialog mellan SB Seatings ledning och Ratos, där ledningen skapar beslutsunderlag för styrelsen. Dessa beslut föregås ofta av möten utanför de formella styrelsemötena, vilket sannolikt grundar sig i SB Seatings nära kontakt med Ratos, vilket t.ex. gett att samtal förs oftare mellan ledning och Ratos än med styrelseordföranden. Det lyfts dock fram att det inte gäller samtliga beslut, utan Ratos utnyttjar all tillgänglig kompetens.

”De har makt, i form utav sin ägarandel, men de agerar inte så /.../ de agerar professionellt och de söker råd bland styrelseledamöterna /.../ de har inte bestämt på förhand på all issues”(Lars Røiri, 29 februari 2011)

Ratos vill bevara all befintlig kompetensen och därför behållit bl.a. Lars Røiri som VD från tidigare HÅG, som var det största av de sammanslagna företagen. Den nya ledningen bestod av en majoritet från HÅG och med en person från före detta RBM respektive en person från RH Form. Lars Røiri menar att Ratos inte uttrycker några önskemål i enskilda anställningar.

”När det gäller personändringar så vill aldrig Ratos gå in och ha någon mening om personbyten.” (Lars Røiri, 29 februari 2011)

Det framgår tydligt att relationen mellan Ratos och SB Seatings ledning är nära och det finns tydliga gemensamma mål. Det framgår även att ledningen ser ett tydligt gemensamt mål med sina ägare och att samtliga partner eftersträvar detta för att nå bästa resultat.

*”Jag tror det är viktigt, när man ägs av ett private equity-bolag, att ha en god och hög grad av öppenhet och dialog med ägarna och ömsesidigt respektera frågor /.../ och skapa mervärde /.../ jag har en väldigt god relation med innehavsansvarig på Ratos, en väldigt öppen och god relation.”
(Lars Røiri, 29 februari 2011)*

5. Analys

Under denna del av studien kommer Ratos olika styrningsprocesser och val av MCS i respektive undersökt portfölj företag att presenteras och därigenom kategoriseras utifrån Merchants (2003) ramverk för styrning. För att besvara studiens huvudfrågeställning kommer sedan de starkaste tendenserna och det tydligaste valet av styrningsprocesser att lyftas fram. Efter det analyseras styrningsprocesserna inom de ovan definierade aktivitetsfaserna för att besvara studiens andra frågeställning, med hopp om att tydliggöra de skillnader som Ratos aktivitetsnivå får på styrningen av portfölj företagen. Styrprocesserna som använts i respektive företag presenteras i nedanstående tabell som inkluderar de styrningsprocesser inom *results*, *action* och *personell controls* som återfinns i de undersökta portfölj företagen. En övergripande blick visar på att likartad styrning används i alla företag, med vissa avvikelser. De markerade styrningsmetoderna återfanns i alla portfölj företagen.

Merchants styrprocesser	Anticimex	Haglöfs	SB Seating
Results Controls			
Månads- och kvartalsvis rapportering till Ratos	X	X	X
Betydande styrelserapportering	X	X	X
Ratos medverkar i budgetframtagning			
Fokus på nyckeltal			
Fokus på kassaflöde	X	X	X
Rörliga löner	X	X	X
Indirekta avkastningskrav genom ökad belåning	X	X	X
Icke-finansiella mål	X	X	X
Action Controls			
VD- och styrelseinstruktion	X	X	X
Avtal som begränsar ledningens agerande			
Standarder och manualer			
Ratos har haft större påverkan på strategi/affärsplan	X	X	X
Personnel Controls			
Ratos har utökat styrelsen			
Ratos har styrelserepresentant	X	X	X
Ratos har introducerat styrelsemedlemmar	X	X	X
Ratos har introducerat ny styrelseordförande		X	X
Ratos har introducerat ny CFO		X	
Ratos har introducerat ny VD			
Ratos har introducerat kunder/partners			X
Ratos har varit aktiva i rekrytering av anställda			
Ratos har varit med på verksamhetsrelaterade möten	X	X	
Ratos har varit aktiva i rekrytering av konsulter			X
Ratos har aktiv kontakt med VD och övrig ledning	X	X	X

Källa: Merchant (2003) och Thiel och Widerström (2007)

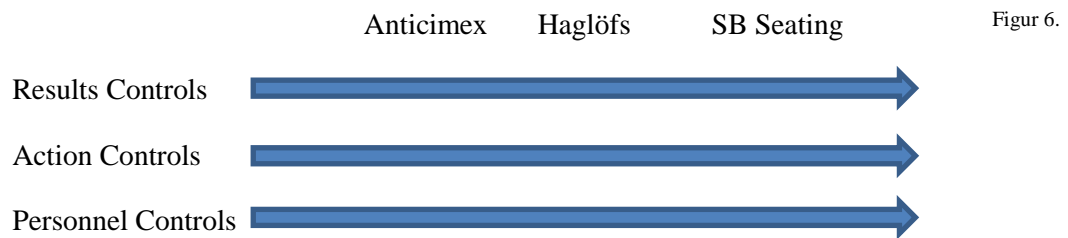
Tabell 4.

Den generella idén med buyouts är att förvärva eller investera i ett bolag och sedan avyttra det när betydande bolagsutveckling skett och avyttring genererar attraktiv avkastning. Den grundläggande tanken är därför att öka aktieägarvärdet under ägarperioden och ha så stor avkastning på investeringen som möjligt, genom att utforma de mest värdeskapande MCS. I somliga fall sker detta värdeskapande med okonventionella metoder som för med sig negativa aspekter som t.ex. personalnedskärningar för att möjliggöra ytterligare kostnadsbeskärningar. I vissa fall har även private equity-strategier beskrivits ha en slitsam påverkan på företagen. I detta projekt så behandlas dock ett publikt private equity-bolag, vilket p.g.a. marknadens påtryckningar och krav kräver andra mer samhällsvänliga metoder för att nå eftersträvat värdeökning. Därav följer att Ratos väljer styrningsmekanismer som ofta är praxis i publika bolag. Givet de mål som private equity-bolag har gällande värdeskapande strategier så kan viss obalans i målbilden uppstå mellan ägarbolaget och ledningen. Framför allt tidshorisonten skapar sådan obalans, eftersom private equity-fonder ofta har ett kort tidsperspektiv. Detta förefaller dock ha mindre påverkan i det undersökta fallet, då Ratos är publikt och inte har den vanliga fondstrukturen som private equity-bolag generellt har och därmed även en potentiellt längre tidshorisont om ett specifikt portföljföretag skulle kräva det för optimerat värdeskapande. En gemensam tidshorisont skapas också genom att ledningen i de flesta fall även är delägare på samma grunder som Ratos.

Således undersöks vilka styrprocesser som återfinns hos ett publikt private equity-bolag och varför dessa olika styrmedel har utvecklats i portföljföretagen. Generella tendenser återfinns där samtliga portföljföretag har samma sorts styrmekanism, vilkas bakomliggande orsaker eftersöks att förklaras med ovan beskrivna teorier. Styrmekanismer som återfinns i samtliga portföljföretag hänförs till specifika faser i ägarperioden, vilkas orsaker kommer analyseras särskilt.

5.1 Styrprocesstendenser

I varje undersökt företag så har samtliga tre kategorier av styrmekanismer i Merchants (2003) ramverk för styrning återfunnits, men med viss skillnad i intensitet. *Results controls* ter sig vara det mest förkommande verktyget för styrning, under vilket tydliga riktlinjer skapats. Vidare förefaller inte *action controls* inneha samma betydande påverkan för styrningen, medan *personnel controls* sannolikt tangerar samma nivå av relevans som *results controls*. Nedan beskrivs och analyseras varje område tydligare inom ramverket och över samtliga tre företagens gemensamma styrmekanismer, vilket illustreras nedan i figur 6.



Figur 6.

5.1.1 Results controls

Rapporteringen som Ratos kräver från sina portfölj företag förefaller som ett mycket viktigt element i Ratos styrning av sina innehav. Att varje månad kräva omfattande beskrivningar av utvecklingen och uppnådda resultat borde sätta hård press på ledningen i vart företag. Att låta portfölj företagets styrelse fritt styra företaget mot den fastställda målbilden är i linje med *results controls*-strategins grundtanke, vilken bygger på att noggrann uppföljning förmår ledningen att verka i rätt riktning hela tiden. Tillsammans med månads- och kvartalsvis rapportering till Ratos har även betydande styrelserapportering införts. Som extern ägare är Ratos exkluderat från den dagliga verksamheten och det kontinuerliga informationsflödet som genomsyrar bolags operationella divisioner. Det förefaller därmed naturligt att private equity-bolag, publika såsom privata, utvecklar betydande rapportering till styrelsen och till ägarbolaget. Denna styrmekanism avlägsnar viss informationsasymmetri och ger god kontroll över rådande företagssituation till ett billigt pris och utan större besvär, speciellt om goda rutiner och formella processer utvecklats. Denna styrmekanism exkluderar även behovet av viss annan styrning, som t.ex. behovet att bolagsansvariga skall vara konstant närvarande i portfölj företaget för att följa utvecklingen. Rapporteringen inkluderar mestadels det finansiella läget, aktuella händelser, organisationens funktionalitet och projektsprocesser. Detta tyder på att Ratos eftersträvar inblick i den dagliga verksamheten och vill kontrollera att ledningen arbetar med och har framgång inom de områden som Ratos finner värdeskapande och driver företaget mot deras utsatta mål.

Ratos använder sig även av rörliga löner till portfölj företagets ledningar, vilka är kopplade till de mål som styrelsen satt upp tillsammans med ledningen. Sådan resultatorienterad styrning förmår ledningen att verka innovativt och med hjälp av olika medel utveckla företaget mot Ratos målbild. Denna sorts styrmekanism förmedlar att private equity-bolaget inte lägger sig i ledningens handlingar, utan låter dessa själva fatta operationella beslut. Detta stämmer väl överens med Ratos ovilja att lägga sig i de operationella besluten och helst håller sig utanför ledningens dagliga verksamhet.

Ratos har inga generella krav på sina innehav gällande resultat eller omsättning. Dock finns, som hos andra private equity-bolag, indirekta avkastningskrav genom ökad belåning där företagen har krav på räntebetalningar. Belåning i branschen är generellt väldigt hög, vilket torde leda till relativt höga indirekta resultatkrav. I linje med de flesta private equity-bolag finns fokus på kassaflöde från ägarsidan. Företagen har även icke-finansiella mål, vilka visserligen inte lyfts fram som lika viktiga som de mål styrelsen satt upp tillsammans med ledningen. Olika icke-finansiella mål återfinns dock i de tre undersökta fallen och verkar troligtvis för ett förtydligande av den idealistiska målbilden.

5.1.2 Action controls

För att *results controls*-styrmekanismer skall fungera fullt ut måste ledningen ges befogenheter tillräckliga att kunna påverka och styra den situation och de resultat som de sedan hålls ansvariga för. Således motverkar strikt *action controls* vissa sorters *results controls*. Detta förklarar troligtvis de relativt fria tyglar som återfinns i portföljföretagen, tillsammans med tanken att ledningen i portföljföretagen kan sina företag bäst. I enlighet med praxis med publika företag finns endast VD- och styrelseinstruktioner och inga andra standarder eller manualer för verksamheten. Således återfinns inte några särskilda hämmande åtgärder eller behavioral constraints i Ratos portföljföretag. Som i de flest företag finns dock action accountability, där ledningen hålls ansvarig för sina handlingar.

I samband med förvärvet av portföljföretaget har Ratos stor påverkan på sammanställningen av affärsplanen i vilken en strategi och en form av målbild tas fram. Sådan styrning förefaller sammankopplad med valet av omfattande rapportering inom *results controls*, där företaget ska följa den affärsplan som Ratos tar fram tillsammans med ledningen. Denna sorts styrmekanism faller inom preaction reviews, där Ratos observerar, granskar samt godkänner den slutgiltiga affärsplanen. Detta förefaller vara ett av de mest framstående skeenden och en av de viktigaste processerna de bolagsansvariga genomgår med respektive portföljföretag.

5.1.3 Personnel controls

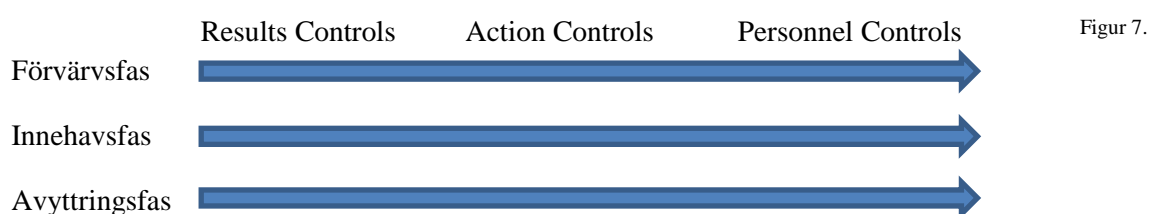
Ratos tillämpar *personnel controls*-styrning i stor utsträckning och mycket av deras strategi ligger i tilliten till ledningen i portföljföretagen och deras kompetens. Därför försöker de inte behandla operationella frågor. De brukar inte heller förändra ledningsgruppens utformning under den första tiden. De ser till sådana frågor innan förvärvet och förvärvar inget företag som inte redan har den ledning som krävs. Detta tillägg till strategin bygger på Ratos grundtanke att en stark ledning krävs för att en investering skall lyckas och att den existerande ledningen är den grupp av personer som kan bolaget bäst. Vidare följer detta väl

det ansvar Ratos har som publikt private equity-bolag. Generellt sett genomsyras all aktivitet av en omfattande transparens. I innehavens styrelser har Ratos styrelserepresentanter som de själva rekryterat eller introducerat och på så sätt besitter de den nödvändiga makten att påverka ledningen från styrelsestolarna. Trots att Ratos inte försöker dirigera ledningen så har de omfattande kontakt med bland annat VDn och CFO:n för att följa arbetet och företagets utveckling. Kontakten är tidvis daglig och kan endast beskrivas som ingående.

5.2 Styrprocessutveckling över aktivitetsfaser

Under ägarperioden utvecklas olika strategier och styrmekanismer som en anpassning till skiftningar som sker i företagsutvecklingen. De olika aktivitetsfaserna som bolagsansvariga genomgår följer således de olika målen som portföljföretagen inriktas mot vid det specifika tillfället. I beskrivningen av hur denna styrning ser ut låter vi samtliga tre kategorier av styrmekanismernas generella tendenser undersökas i varje enskild fas. Detta belyser vilken sorts styrning som kan härledas till var fas.

Föregående analysdel tillåts därför angripas utifrån ett fasperspektiv där studien ämnar använda de funna tendenserna och knyta dessa till de olika faserna och därigenom se hur styrningen skiljer sig åt mellan faserna. De olika fasernas syfte belyses även genom Berg och Gottschalgs (2004) forskning kring värdeskapande i buyouts. Deras forskning används som analysgrund i förklaringen till hur och varför Merchants (2003) styrmekanismers utveckling sker genom de olika faserna. I figur 7. nedan illustreras hur analysen för varje aktivitetsfas tillåts betrakta olika kategorierna av styrning inom Merchants (2003) ramverk.



Figur 7.

5.2.1 Förvärvsfasen

I den första fasen som initieras med förvärvet av portföljföretaget återfinns styrmekanismer främst inom *action controls*, där framtagningen av affärsplanen är centralt. Tillsammans med införande av nya VD- och styrelseinstruktioner så infaller denna styrning i direkt samband med förvärvet. Att *action controls* endast används initialt sammanfaller med Berg och Gottschalgs (2004) värdeskapande idéer kring definierandet av optimala operationella beslut och finansiell produktivitet.

I samband med utformandet av strategi så lyfter Berg och Gottschalgs (2004) fram behovet av målvisualiserande och utformande av incitamentsystem för att maximera värdeskapandet. Detta ses i de undersökta portföljföretagen genom *results controls*-strategier som utformande av icke-finansiella mål, fokus på kassaflödet, indirekta avkastningskrav genom ökad belåning och även rörlig ersättning till ledningen. Sådant utformande minskar nämligen kontrollproblemen och konflikterna mellan ägare och ledning. Ökad skuldsättning sätter press på portföljföretaget att prestera maximalt givet befintliga tillgångar, vilket minskar agent-principalproblem och underlättar värdeskapandet.

5.2.2 Innehavsfasen

Efter framtagningen av nya strategier och inriktningar för portföljföretaget följer den andra aktivitetsfasen där implementering sker av de organisatoriska och operativa förändringar som fastslagits i affärsplanen och även de nya värdeskapande strategierna. Den absolut vanligaste formen av värdeskapande i denna fas, enligt Berg och Gottschalgs (2004), genereras genom de finansieringslösningar som appliceras. Sådana värdeskapande förändringar kan innefatta förändringar i kapitalstrukturen och optimering av skatteplanering. Sådana förändringar sker under denna fas där aktiviteten går ner hos Ratos bolagsansvariga. Detta uppstår genom att portföljföretagen arbetar självständigt efter framtagna direktiv och styrningen av företagens värdeskapande sker indirekt genom observation från Ratos sida under denna fas. Således sker främst värdeskapande genom *results controls*-strategier där intensiv rapportering till bolagsansvariga och till styrelsen är i fokus.

Ratos följer förloppet och värdeskapandet i denna fas genom *personnel controls*-strategier där Ratos styrelseledamöter i portföljföretagen hjälper med beslut och ger direktiv. I denna fas sker även *personnel controls* genom den intensiva diskussion som konstant förs mellan ledning och Ratos bolagsansvariga, vilken beskrivits som ett bollplank. Dessa samtal sker för att assistera företagen att optimera värdeskapande strategier som ökad totalproduktivitet och en effektivare verksamhet.

5.2.3 Avyttringsfasen

I den sista fasen, vilken initieras med beslutet att portföljföretaget ska avyttras, sker en intensifiering av aktiviteten från Ratos bolagsansvariga. I denna avyttringsfas skapas en stor del av värdet genom skillnaden mellan förvärvspris och försäljningspris av portföljföretaget. Det är således i denna fas som allt tidigare värdeskapande realiserar, vilket förklarar Ratos

höga aktivitet. Den mycket centrala förhandlingsprocessen svarar för mycket av den intensifierade aktivitetsnivån, vilken blir högre allteftersom försäljningen närmar sig.

I denna fas återfinns förstas tidigare nämnda styrningsmekanismer, men särskilt intensifierad är de *personnel controls*-strategier som rör styrelsearbete och Ratos kontakt med ledningen. Dessa styrmekanismer förefaller mest värdeskapande i denna fas när ett portfölj företag ska avyttras och en högt betalande köpare ska finnas. Således sker värdeskapande inte under denna fas med hjälp av planering och implementering, utan genom överläggning, resonemang och *personnel controls*.

6. Slutsatser

Målsättningen med private equity-bolags innehav är att idka värdeskapande och optimera företags verksamhet. För att uppnå ett högre värde är det mycket viktigt att private equity-bolaget lyckas styra sitt innehav i önskvärd riktning. Studien har funnit ett antal styrmekanismer som Ratos använder i alla tre undersökta portföljföretag. Samtliga företag har efter förvärv fått intensifierade rapporteringskrav till både ägare och styrelse. Inom *results controls* har även samtliga bolag fått en målbild genom indirekta krav genom upplåning, icke-finansiella mål och fokus på kassaflöde. Till resultaten och utvecklingen har ägarna sedan knutit rörlig ersättning för att undvika agent-principalproblematiken.

Vägen till och strategin bakom värdeskapandet grundar sig främst i *action controls*. Genom omfattande engagemang vid framtagningen av affärsplanen har Ratos tillsammans med ledningen klargjort vad som är bäst för företaget och hur utveckling sker bäst. Genom sådant deltagande och med VD- och styrelseinstruktioner använder Ratos sig av *action controls*. *Personnel controls* sätter främst sitt avtryck genom att Ratos har styrelserepresentanter, rekryterat eller introducerat andra styrelserepresentanter och även har intensiv kontakt med ledningen i portföljföretagen. Genom sådana styrmekanismer kan ett publikt private equity-bolag till en början se till att rätt sorts affärsplan utformas och sedan besluta kring andra frågor, som dyker upp under ägarperioden, genom sitt deltagande i styrelsen.

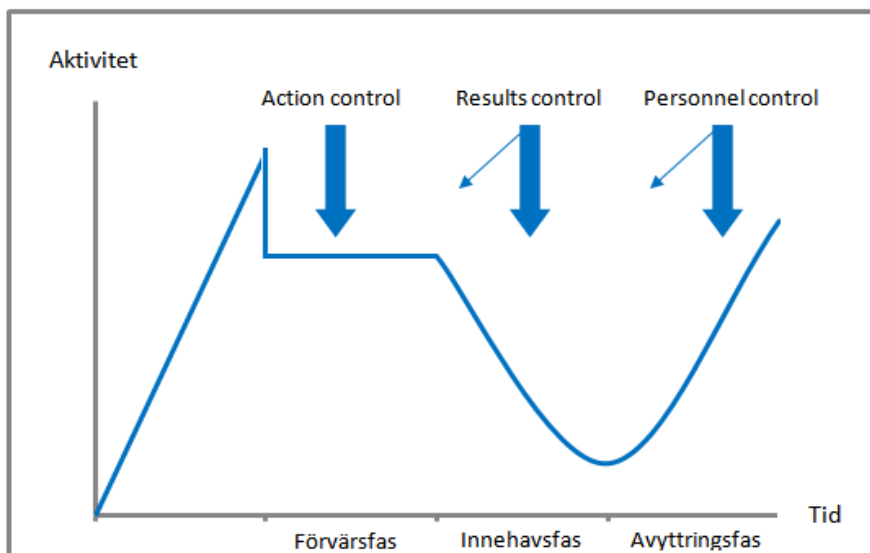
<u>Results controls</u>	<u>Action controls</u>
Månads- & kvartalsvis rapportering till Ratos	VD- och styrelseinstruktion
Betydande styrelserapportering	Ratos har haft större påverkan på strategi/affärsplan
Fokus på kassaflöde	<u>Personnel controls</u>
Rörliga löner	Ratos har styrelserepresentant
Indirekta avkastningskrav genom ökad belåning	Ratos har rekryterat/introducerat styrelsemedlemmar
Icke-finansiella mål	Ratos har aktiv kontakt med VD och övrig ledning

Tabell 5.

De olika aktivitetsfaserna som ett portföljföretag genomgår under den tid de ägs av ett publikt private equity-bolag grundar sig i värdeskapande strategier och speglar de styrmekanismer ägarbolaget använder sig av. Under förvärvsfasen består styrningen främst av de ovan nämnda *action controls*-strategierna med VD- och styrelseinstruktioner samt medverkan vid framtagningen av affärsplanen. Sådan styrning presenterar spelreglerna för värdeskapandet som då återfinns i definierandet i optimal verksamhet. Vidare finns i denna första aktivitetsfas även vissa former av *results controls*, där viss form av krav tas fram med indirekta avkastningskrav, icke-finansiella mål och kassaflödefokus. Däri ligger värdeskapandet i definierandet av förväntad utveckling och i ett incitamentsystem med rörlig ersättning, vilket också återfinns i denna förvärvsfas.

Innehavsfasen innebär högre nivåer av *results controls* i form av stort fokus på rapportering och uppföljning av utvecklingen med både omfattande rapportering till styrelsen och till ägarbolaget så att värdeskapandet sker indirekt genom att ägarbolaget följer upp utvecklingen. Den övergripande aktiviteten går ned under innehavsfasen förutom *results controls* och viss *personnel controls* där bolagsansvariga verkar i styrelsen och har intensiv kontakt med ledningen i portföljföretaget. Således sker ett samarbete för att optimera värdeskapandet. Denna sorts *personnel controls* går sedan upp markant under avyttringsfasen då innehavet ska säljas. Då råder omfattande förhandlingar och samtal med olika parter och de bolagsansvarigas och styrelsens aktivitet ökar kraftigt för att realisera allt värdeskapande som hitintills skett under ägarperioden.

Sammanfattningsvis används samtliga sorters styrningskategorier över alla tre aktivitetsfaser, men vissa kan härledas starkare än andra till olika faser. Förvärvsfasen består främst av *action controls* och till viss del *results controls*. Sedan försvinner den direkta *action controls*-strategin och ersätts med viss *personnel controls* under innehavsfasen. Denna sorts styrning tar sedan en ledande position som styrmekanism och *results* och *action controls* återfinns i bakgrunden under avyttringsfasen, då portföljföretaget ska avyttras och värdeskapandet ska realiseras.



Figur 8.

6.1 Förslag till framtida forskning

Denna studie behandlar till en början ett område som existerar inom internationell forskning men inom vilken det inte finns betydande forskning på svenskägda portfölj företag. Inom området som behandlar publika private equity-bolag finns inte heller någon omfattande forskning, vilket därför skulle förefalla intressant som forskningsområde. Då publika private equity-bolag står inför externa påtryckningar och krav skiljer sig deras styrmekanismer från generella styrmekanismer hos privata private equity-bolag. En rad olika metoder för publika private equity-bolags styrning har identifierats, men vidare forskning i större omfattning vore intressant för att verifiera de slutsatser som studien med Ratos visat. Fortsatt forskning inom detta område skulle kunna bidra till slutsatser inom vilka industrier och vilka förutsättningar som ger utslag i specifika styrmekanismer. I slutändan skulle möjligtvis riktlinjer eller en modell kunna utvecklas kring detta.

Andra delen av undersökningen lyfter fram skillnader i utvecklingen av styrmekanismer över de tre aktivitetsfaser som portfölj företag går igenom. Studien har lyft fram klara skillnader i styrningen som grundar sig i den sorts värdeskapande som varje fas eftersträvar att uppnå. Även inom detta område vore vidare forskning intressant, eftersom detta förefaller vara ett område som inte berörts inom tidigare forskning. Vidare studier inom detta område skulle sannolikt kunna skapa optimala strategier med hänsyn på situation och syfte ett publik private equity-bolag har med sina portfölj företags värdeskapande. Framtida forskning inom detta område skulle sannolikt bidra till private equity-bolagens verksamhet och underlätta deras optimerande av sina styrprocesser under hela ägarperioden.

7. Referenser

7.1 Litteratur

Abernethy, M.A. and Brownell, P., (1997), Management control systems in research and development organizations: The role of accounting, behavior and personnel controls, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 22, s. 233-248.

Anthony, R. and Young, D., (1999), *Management control in nonprofit organizations*, Irwin McGraw-Hill, Boston.

Atkinson, A.A., Balakrishnan, R., Booth, R.P., Cote, J.M., Groot, T., Malmi, T., Roberts, H., Uliana, E. and Wu, A., (1997), New directions in management accounting research, *Journal of Management Accounting Research*, vol 9, s. 79-108.

Baker, P.B. and Montgomery, A.C., (2009), *Conglomerates and LBO Associations: A comparison of organizational forms*, Harvard University Press, Cambridge.

Baker, G.P. and Smith, G.D., (1998), *The new financial capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the creation of corporate value*, Cambridge University Press, Cambridge.

Berg, A. and Gottschalg, O., (2004), Understanding value generation in buyouts, *Les Cahiers de Recherche*, no. 824.

Bergmann, B., Christopher, H., Matthias, H. and Zimmermann, H., (2009), *Listed private equity*, University of Basel, Basel.

Chenhall, R. H. (2003), Management control systems design within its organizational context: findings from contingency-based research and directions for the future, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 28, s. 127-168.

Donaldson, L., (2001), *The contingency theory of organizations*, Sage, Thousand Oaks.

Gordon, L.A. and Miller, D., (1976), A contingency framework for the design of accounting information systems, *Accounting, Organisations and Society*, vol. 1, s. 59-69.

Greve, J. och Gerdin, J., (2004), Forms of contingency fit in management accounting research - a critical review, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 29, s. 303-326.

Kaplan, S., (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, vol 24, s. 217-254.

Lundahl, U. och Skärvad P-H., (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur, Lund.

Merchant, K.A. and Van der Stede, W.A., (2003), *Management control systems*, Pearson Education Limited, Harlow.

Ofek, E., (1994), Efficiency gains in unsuccessful management buyouts, *Journal of Finance*, vol. 49, no. 2.

Otley, D.T., (1980), The contingency theory of management accounting: Achievement and prognosis, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 5, s. 412-428.

Otley, D.T., Berry, A.J., (1980), Control, organizations and accounting, *Accounting, Organizations and Society*, Vol 5, s. 231-244.

Riksbanken, (2005), Rikskapitalbolagen i Sverige, *Finansiell Stabilitet 2005:1*, Sveriges riksbank, Stockholm.

Thiel, N. och Widerström, E., (2007), *Riskkapitalbolags påverkan på styrning i sina portföljbolag*, Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm.

Trost, J., (1993), *Kvalitativa intervjuer*, Studentlitteratur, Lund.

7.2 Muntliga källor

Anticimex

Carrick, Peter, VD Anticimex, 15 april 2011

Roos, Mikael, CFO Anticimex, 19 april 2011

Haglöfs

Jonsson, Jim, CFO Haglöfs, 15 mars 2011

Hedblom, Mats, Senior Advisor, 15 mars 2011

SB Seating

Kronkvist-Olsen, Eirik, CFO SB Seating, 29 mars 2011

Røiri, Lars, VD SB Seating, 29 februari 2011

Ratos

Frankling, Per, Investment director Ratos, 25 februari 2011

Ruud, Jenny Askfelt, Senior investment manager, 23 februari 2011

7.3 Övriga källor

Haglöfs hemsida, www.haglofs.se, 13 mars 2011

LPEQs hemsida, www.lpeq.se, 21 april 2011

Ratos hemsida, www.ratos.se, 22 februari 2011

Ratos årsredovisning, 2009 och 2010

SB Seatings Hemsida, www.sbseating.com, 25 februari 2011

Sjätte AP-fondens hemsida, www.apfond6.se, 21 april 2011

SVCA:s hemsida, www.svca.se, 21 april 2011

Appendix

Appendix I – Frågeformulär: Ratos portföljföretag

Allmänt

- Hur länge har ni arbetat på företaget?
- Vad är er roll?
- Berätta kortfattat om företaget och dess utveckling.

Ratos som ägare

- Vad är positivt/negativt med att ha Ratos som ägare?
- Hur har er roll förändrats sedan Ratos köpte företaget?
- Beskriv processen när ni blev uppköpta av Ratos.
- Hur har Ratos aktivitet varierat sedan förvärvet?
- Vilka var de största skillnaderna i styrningen av företaget efter förvärvet?

Results Control

- Hur ser rapporteringen till styrelsen och Ratos ut?
- Vilka rapporter är viktigast?
- Vem rapporterar ni till?
- Hur utformas er budget? Före/efter förvärvet?
- Vilka nyckeltal fokuserar ni på?
- Har ni fokus på kassaflöde?
- Hur ser ert ersättningssystem ut?
- Ökade ni er belåning i och med att Ratos blev ägare?
- Har Ratos infört några icke-finansiella mål?
- Har Ratos några tillväxt/omsättningskrav?

Action Controls

- Har ni VD- och styrelseinstruktioner?
- Finns det några avtal som begränsar ledningens agerande?
- Har Ratos infört några nya standarder eller manualer?
- Hur ser ledningens befogenheter ut och hur har dessa ändrats?
- Hur delaktiga är Ratos i utformandet av strategi och affärsplan?

Personnel Controls

- Vilka ändringar i styrelsen har skett?
- Hur många Ratosanställda sitter i styrelsen?
- Hur rekryterades övriga styrelsemedlemmarna?
- Vilka förändringar har skett i ledningen sedan Ratos blev ägare till företaget?
- Hur ofta har ni möten med Ratos?
- Hur ofta har ni kontakt med Ratos?
- Vilka på företaget har Ratos kontakt med?
- Har ni på Ratos någon form av övervakning eller förhandsgranskning av era beslut?

Appendix II – Frågeformulär: Ratosanställda

Allmänt

- Hur länge har ni arbetat på företaget?
- Vad är er roll?
- Berätta kortfattat om företaget och dess utveckling.

Förvärv av portföljföretag

- Beskriv processen när ni köper ett företag.
- Hur varierar Ratos aktivitet över innehavstiden?

Results Control

- Hur ser rapporteringen till styrelsen och Ratos ut?
- Vilka rapporter är viktigast?
- Vem rapporterar portföljföretaget till?
- Hur utformas er budget? Före/efter förvärvet?
- Vilka nyckeltal fokuserar företaget på?
- Har de fokus på kassaflöde?
- Hur ser ersättningsystem ut?
- Ökade Ratos belåningen i portföljföretagen vid förvärv?
- Har Ratos infört några icke-finansiella mål?
- Har Ratos några tillväxt/omsättningskrav?

Action Controls

- Har portföljföretagen VD- och styrelseinstruktioner?
- Finns det några avtal som begränsar ledningens agerande?
- Har Ratos infört några standarder eller manualer?
- Hur ser ledningens befogenheter?
- Hur delaktiga är Ratos i utformandet av strategi och affärsplan?

Personnel Controls

- Vilka ändringar i styrelsen har skett sedan förvärvet?
- Hur många Ratosanställda sitter i styrelsen?
- Hur rekryterades övriga styrelsemedlemmarna?
- Vilka förändringar har skett i ledningen sedan Ratos blev ägare till företaget?
- Hur ofta har ni möten med portföljföretaget?
- Hur ofta har ni kontakt med portföljföretaget?
- Vilka på portföljföretaget har ni kontakt med?
- Har ni på Ratos någon form av övervakning eller förhandsgranskning av företagets beslut?