

Kandidatuppsats vid Handelshögskolan i Stockholm  
Institutionen för Redovisning  
Kurs 639 Examensuppsats inom Redovisning och Finansiell styrning  
Vårterminen 2012

**Författare:** Johan Danielsson, 21596 och Bobo Delemark, 21776

**Handledare:** Torkel Strömsten

**Framläggning:** 30 maj 2012

## **Private equity – styrning av tre portföljbolag**

En komparativ fallstudie av ett *buyout*-bolags styrning av tre portföljbolag

**Abstract:** By identifying effects that a buyout-firm has on management control systems in its portfolio companies, the aim of this thesis is to explain how such effects differs between the companies and finally to explain why the effects differs even though the companies are owned by the same buyout-firm. The study is conducted as a qualitative case study based on interviews with representatives from the studied buyout-firm and three of its portfolio companies.

By analyzing the empirical findings with frameworks and theories within management control systems and value creation, we cannot only identify effects that are common for all portfolio companies but we can also observe differences between the portfolio companies.

The identified effects that are common for all portfolio companies are: increased internal reporting burden, increased perceived risk of getting laid off among managers and co-workers and replacement of the board immediately after acquisition.

The effects that are observed only for two portfolio companies are: increased focus on short-term planning, higher financial targets, replacement of company management upon acquisition and moving of decision authorities to higher organizational levels.

Differences are observed although the portfolio companies are owned by the same buyout-firm due to: differences in management and co-workers equity stake in the portfolio companies, differences in business complexity and differences in planned exit-horizon.

**Författarnas tack:** Vi vill tacka de personer från *Buyout*-bolaget och portföljbolagen som ställt upp på intervjuer. Utan er medverkan hade denna studie inte varit möjlig att genomföra. Ett stort tack riktas även till vår handledare Torkel Strömsten och övriga personer som kommit med värdefulla synpunkter.

# Innehållsförteckning

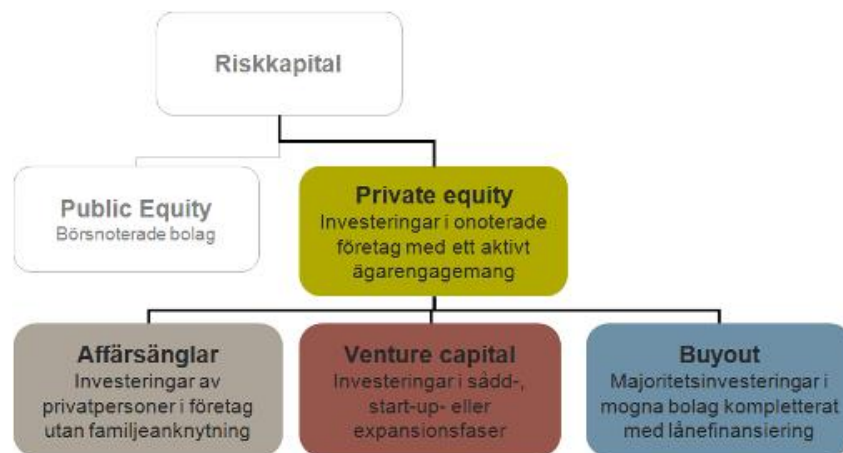
|                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Inledning.....                                                                | 1  |
| 1.1 Bakgrund .....                                                               | 1  |
| 1.2 Tidigare forskning .....                                                     | 2  |
| 1.2.1 <i>Buyout</i> -bolags värdeskapande på aggregerad nivå.....                | 2  |
| 1.2.2 <i>Buyout</i> -bolags värdeskapande i den operationella verksamheten ..... | 3  |
| 1.2.3 Utvärdering av forskningsläget .....                                       | 4  |
| 1.3 Syfte och frågeställning .....                                               | 5  |
| 1.4 Avgränsning .....                                                            | 6  |
| 2. Metod .....                                                                   | 7  |
| 2.1 Undersökningsmetod.....                                                      | 7  |
| 2.2 Etiska aspekter.....                                                         | 7  |
| 2.3 Val av intervjuobjekt .....                                                  | 7  |
| 2.4 Datainsamling.....                                                           | 8  |
| 2.5 Kvalitet .....                                                               | 8  |
| 2.5.1 Reliabilitet .....                                                         | 8  |
| 2.5.2 Validitet .....                                                            | 9  |
| 3. Teoretisk referensram.....                                                    | 10 |
| 3.1 Relationen mellan <i>buyout</i> -bolag och portföljbolag .....               | 10 |
| 3.2 Ramverk för <i>buyout</i> -bolags värdeskapande .....                        | 11 |
| 3.3 Ramverk för styrning .....                                                   | 13 |
| 3.3.1 Planering.....                                                             | 14 |
| 3.3.2 Cybernetisk.....                                                           | 14 |
| 3.3.3 Belöning och kompensation .....                                            | 15 |
| 3.3.4 Administrativ.....                                                         | 15 |
| 3.3.5 Kultur .....                                                               | 16 |

|                                                                                    |    |
|------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 4. Empiri.....                                                                     | 18 |
| 4.1 <i>Buyout</i> -bolaget.....                                                    | 18 |
| 4.2 Industribolaget.....                                                           | 19 |
| 4.3 Finansbolaget.....                                                             | 23 |
| 4.4 Grossistbolaget .....                                                          | 26 |
| 5. Analys.....                                                                     | 29 |
| 5.1 Identifierade effekter som <i>Buyout</i> -bolaget har på styrsystemen .....    | 29 |
| 5.1.1 Planering.....                                                               | 29 |
| 5.1.2 Cybernetisk.....                                                             | 31 |
| 5.1.3 Belöning och kompensation .....                                              | 33 |
| 5.1.4 Administrativ.....                                                           | 34 |
| 5.1.5 Kultur .....                                                                 | 35 |
| 5.2 Förklaring till de identifierade skillnaderna i portföljbolagens styrning..... | 37 |
| 6. Slutsatser .....                                                                | 40 |
| 7. Diskussion .....                                                                | 42 |
| 7.1 Studiens begränsningar .....                                                   | 42 |
| 7.2 Förslag till framtida forskning.....                                           | 42 |
| 8. Referenser.....                                                                 | 43 |
| 9. Bilagor .....                                                                   | 46 |
| 9.1 Frågor till representanterna från <i>Buyout</i> -bolaget .....                 | 46 |
| 9.2 Frågor till representanterna från portföljbolagen .....                        | 48 |

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Riskkapital är de kapitalinjektioner i företag som inte är lån. Riskkapitalinvesteringar delas enligt *Figur 1* upp i *public equity* – investeringar på börsen, samt *private equity* – investeringar i onoterade bolag. *Private equity* delas i sin tur upp i olika finansieringsformer varav de tre vanligaste är: Affärsänglar – privatpersoner som investerar delar av sin egen förmögenhet i utveckling av nya företag, *Venture capital* – kapitalinjektioner i tidiga skeden av ett företags utveckling samt *Buyout* – kapitalinjektioner i mogna bolag som är i behov av aktiva ägare eller finansiella muskler.<sup>1</sup> Den sistnämnda finansieringsformen är den finansieringsform som behandlas i denna studie.



*Figur 1. Riskkapital och dess olika finansieringsformer*  
Källa: SVCA, Om riskkapital, (2012-03-25)

Affärsmodellen för ett *buyout*-bolag, vilken är illustrerad i *Figur 2*, innebär att *buyout*-bolaget bildar en fond med en fastställd strategisk inriktning och bestämd storlek. När fonden är fulltecknad stängs den för ytterligare investeringar och de befintliga investeringarna är bundna för hela fondens livslängd som vanligtvis varar i 10 år.<sup>2</sup> *Buyout*-bolagets *managementteam* arbetar med driften av fonden det vill säga investeringar, utveckling och försäljning av de olika portföljbolagen.<sup>3</sup>

När investeringar görs i portföljbolag köps ofta hela företaget upp men det förkommer också att endast en majoritetsandel köps upp eller att flera *buyout*-bolag samtidigt går in och gemensamt äger portföljbolaget. Köpet finansieras dels av lån och dels av eget kapital. En vanlig

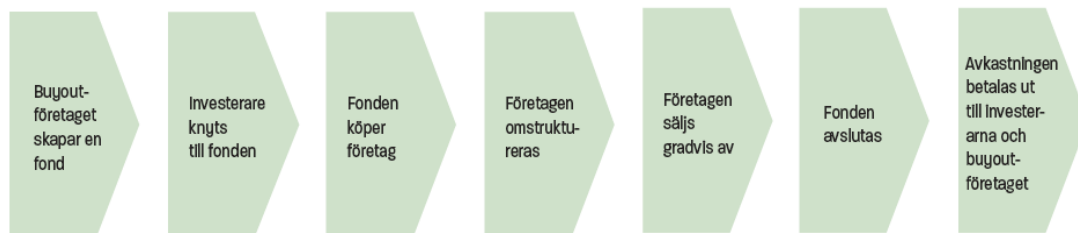
<sup>1</sup> SVCA, Om riskkapital, (2012-03-25)

<sup>2</sup> Unionen, Att ägas av ett riskkapitalbolag, sida 11, (2012-03-26)

<sup>3</sup> SVCA, Om riskkapital, (2012-03-25)

fördelning är 70 procent lån och 30 procent eget kapital. Typiska uppköpskandidater är mogna, stabila företag med medelmåttlig lönsamhet. Företag med svaga kassaflöden som är starkt konjunkturberoende passar inte bra för *buyout*-bolags affärsmodell.<sup>4</sup>

Sammantaget avser *buyout*-företagen att genom sin operativa fokus skapa starkare, effektivare och mer robusta företag. Det brukar sägas att 25 procent av arbetet i ett *buyout*-bolag fokuserar på finansiell effektivisering och 75 procent på operationella åtgärder i bolagen.<sup>5</sup> Efter vanligtvis fyra till sju år avyttras portföljbolaget genom antingen börsintroduktion eller försäljning till en industriell eller finansiell aktör.<sup>6</sup>



Figur 2. Ett Buyout-bolags affärsmodell  
Källa: Unionen, Att ägas av ett riskkapitalbolag, sida 8, (2012-03-26)

## 1.2 Tidigare forskning

Forskningen kring *buyout*-bolags styrning av portföljbolag är omfattande. Genom att göra en undersökning kring publikationer och forskning på området kan det konstateras att huvuddelen av forskningen kretsar kring agent-principal teorin samt studier kring hur *buyout*-bolag skapar värde i sina portföljbolag. I forskningen kring agent-principal teorin bör särskilt Hellman<sup>7</sup> nämnas då hans studier kring relationen mellan riskkapitalbolag och portföljbolag är framträdande. Då vår studie faller inom området för värdeskapande i portföljbolag har vi, för att förtydliga aktuell forskning på området, delat upp denna forskning i två delar; forskning kring hur *buyout*-bolag skapar värde på aggregerad nivå avseende kvantitativa variabler samt hur *buyout*-bolag skapar värde genom att arbeta med den operationella styrningen.

### 1.2.1 Buyout-bolags värdeskapande på aggregerad nivå

På beställning av European Private Equity and Venture Capital Association kartlägger Ernst & Young hur *buyout*-bolag skapar värde i rapporten "*Return to warmer waters – How do private equity investors create value? A study of 2010 European exits*". Rapporten visar att *buyout*-

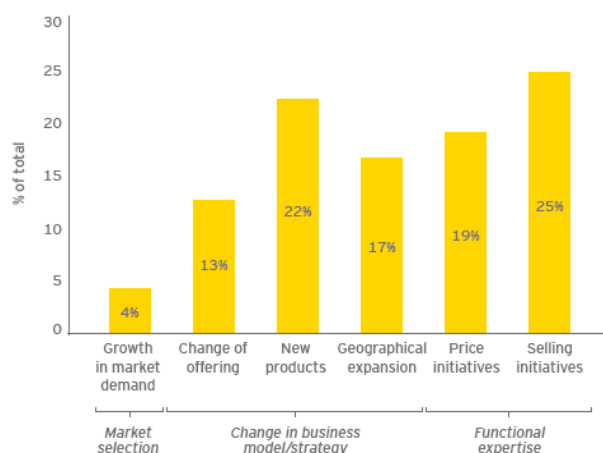
<sup>4</sup> Unionen, Att ägas av ett riskkapitalbolag, sida 13–14, (2012-03-26)

<sup>5</sup> SVCA, Om riskkapital, (2012-03-25)

<sup>6</sup> Ernst & Young, Return to warmer waters, sida 5, (2012-03-27)

<sup>7</sup> Hellmann, T. (1998), "The allocation of control rights in venture capital contracts", *The Rand Journal of Economics*, vol. 29, no. 1, sida 57–76

bolagens avkastning till 40 procent består av att de överträffar börsbolagens avkastning genom deras förvaltning av bolagen, 31 procent hänförs till generell börsutveckling och 29 procent är hänförligt till ökad belåning. Vidare visar rapporten att portföljbolagens *EBITDA*<sup>8</sup>-tillväxt har ökat i betydelse för att skapa avkastning för *buyout*-bolagen. Detta är ett starkt bevis på att *buyout*-bolagen fokuserar alltmer på tillväxten i portföljbolagen snarare än att skapa avkastning genom finansiella åtgärder. Av *EBITDA*-tillväxten kommer 46 procent från ökning i organisk omsättning vilken i sin tur bryts ner enligt *Figur 3*. Denna visar att *buyout*-bolagen ökar omsättningen i sina portföljbolag genom att: öka efterfrågan från marknaden, förändra bolagets erbjudande, utveckla nya produkter, expandera geografiskt, ändra prissättningen eller genom att vidta försäljningsåtgärder.<sup>9</sup>



*Figur 3. Organisk tillväxtsökning i portföljbolag*  
 Källa: Ernst & Young, *Return to warmer waters*, sida 7, (2012-03-27)

### 1.2.2 *Buyout*-bolags värdeskapande i den operationella verksamheten

Då *buyout*-bolags värdeskapande på aggregerad nivå är noggrant kartlagd i aktuell forskning faller det sig naturligt att undersöka hur de identifierade operationella förändringarna genomförs – det vill säga en djupgående fallstudie i ett eller flera portföljbolag.

Göransson & Keisu kommer i sin avhandling inom detta område fram till att de karaktäristika som *buyout*-bolags styrning har är: fokus på aktieägarvärdet, tydlig rollfördelning, toppstyrning, styrning efter avvikelser, tät kontakt och utförlig rapportering, monetära incitamentsprogram och tillit.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> EBITDA = Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization

<sup>9</sup> Ernst & Young, *Return to warmer waters*, sida 3–7, (2012-03-27)

<sup>10</sup> Göransson, A. & Keisu, A. (2007), *Private equity företagens styrning av sina portföljbolag*

Berg & Gottschalg utvecklar i sin avhandling ett ramverk, bestående av 16 faktorer, som beskriver hur *buyout*-bolag kan skapa värde i sina portföljbolag.<sup>11</sup>

Thiel & Widerström presenterar i sin studie av styrsystems utveckling i *venture capital* finansierade bolag en tabell, vilken illustreras i *Figur 4*, som sammanställer de styrmekanismer som utvecklats i de studerade portföljbolagen.<sup>12</sup> Tabellen är uppdelad enligt Merchants styrningsramverk där samtliga mekanismer identifieras inom tre områden: *results control*, *action control* och *personnel control*.<sup>13</sup>

| Results control                           | Action control                                        | Personnel control                                                  |
|-------------------------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| Införande av budget                       | Införande av avtal som begränsar grundarnas ageranden | Utökande av styrelse                                               |
| Införande av formell styrelserapportering | Införande av VD-instruktion                           | VC bolag har styrelserepresentant                                  |
| Intern formell rapportering               | Införande av andra standarder och manualer            | VC bolag har introducerat styrelseordförande                       |
| Införande av fokus på kassaflöde          | <i>Milestones</i> kopplade till VC finansiering       | VC bolag har varit aktiva i rekrytering av andra styrelseledamöter |
| Införande av fokus på nya nyckeltal       | Införande av andra mål för att påverka agerande       | Ersättande av VD                                                   |
| Rapporter utanför styrelsen till VC bolag | VC har haft större påverkan på strategi/affärsplan    | VC bolag har varit aktiva i rekrytering av anställda               |
| Införande av optioner                     |                                                       | VC bolag har introducerat många kunder/partners                    |
| Införande av rörliga löner                |                                                       | VC bolag följer med på sälj/partnarmöten                           |
|                                           |                                                       | VC bolag har varit aktiva i rekrytering av konsulter               |
|                                           |                                                       | VC bolagen har haft aktiv kontakt med andra anställda förutom VD   |

*Figur 4. Identifierade styrmekanismer som utvecklats på grund av riskkapitalbolags inträde*  
 Källa: Thiel N, Widerström E. (2007), *Riskkapitalbolags påverkan på styrning i sina portföljbolag*, sida 53

Nyare forskning på området är Grebing & Wahlström som gör en fallstudie av hur ett *buyout*-bolags värderingsmodell översätts till olika organisationsnivåer – från ledningsgruppen ner till verkstadsgolvet.<sup>14</sup> Bernhager & Ellfors gör en komparativ fallstudie där de finner skillnader i styrning av portföljbolag mellan USA, Europa och Kina. De kommer bland annat fram till att riskkapitalbolag i Kina använder sig av mer omfattande styrsystem än vad som är fallet i USA och Europa.<sup>15</sup>

### 1.2.3 Utvärdering av forskningsläget

En stor del av forskningen kring värdeskapande i den operationella verksamheten studerar styrning genom att göra fallstudier av ett *buyout*-bolags styrning av ett portföljbolag. Sådana studier möjliggör en djupgående analys av ett enskilt fall men de missar möjligheten att påvisa skillnader som förekommer i den styrning som utövas av *buyout*-bolag. Den forskning som valt att studera skillnader har valt att göra det med utgångspunkt i hur skillnader i *buyout*-bolaget

<sup>11</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 19–23

<sup>12</sup> Thiel, N. & Widerström, E. (2007), *Riskkapitalbolags påverkan på styrning i sina portföljbolag*

<sup>13</sup> Merchant, K. A. (1985), *Control in business organizations*

<sup>14</sup> Grebing, C. & Wahlström, L. (2011), *Private Equity-bolags styrning av portföljbolag*

<sup>15</sup> Bernhager, T. & Ellfors, S. (2011), *Riskkapitalbolags styrning av portföljbolag i USA, Europa och Kina*

påverkar styrningen. Exempel på forskning med denna utgångspunkt är den tidigare nämnda studien av Bernhager & Ellfors som behandlar hur styrningen skiljer sig åt mellan *buyout*-bolag som är verksamma i olika länder.

Forskning som istället tar sin utgångspunkt i hur skillnader i portföljbolagen påverkar den styrning som *buyout*-bolaget utövar har inte behandlats i samma utsträckning i tidigare forskning och här menar vi att det finns ett stort tomrum att fylla. Vi ser ett behov av att studera hur styrningen skiljer sig åt mellan ett och samma *buyout*-bolags portföljbolag för att kunna härleda skillnader i styrningen som beror på skillnader hos portföljbolagen. En sådan studie hade varit berikande för forskningen på området då det hade förtydligat vilka faktorer hos portföljbolagen som är drivande i att påverka dess styrning. Slutsatserna från en sådan studie är av särskild relevans för ledning och medarbetare hos bolag som är potentiella *buyout*-kandidater då detta bör ge en djupare insikt i hur *buyout*-bolagets styrning torde te sig för ett bolag med deras karaktäristika.

### 1.3 Syfte och frågeställning

Genom att studera ett och samma *buyout*-bolags styrning av tre portföljbolag är syftet med denna studie att studera vilka skillnader i portföljbolagens karaktäristika som påverkar *buyout*-bolagets styrning. Att arbeta med detta syfte innebär att vi, i tillägg till att studera hur styrningen skiljer sig åt i de tre bolagen, skall förklara varför denna styrning skiljer sig åt. Istället för att studera hur skillnader mellan *buyout*-bolag påverkar styrningen avser vi alltså att visa hur skillnader i portföljbolagen påverkar den styrning som *buyout*-bolaget utövar. För att uppfylla detta syfte ämnar vi besvara följande fråga:

***”Hur skiljer sig styrningen mellan de tre studerade portföljbolagen och varför skiljer sig styrningen trots att de ägs av samma buyout-bolag?”***

Sammantaget behöver följande göras för att kunna besvara frågeställningen:

- 1) Observera de effekter som *buyout*-bolaget har på styrningen i de tre portföljbolagen
- 2) Identifiera på vilka sätt de observerade effekterna skiljer sig åt mellan portföljbolagen
- 3) Förklara varför effekterna skiljer sig åt mellan portföljbolagen genom att identifiera faktorer i portföljbolagen som driver den styrning som *buyout*-bolaget utövar

## 1.4 Avgränsning

Studien avgränsas till att endast behandla ett svenskt *buyout*-bolags styrning av tre portföljbolag. För att komma fram till generellt applicerbara slutsatser gällande detta *buyout*-bolags styrning av portföljbolag skulle det vara önskvärt att göra intervjuer med alla dess nuvarande och tidigare portföljbolag. För att få fram än mer generella slutsatser gällande *buyout*-branschens styrning av portföljbolag skulle det vara önskvärt att studera flera *buyout*-bolags samtliga portföljbolag – något tidsramen för denna studie inte tillåter.

## 2. Metod

### 2.1 Undersökningsmetod

Vårt val att göra en kvalitativ fallstudie baseras på att denna metod lämpar sig särskilt väl när det saknas befintliga teorier på området eller då befintliga teorier på området är ofullständiga.<sup>16</sup>

Vår fallstudie antar en explorativ ansats då vi undersöker effekterna av att ägas av *buyout*-bolag medan den antar en explanativ ansats när vi förklarar varför styrningen skiljer sig åt mellan bolagen. Dessa förklaringar kan sedan testas i studier av större skala för att åstadkomma generaliseringar.<sup>17</sup>

Befintlig teori avseende hur *buyout*-bolag styr sina portföljbolag (deduktiv ansats) kombineras med generaliseringar från den empiri som kommer fram under fallstudien (induktiv ansats) och således antar vår studie en abduktiv ansats.<sup>18</sup>

Då vi avser att förklara vilka skillnader hos portföljbolagens karaktäristika som påverkar styrningen från *buyout*-bolaget förefaller det naturligt att genomföra en multipel fallstudie istället för en ensam fallstudie. En multipel fallstudie gör resultaten mer robusta och minskar risken att de undersökta objekten inte är representativa.<sup>19</sup>

### 2.2 Etiska aspekter

Vi uppmärksammade att de portföljbolag som valde att medverka initialt var mycket restriktiva med att lämna ut den information som krävdes för vår studie. För att avhjälpa denna problematik och få de intervjuade att ge en saklig bild av verkligheten, valde vi att göra hela studien anonym för de intervjuade; företagsnamn och namn på de intervjuade förekommer inte. På så vis fick vi en betydligt mer utförlig beskrivning från intervjuobjekten och detta har varit en förutsättning för att kunna besvara studiens frågeställning.

### 2.3 Val av intervjuobjekt

För att slutsatserna från studien skulle bli så representativa som möjligt för *buyout*-branschen valde vi att studera ett av de marknadsledande *buyout*-bolagen (hädanefter *Buyout*-bolaget). Utöver det för studien nödvändiga kravet, att alla portföljbolag skulle ägas av *Buyout*-bolaget,

---

<sup>16</sup> Otley, D.T. & Berry, A.J. (1994), "Case study research in management accounting and control", *Management Accounting Research*, vol. 5, no. 1, sida 47

<sup>17</sup> Ryan, B., Scapens, R.W. & Theobald, M. (2002), "Research Method & Methodology in Finance & Accounting", sida 144

<sup>18</sup> Otley, D.T. & Berry, A.J. (1994), "Case study research in management accounting and control", *Management Accounting Research*, vol. 5, no. 1, sida 46

<sup>19</sup> Yin, R.K. (2003), *Case Study Research – Design and Methods*, sida 37–38

avsåg vi att finna portföljbolag som skiljer sig på många olika sätt. Detta för att kunna dra slutsatser kring vilka faktorer i portföljbolagen som påverkar styrningen av dessa. Det var sammantaget tre bolag som var lämpliga för vår studie; ett bolag verksamt i finansbranschen (hädanefter Finansbolaget), ett bolag verksamt i verkstadsindustrin (hädanefter Industribolaget) samt ett bolag som tillhandahåller industriella förbrukningsvaror (hädanefter Grossistbolaget).

## 2.4 Datainsamling

Huvuddelen av den datainsamling som krävts för att genomföra studien är primärdata i form av djupintervjuer som genomförts med totalt 13 personer – tre i *Buyout*-bolaget, fyra i Industribolaget, fyra i Finansbolaget och två i Grossistbolaget. Intervjuerna har ägt rum på respektive företags kontor och vi har under samtliga besök förevisats lokalerna vilket möjliggjort en observation av arbetsmiljön. Detta anser vi är av stor vikt för att kunna skapa sig en bild av den kultur som råder.

Utöver de primärdata som samlats in har vi använt oss av sekundärdata – dels i form av internt material som delats ut under intervjuerna, dels av publik information som finns i respektive företags årsredovisning eller dylikt.

## 2.5 Kvalitet

### 2.5.1 Reliabilitet

För att förstå hur reliabiliteten kan förbättras brukar denna delas upp i fyra komponenter: kongruens, precision, objektivitet och konstans.<sup>20</sup>

Kongruens handlar om att ha likhet mellan frågor som ställs som avser att mäta samma sak. För att öka kongruensen i det empiriska materialet har vi under samtliga intervjuer med portföljbolagen använt oss av samma framarbetade mall (se bilaga) vilket innebär att samma frågor har ställts till samtliga intervjuobjekt.<sup>21</sup>

Precision handlar om det sätt intervjuaren registrerar svar. För att öka precisionen i denna studie har vi för samtliga intervjuer (förutom en) spelat in intervjupersonens svar och sedan, omedelbart efter intervjuerna, renskrivit dessa. Genom detta förfarande minskar vi avsevärt risken att viktiga detaljer utelämnas från intervjuerna.<sup>22</sup>

Objektivitet handlar om hur olika intervjuare kan registrera svar på olika sätt – om intervjuerna registrerar svaren på samma sätt är objektiviteten hög. För att säkerställa hög

---

<sup>20</sup> Trost, J. (2010), *Kvalitativa intervjuer*, sida 131

<sup>21</sup> Ibid.

<sup>22</sup> Ibid.

objektivitet har samtliga intervjuer spelats in och transkriberats. Genom detta tillvägagångssätt har vi säkerställt att vi uppfattat situationen på samma sätt.<sup>23</sup>

Konstans tar upp tidsaspekten och förutsätter att fenomenet som observeras inte ändrar sig. Denna faktor har mindre betydelse vid kvalitativa intervjustudier då förändringar är just vad som är av intresse här.<sup>24</sup>

### 2.5.2 Validitet

Med validitet menas att de frågor som ställs skall mäta det som de är avsedda att mäta.<sup>25</sup> Validitet delas in i yttre och inre validitet.<sup>26</sup>

Inre validitet behandlar i vilken grad studiens resultat är överensstämmande med verkligheten.<sup>27</sup> För att öka validiteten i studien har vi i stor utsträckning använt oss av så kallad informations- triangulering vilken innebär att flera informationskällor och flera metoder används för att bekräfta studiens resultat.<sup>28</sup> Intervjuer med medarbetare på olika hierarkiska nivåer inom de tre portföljbolagen har genomförts där flera intervjupersoner fick svara på samma frågor, intervjuer spelades in, kompletterande anteckningar till intervjuerna användes och samtliga intervjuer utfördes i avskildhet vilket stärker ärligheten i svaren. Dessutom har vi använt oss av sekundärdata såsom årsredovisningar, offentligt material om företaget samt erhållit internt material som tilldelats i samband med intervjutillfällena.

Yttre validitet behandlar hur pass generaliserbart resultatet i studien är. Yttre validitet är svårt att uppnå i vår studie då endast tre fall analyserats.<sup>29</sup> Att *Buyout*-bolaget utgör stor del av den svenska *buyout*-marknaden ökar sannolikheten att liknande resultat skulle uppnås i en studie av fler *buyout*-bolag men studien är trots detta inte tillräcklig för att skapa en generaliserbar teori, vilket inte heller är syftet med denna studie.<sup>30</sup>

---

<sup>23</sup> Ibid.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> Trost, J. (2010), *Kvalitativa intervjuer*, sida 133

<sup>26</sup> Merriam, S.B. (1994), *Fallstudien som forskningsmetod*, sida 177

<sup>27</sup> Trost, J. (2010), *Kvalitativa intervjuer*, sida 132

<sup>28</sup> Merriam, S.B. (1994), *Fallstudien som forskningsmetod*, sida 179

<sup>29</sup> Merriam, S.B. (1994), *Fallstudien som forskningsmetod*, sida 183–185

<sup>30</sup> Yin, R.K. (2003), *Case Study Research – Design and Methods*, sida 37

### 3. Teoretisk referensram

*För att kunna studera Buyout-bolagets påverkan på styrningen i dess portföljbolag är det viktigt att ha en teoretisk grund inom området. För det första behövs en teoretisk grund avseende förhållandet mellan buyout-bolag och portföljbolag, för det andra behövs en teoretisk grund för buyout-bolags strategier för värdeskapande och för det tredje behövs en teoretisk grund för de styrsystem som finns inom ett företag och därav är föremål för buyout-bolags påverkan. Genom att använda ett ramverk i analysen av relationen mellan buyout-bolag och portföljbolag avser vi att belysa hur denna relation påverkas av skillnader mellan portföljbolagen. Med ramverket för värdeskapande avser vi att styrka att de observationer vi gör i portföljbolagen kan härledas till att de har ett buyout-bolag som huvudägare. Med hjälp av ramverket för styrsystem är vår avsikt att gå djupare i analysen av Buyout-bolagets påverkan i varje enskilt portföljbolag.*

#### 3.1 Relationen mellan *buyout*-bolag och portföljbolag

De ledande teorierna inom området kring relationen mellan *buyout*-bolag och portföljbolag kretsar främst kring den så kallade agent-principal teorin vilken fokuserar på två parter; agenten (verkställande parten) och principalen (uppdragsgivaren). Denna teori kretsar kring den konflikt som uppstår eftersom agenten och principalen har olika intressen.<sup>31</sup>

Sheperd & Zacharakis menar att agent-principal problemet kan appliceras på förhållandet mellan ett *venture capital*-bolag och dess portföljbolag för att förstå relationen mellan dessa parter. Med detta synsätt innebär det att *venture capital*-bolaget (principalen) ger mandat åt ledningsgruppen i portföljbolaget (agenten) att fatta beslut för principalens vägnar och detta ger då upphov till problem i deras förhållande som måste överkommas.<sup>32</sup>

Enligt teorin finns det två sätt att säkerställa att agenten handlar i principalens intresse och inte utnyttjar situationen till sin egen fördel: övervakning och kontroll samt belönings- och incitamentsprogram. Övervakning och kontroll innefattar åtgärder för att kontrollera att agenten handlar i principalens intresse som exempelvis krav på utförlig och frekvent rapportering av det finansiella resultatet. Belönings- och incitamentsprogram kan användas för att motivera agenten att handla i principalens intresse och på så vis leda till målkongruens.<sup>33</sup>

Av de problem som avses överbyggas bör informationsasymmetri särskilt nämnas då Shepherd & Zacharakis forskat inom detta område. De kommer bland annat fram till att *venture*

---

<sup>31</sup> Anthony, R.N. & Govandarajan, V. (2007), *Management Control Systems*, sida 530

<sup>32</sup> Sheperd, D. & Zacharakis, A. (2001), "The venture capitalist – entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behavior", *Venture Capital*, vol. 3, no. 2, sida 133

<sup>33</sup> Anthony, R.N. & Govandarajan, V. (2007), *Management Control Systems*, sida 531–532

*capital*-bolags förmåga att välja bra investeringar försämrats kraftigt om de tvingas utanför sin *comfort zone*. När de tar beslut förlitar de sig på tidigare beslut som de tagit och huruvida dessa beslut renderat framgångsrika investeringar. När nya investeringar skall väljas lider *venture capital*-bolags beslut av *availability bias* det vill säga de baserar investeringsbeslutet på hur väl investeringen matchar tidigare framgångsrika eller misslyckade investeringar.<sup>34</sup>

### 3.2 Ramverk för *buyout*-bolags värdeskapande

| Lever                                                             | Dimensions of value generation |         |            |                 |         |           |           |           |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------|---------|------------|-----------------|---------|-----------|-----------|-----------|
|                                                                   | ① Phases                       |         |            | ② Causes        |         |           | ③ Sources |           |
|                                                                   | Acquisition                    | Holding | Divestment | Value capturing | Primary | Secondary | Intrinsic | Extrinsic |
| <b>A. Financial arbitrage ...</b>                                 |                                |         |            |                 |         |           |           |           |
| A-1. ...based on changes in market valuation                      | x                              |         | x          | x               |         |           |           | x         |
| A-2. ... based on private information about the portfolio company | x                              |         | x          | x               |         |           | x         | x         |
| A-3. ... through superior market information                      | x                              |         | x          | x               |         |           |           | x         |
| A-4. ... through superior dealmaking capabilities                 | x                              |         |            | x               |         |           |           | x         |
| A-5. ...through an optimization of corporate scope                | x                              | x       | x          | x               |         |           |           | x         |
| <b>B. Financial engineering</b>                                   |                                |         |            |                 |         |           |           |           |
| B-1. Optimizing the capital structure                             | x                              | x       |            |                 | x       |           |           | x         |
| B-2. Reducing corporate tax                                       | x                              | x       |            |                 | x       |           |           | x         |
| <b>C. Increasing operational effectiveness</b>                    |                                |         |            |                 |         |           |           |           |
| C-1. Cost cutting & margin improvements                           | (x)                            | x       |            |                 | x       |           | x         | (x)       |
| C-2. Reducing capital requirements                                | (x)                            | x       |            |                 | x       |           | x         | (x)       |
| C-3. Removing managerial inefficiencies                           | (x)                            | x       |            |                 | x       |           | x         | x         |
| <b>D. Increasing strategic distinctiveness</b>                    |                                |         |            |                 |         |           |           |           |
| D-1. Corporate refocusing                                         | (x)                            | x       |            |                 | x       |           | (x)       | x         |
| <b>E. Reduction of agency cost</b>                                |                                |         |            |                 |         |           |           |           |
| E-1. Reducing agency cost of FCF                                  | x                              | (x)     |            |                 |         | x         |           | x         |
| E-2. Improving incentive alignment                                | x                              | x       |            |                 |         | x         |           | x         |
| E-3. Improving monitoring and controlling                         |                                | x       |            |                 |         | x         |           | x         |
| <b>F. Mentoring</b>                                               |                                |         |            |                 |         |           |           |           |
| F-1. Restoring entrepreneurial spirit                             | x                              | x       |            |                 |         | x         | (x)       | x         |
| F-2. Advising and enabling                                        | x                              | x       | x          |                 |         | x         |           | x         |

Figur 5. Identifierade dimensioner för värdeskapande hos *buyout*-bolag

Källa: Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 43

Berg & Gottschalgs ramverk, bestående av 16 faktorer, som beskriver hur *buyout*-bolag kan skapa värde i sina portföljbolag illustreras i Figur 5. Samtliga faktorer har kategoriserats utifrån:

1) När under förvärvsfasen de inträffar – förvärvs-, innehavs- eller avyttringsfas

2) Om faktorn är att ses som *Value capturing* eller *Value creation* – att göra vinst genom att värderingen av bolaget ökar utan att någon åtgärd tagits för att förbättra verksamheten respektive att göra vinst genom att vidta aktiva åtgärder för att förändra verksamheten

<sup>34</sup> Sheperd, D. & Zacharakis, A. (2001), "The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making", *Journal of Business Venturing* 16, sida 325

3) Om värdeskapande sker *intrinsic* eller *extrinsic* – om värdeskapande kan ske inom företaget oberoende av ett *buyout*-bolags närvaro respektive värdeskapande som sker på grund av ett *buyout*-bolags närvaro.

Detta ramverk används för att kunna avgöra om de effekter som observeras i de tre studerade portföljbolagen är hänförliga till *Buyout*-bolagets inträde, men det förtydligar även vår avgränsning avseende vilken del av värdeskapande vår studie skall fokusera på. För att uppfylla syftet med vår studie kommer tyngdpunkten att ligga på de faktorer som faller under *Value creation* och särskilt de faktorer som sker operationellt det vill säga följande faktorer:

- *Increasing operational effectiveness* inkluderar faktorer som avser att sänka kostnader och förbättra marginaler, minska kapitalbehov och eliminera ineffektiva ledningsgrupper.<sup>35</sup>
- *Increasing strategic distinctiveness* handlar om att *buyout*-bolag ändrar strategisk riktning för portföljbolagen genom att ändra vilken marknad de skall vara verksam i, vilka produkter som skall säljas och vilka distributionskanaler som är lämpliga.<sup>36</sup>
- *Reduction of agency cost* inkluderar faktorer som *buyout*-bolagen vidtar för att minska kostnader hänförliga till intressekonflikten mellan *buyout*-bolaget (principalen) och ledningsgruppen i portföljbolaget (agenten). Magnituden av detta problem i portföljbolaget beror på hur mycket diskretion det är i ledningsgruppens beslutsfattande, graden av hur incitamenten skiljer sig åt mellan ägare och ledning och till vilken grad handlingar som inte är värdeskapande kan observeras och sanktioneras. Åtgärder som *buyout*-bolagen kan vidta för att minska problemet är att öka skuldsättningen i portföljbolaget för att på så vis tvinga ledningsgruppen att driva bolaget mer effektivt, förändra ledningsgruppens incitament så att de stämmer överens med ägarens och öka bevakningen och kontrollen av ledningsgruppen i portföljbolaget.<sup>37</sup>

Sammantaget innebär en reducerad konflikt inom detta område att ledningsgruppen i portföljbolaget blir mer benägen att vidta nödvändiga åtgärder för att maximera värdet av bolaget. Detta inkluderar att ta svåra beslut som att avskeda medarbetare eller lägga ner hela divisioner inom företaget.<sup>38</sup>

---

<sup>35</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 19–23

<sup>36</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 23–24

<sup>37</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 25–29

<sup>38</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 30

- *Mentoring* inkluderar åtgärder som tas för att skapa entreprenörsanda i portföljbolaget samt löpande åtgärder som tas för att ge råd och direktiv till portföljbolaget. Gällande de löpande åtgärder som tas handlar mycket om att höja den lägsta acceptabla standarden avseende de finansiella mål som sätts upp. Samtidigt som den lägsta acceptabla nivån höjs visar *buyout*-bolaget att de inte tvekar att ersätta ledningsgruppen om målen inte uppfylls. Det adderade värde som *buyout*-bolags stora nätverk ger, inkluderandes framförallt industriexperter och konsulter, ingår också i denna grupp då detta bidrar till de löpande råd och direktiv som ges till portföljbolagen.<sup>39</sup>

### 3.3 Ramverk för styrning

För att kunna åskådliggöra effekterna av *Buyout*-bolagets styrning i portföljbolagen har vi strukturerat vår studie kring Malmi & Browns (2008) styrningsramverk avseende *management control systems* (hädanefter MCS). Genom att använda detta ramverk och dess indelning av styrning avser vi understryka betydelsen av att se styrning som ett paket istället för att fokusera på enskilda delar av styrning. Merparten av tidigare forskning på området har behandlat styrning genom att dela upp denna i *results controls*, *action controls* och *personnel controls* samt senare även *cultural controls*<sup>40</sup>. Vi avser att presentera *Buyout*-bolagets påverkan i Malmi & Browns ramverk då vi anser att detta ramverk lämpar sig bättre för att få en heltäckande bild av styrningen.<sup>41</sup>

Malmi & Browns ramverk har framarbetats genom att analysera och syntetisera cirka fyrtio års tidigare forskning på området för MCS. Ramverket har utvecklats för att vara användbart vid empiriska studier och dess styrka ligger i bredden av att se MCS som ett paket istället för djupet av att diskutera individuella system.

Då det inte finns någon enhetlig definition av begreppet MCS eller *management controls* (hädanefter MC) är det relevant att förtydliga vilken definition av begreppet som används i Malmi & Browns ramverk. De system, regler, övningar, värderingar och andra aktiviteter som ledningsgruppen använder för att styra medarbetarnas beteende kallas MC. Om dessa aktiviteter ses som ett komplett system istället för separata aktiviteter kallas detta för MCS.

---

<sup>39</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 32

<sup>40</sup> Merchant, K.A. & Van der Stede, W.A. (2003), *Management control systems*

<sup>41</sup> Merchant, K. A. (1985), *Control in business organizations*

Ramverket som Malmi & Brown har framtagit illustreras i *Figur 6* och består av fem typer av styrningselement: planering, cybernetisk, belöning och kompensation, administrativ och kultur.<sup>42</sup>

| Cultural Controls       |                 |                        |                               |                                   |                            |                         |  |
|-------------------------|-----------------|------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|-------------------------|--|
| Clans                   |                 | Values                 |                               |                                   | Symbols                    |                         |  |
| Planning                |                 | Cybernetic Controls    |                               |                                   |                            | Reward and Compensation |  |
| Long range planning     | Action planning | Budgets                | Financial Measurement Systems | Non Financial Measurement Systems | Hybrid Measurement Systems |                         |  |
| Administrative Controls |                 |                        |                               |                                   |                            |                         |  |
| Governance Structure    |                 | Organisation Structure |                               |                                   | Policies and Procedures    |                         |  |

*Figur 6. Malmi & Browns ramverk för MCS*

Källa: Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 291

### 3.3.1 Planering

Planering är en kontroll som utförs *ex ante* och uppfyller i huvudsak tre syften: det bestämmer mål för organisationens olika enheter, det sätter de standarder som skall uppfyllas i förhållande till målen samt förtydligar vilken nivå av medarbetarnas prestationer som förväntas och slutligen skapas kongruens mellan olika enheter i organisationen genom att skapa gemensamma mål. Planering kan delas upp i *action planning* och *long-range planning*. *Action planning* är planeringen av kortsiktiga mål och åtgärder som skall genomföras inom en 12 månaders period och denna planeringsfas har taktiskt fokus. *Long-range planning* är mål och åtgärder som skall genomföras på medellång till lång sikt och denna planeringsfas har strategiskt fokus.<sup>43</sup>

### 3.3.2 Cybernetisk

Cybernetisk kontroll kan ses som en process där organisationen sätter upp mål och standarder vilka det faktiska resultatet sedan utvärderas gentemot. I den cybernetiska kontrollen har det identifierats fyra typer av cybernetiska system: budgetar, finansiella mått, icke-finansiella mått samt hybrider som innehåller både finansiella och icke-finansiella mått som exempelvis *Balanced Scorecard*.<sup>44</sup>

<sup>42</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 291

<sup>43</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 291–292

<sup>44</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 292

Det finns fem delar av cybernetisk kontroll enligt Green & Welsh<sup>45</sup>: åtgärder som möjliggör kvantifiering av ett underliggande fenomen, aktivitet eller system, standarder för vilka mål som skall uppfyllas, en feedbackprocess som möjliggör en jämförelse av det faktiska utfallet med en fastställd standard, en avvikelseanalys som uppstår från feedbackprocessen och slutligen möjligheten att modifiera systemen eller de underliggande aktiviteterna.<sup>46</sup>

### 3.3.3 Belöning och kompensation

Belönings- och kompensationssystem fokuserar på att öka prestationen genom att motivera medarbetare och grupper inom organisationen för att på så vis skapa kongruens mellan individernas/gruppernas mål och målen för organisationen.<sup>47</sup> Belönings- och kompensationssystem kan vara både *extrinsic*<sup>48</sup> (monetära) eller *intrinsic*<sup>49</sup> (icke-monetära).

Även om belönings- och kompensationssystem ofta är länkade till cybernetisk kontroll är det viktigt att understryka att cybernetisk kontroll inte är en heltäckande förklaring av dessa system – en organisation kan ge belöning och kompensation av andra anledningar också. Andra anledningar kan vara att ge kompensation för att behålla nyckelpersoner eller att uppmuntra kulturell kontroll via gruppbelöningar.<sup>50</sup>

### 3.3.4 Administrativ

Administrativa kontrollsystem delas upp i tre delar: organisationsdesign och organisationsstruktur, *governance structure* samt *policys* och rutiner.

Organisationsdesign och organisationsstruktur innefattar åtgärder för att påverka medarbetarnas beteende genom organisationsstrukturen och uppbyggnaden av dess funktioner.

*Governance structure* behandlar struktur och sammansättning för arbetsgrupper på styrelsenivå men även på ledningsnivå och projektgruppsnivå. Konkreta exempel på *governance structure* är att bestämma agendan och sätta deadlines för att styra medarbetarna.

---

<sup>45</sup> Green, S. & Welsh, M. (1988), "Cybernetics and dependence: reframing the control concept". *Academy of Management Review*, vol. 13, no. 2, sida 287–301

<sup>46</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 292

<sup>47</sup> Bonner, S.E. & Sprinkle, G.B. (2002), "The effects of monetary incentives on effort and task performance: theories, evidence, and a framework for research", *Accounting Organizations and Society*, vol. 27, no. 4, sida 303–345

<sup>48</sup> Ittner, C. & Larcker, D. (2001), "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective", *Journal of Accounting and Economics* 32, sida 349–410

<sup>49</sup> Flamholtz, E., Das, T. & Tsui, A. (1985), "Toward an integrative framework of organizational control", *Accounting Organizations and Society*, vol. 10, no. 1, sida 35–50

<sup>50</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 293

*Policies* och rutiner handlar om att påverka processer och beteende inom organisationen. Denna del omfattar att bestämma standardprocesser och tillvägagångssätt samt att bestämma regler och *policies*.<sup>51</sup>

### 3.3.5 Kultur

Kulturell kontroll delas av Malmi & Brown upp i tre aspekter: värdebaserad kontroll<sup>52</sup>, symbolbaserad kontroll<sup>53</sup> samt klankontroll<sup>54</sup>.

Värdebaserad kontroll är den påverkan som ledningsgruppen utövar genom att kommunicera organisationens grundläggande värderingar, syfte och riktning. Denna kontroll inkluderar visioner och andra ledord som förmedlar de värderingar som ledningsgruppen vill att de anställda skall värdesätta. Värdebaserad kontroll sker på tre nivåer. Den första är att organisationer avsiktligt rekryterar medarbetare som besitter värderingar som matchar organisationens värderingar. Den andra är när medarbetare socialiserar med organisationen och dess värderingar följaktligen anpassas efter organisationen. Den tredje är när medarbetare anpassar sig och uppför sig enligt företagets värderingar även om de personligen inte instämmer med dessa.<sup>55</sup>

Symbolbaserad kontroll kan användas av en organisation för att försöka skapa en gemensam kultur genom att använda visuella uttryck som exempelvis hur arbetsmiljön är designad och vilken *dress code* som gäller.<sup>56</sup>

Klankontroll innebär att medarbetare exponeras för en socialiseringsprocess där de anpassas efter organisationens värderingar. Klankontroll påverkar organisationen genom att etablera värderingar och föreställningar genom ceremonier och ritualer som sker inom klanen.<sup>57</sup>

Inom den kulturella kontrollen har Ouchi bidragit stort genom sin forskningsartikel från 1979 som behandlar hur kontrollmekanismer hänger ihop med organisationsdesign. Ouchi beskriver tre mekanismer som en organisation kan förlita sig på för att hantera problemet med att få

---

<sup>51</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 293–294

<sup>52</sup> Simons, R. (1995). *Levers of Control*

<sup>53</sup> Schein, E. (1997). *Organizational Culture and Leadership*

<sup>54</sup> Ouchi, W.G. (1979), "A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, vol. 25, no. 9, sida 833

<sup>55</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 294

<sup>56</sup> Ibid.

<sup>57</sup> Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4, sida 295

medarbetare, som bara delvis har kongruenta mål, att samarbeta och arbeta för organisationens intressen. De tre mekanismerna är: marknad, byråkrati och klan.<sup>58</sup>

Ouchi konstaterar att möjligheten att antingen kunna mäta *output* eller beteende är kritiskt för att kunna ha ett fungerande marknadsbaserat eller byråkratiskt kontrollsystem. Om vi kan förstå teknologin och processen som leder till slutprodukten kan kontroll uppnås genom att bevaka medarbetarna och säkerställa att alla delprocesser är korrekta – då kan vi genom att stifta regler som leder till önskvärt beteende förlita oss på ett byråkratiskt kontrollsystem. Om vi däremot inte förstår teknologin måste vi förlita oss på ett marknadsbaserat kontrollsystem det vill säga ett system där vi med precision kan mäta *output*. I de organisationer som är så komplexa att vi varken kan mäta *output* med precision eller kan förstå processen som leder till framgång har vi enbart det tredje systemet att förlita oss på – den kulturella styrningen som implementeras genom klanen.<sup>59</sup>

Kännetecken hos en fungerande kulturell styrning är att organisationens rekrytering sker selektivt för att ha medarbetare som besitter organisationens värderingar och därmed är hängivna och arbetar efter samma mål. De rekryterade medarbetarna genomgår sedan en socialiseringsprocess som genom ritualer och ceremonier förstärker de värderingar som anses vara önskvärda inom organisationen. Eftersom kulturell styrning inte kan bevaka och utvärdera annat än värderingar och attityder, vilka tar längre tid för medarbetarna att erhålla än kognitiv eller manuell färdighet, krävs den stabilitet som följer av ett medlemskap i en selektivt rekryterad grupp.<sup>60</sup>

---

<sup>58</sup> Ouchi, W.G. (1979), "A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, vol. 25, no. 9, sida 833

<sup>59</sup> Ouchi, W.G. (1979), "A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, vol. 25, no. 9, sida 843–844

<sup>60</sup> Ouchi, W.G. (1979), "A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, vol. 25, no. 9, sida 844

## 4. Empiri

*I detta kapitel presenteras resultatet av den fallstudie som genomförts på ett buyout-bolag och tre av deras portföljbolag. Resultatet för varje företag presenteras separat för att senare i analysen analyseras och placeras in i Malmi & Browns ramverk.*

### 4.1 Buyout-bolaget

*Buyout-bolaget letar efter investeringar där de kan ta majoritetspositioner och de låter ofta den säljande parten vara kvar som delägare. Vidare ser Buyout-bolaget gärna att ledningsgruppen för portföljbolaget är antingen delägare i bolaget eller att de knyts till bolaget genom incitamentsprogram.*<sup>61</sup>

*Buyout-bolagets investeringsprocess sker på ett systematiskt sätt efter fastställda principer och efter en strukturerad plan. Buyout-bolaget skapar aktieägarvärde genom att fullfölja tre faser vid varje enskild investering: fastställa en detaljerad plan för hur värde kan skapas i bolaget, säkerställa att tillräckliga kunskaper och resurser är på plats och exekvera den fastställda planen.*<sup>62</sup>

*Omgående efter en investering skapar Buyout-bolaget, tillsammans med ledningsgruppen i portföljbolaget, en detaljerad plan som behandlar bolagets operativa mål för framtiden. Under en 100 dagars process görs en grundlig analys av portföljbolagets marknadsposition och framtida möjligheter.*<sup>63</sup> *Genom att djupgående analysera affärsmodellen och skapa förståelse för hur bolaget tjänar pengar framarbetas den detaljerade planen.*<sup>64</sup> *Nyckeln till en framgångsrik plan är så kallad benchmarking det vill säga att portföljbolaget jämförs med världsledande bolag i samma bransch. Slutligen fastställs den detaljerade planen som sträcker sig fem år framåt i tiden och avser strategiska initiativ inom tillväxtökning, kostnadseffektivisering samt kapitaleffektivisering.*<sup>65</sup>

*När planen är fastställd bistår Buyout-bolaget löpande med support till portföljbolagets ledning i form av frekventa informella möten men framförallt med expertis från Buyout-bolagets styrelserepresentanter. Styrelsen brukar bestå av en partner, en second partner, 1-2 associates samt 2-4 personer som tillsätts av Buyout-bolaget men som är externa det vill säga inte arbetar för Buyout-bolaget.*

---

<sup>61</sup> Intervju med CFO i Buyout-bolaget. (2012-02-22)

<sup>62</sup> Buyout-bolagets webbsida. (2012-04-14)

<sup>63</sup> Ibid.

<sup>64</sup> Intervju med Portfolio manager i Buyout-bolaget. (2012-02-22)

<sup>65</sup> Buyout-bolagets webbsida. (2012-04-14)

Hur mycket regelbunden kontakt *Buyout*-bolaget har med ledningsgruppen i portföljbolagen skiljer sig mycket åt beroende på hur professionell ledningsgruppen i respektive portföljbolag är. Vanligtvis tillbringas mycket tid på kommunikation med ledningsgruppen efter investeringstillfället, under mellanperioden sker kommunikation främst vid tilläggsförvärv och när det är dags för *exit* är kommunikationen med ledningsgruppen omfattande. Utifall att portföljbolagets påvisade resultat inte avspeglar förväntningarna involverar sig *Buyout*-bolaget i större utsträckning vilket givetvis är tidskrävande. Innan *Buyout*-bolaget i ett sådant fall går in och ändrar om i ledningsgruppen kan en styrelsemedlem axla ledningsrollen i en övergångsperiod. *Buyout*-bolaget anser själva att de kan vara lite för krävande som ägare och ibland lägga sig i för mycket.<sup>66</sup>

I dagens marknad ligger framgångsfaktorn under exekveringsprocessen i att utveckla bolaget då ingen kan generera bra avkastning enbart genom sättet som uppköpet finansieras. Under 90-talet gick det att i större utsträckning köpa ett bolag och genom hög skuldsättning vänta på att värderingsmultiplarna gick upp och på så vis tjäna pengar – i dag måste bolaget utvecklas annars får fonden inga nya pengar. Vidare är *sourcing* viktigt under exekveringsprocessen, det vill säga att arbeta tillsammans med industriexperter för att utveckla bolaget. *Buyout*-bolaget har ett ”elit-team” som de alltid använder sig av bestående av exempelvis de bästa konsulterna och juristerna.<sup>67</sup> Att detta har stor betydelse för *Buyout*-bolagets framgång menar även VD:n för Finansbolaget då han säger att ”de har ett team av världsklass bestående av eliten av *bankers*, advokater och konsulter som bidrar till *Buyout*-bolagets värdeskapande”.<sup>68</sup>

## 4.2 Industribolaget

| Industribolaget                |                      |
|--------------------------------|----------------------|
| <b>Industriklassificering:</b> | Industri             |
| <b>Investeringstidpunkt:</b>   | Sommaren 2011        |
| <b>Tidigare ägarform:</b>      | <i>Buyout</i> -bolag |

Industribolaget grundades för cirka 15 år sedan och har genom sin innovatörsförmåga utvecklat en produkt som med sin spjutspetsteknologi idag är marknadsledande.<sup>69</sup> Lönsamheten i Industribolaget har både innan och efter *Buyout*-bolagets inträde varit mycket hög och företaget har alltid genererat ett stabilt kassaflöde<sup>70</sup>. *Buyout*-bolaget ser en signifikant potential i att

<sup>66</sup> Intervju med Associate i *Buyout*-bolaget. (2012-02-22)

<sup>67</sup> Intervju med CFO i *Buyout*-bolaget. (2012-02-22)

<sup>68</sup> Intervju med VD i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>69</sup> Industribolagets webbsida. (2012-04-15)

<sup>70</sup> Intervju med Marknadschef i Industribolaget. (2012-03-16)

utnyttja Industribolagets starka varumärke och marknadsposition för att expandera med dess teknologi till nya geografiska marknader men även till nya segment.<sup>71</sup>

*Buyout*-bolaget har låtit grundaren vara delägare med 10 procent av aktierna, detta på grund av dennes vetskap om marknaden samt rädsla från *Buyout*-bolaget att denne annars skulle starta konkurrerande verksamhet. Vid inträdet i bolaget såg *Buyout*-bolaget till att ersätta den befintliga styrelsen med ny styrelse bestående av anställda i *Buyout*-bolaget samt styrelserepresentanter från tunga poster inom näringslivet, styrelseproffs eller logistik.<sup>7273</sup> Vidare har *Buyout*-bolaget ändrat om i ledningsgruppen då ny VD tillsatts och 40 procent av den sammantagna ledningsgruppen bytts ut sedan *Buyout*-bolagets inträde.<sup>74</sup>

Avseende planeringen i Industribolaget har denna förändrats markant sedan *Buyout*-bolagets inträde. Mer fokus har hamnat på kortsiktiga mål vilket har inneburit färre långsiktiga strategiska investeringar. En faktor som fått särskilt stor betydelse sedan *Buyout*-bolagets inträde är fokus på kassaflöde. En processförändring som inleddes efter förvärvet är att hela lagret skall flyttas från Sverige till Belgien för att frigöra mer kassaflöde.<sup>75</sup> Även om de flesta målen är realistiska har de finansiella målen generellt sett både blivit högre och tydligare – för höga enligt många i organisationen då medarbetarna pressas för att leverera. Exempel på detta är att omsättningen skall fördubblas inom fem år vilket upplevs som orealistiskt.<sup>76</sup> Om målen ej uppfylls analyseras detta och portföljbolaget måste skicka rapporter till *Buyout*-bolaget som förklarar avvikelser. Generellt finns ett obehag som innebär att om målen inte uppfylls kan *Buyout*-bolaget direkt följa vem som bär huvudansvaret för detta. Obehaget för vad som kan hända om målen inte uppfylls torde vara större hos de medarbetare vars prestation enkelt kan mätas vilket bland annat gäller försäljningsansvarige då denne mäts på antal enheter som säljs. ”Medarbetare vars prestation enkelt kan mätas kan dock känna sig lugna, så länge de klarar sina mål” menar försäljningsansvarig.<sup>77</sup>

Samtidigt som kraven på medarbetarna ökat och deras eget ansvarsområde har minskat har kraven på rapportering ökat markant. De ökade kraven på rapportering har inneburit att det dagliga arbetet blivit lidande då rapporteringen är till för att tillgodose *Buyout*-bolagets behov av

---

<sup>71</sup> *Buyout*-bolagets webbsida. (2012-04-15)

<sup>72</sup> Intervju med Marknadschef i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>73</sup> Affärsdata, *Företagsinformation* (2012-05-03) har jämförts med Årsredovisning 2010 för Industribolaget och bekräftar att styrelsen är utbytt

<sup>74</sup> Ledningsgruppens sammansättning innan *Buyout*-bolagets inträde har jämförts med ledningsgruppens nuvarande sammansättning på Industribolagets webbsida. (2012-05-03)

<sup>75</sup> Intervju med Marknadschef i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>76</sup> Ibid.

<sup>77</sup> Intervju med Försäljningsansvarig i Industribolaget. (2012-03-16)

kontroll och inte är till för att öka försäljningen.<sup>78</sup> Rapporter som krävs in veckovis omfattar försäljningsutveckling och andra nyckeltal – särskilt nyckeltal kopplade till kapitalbindning och kassaflöde. Kraven på detaljrikedom upplevs öka i hela organisationen om resultatet som redovisas inte är tillfredställande.<sup>79</sup> Så länge det som rapporteras är i linje med budgeten märks inte *Buyout*-bolaget av i den operativa verksamheten men om resultatet som levereras inte är tillräckligt finns det en rädsla gällande *Buyout*-bolagets reaktion – ”Riskkapitalister är alltid snälla så länge det går bra men den dagen det inte går bra, den blir inte kul”.<sup>80</sup>

Gällande budgetarbetet påbörjas detta betydligt tidigare med *Buyout*-bolaget som huvudägare och dessutom råder betydligt större fokus på budgeten och potentiella avvikelser än tidigare. Även om målen har blivit högre samtidigt som det blivit viktigare att uppfylla dessa sätts inte budgeten från toppen av hierarkin utan det råder en ”bottom-up approach” som innebär att medarbetarna från respektive avdelning får vara med och påverka budgeten. Medarbetare kommer med förslag och sedan bestäms budgetförslaget av den ansvarige för varje geografiskt marknadssegment.<sup>81</sup>

Sedan *Buyout*-bolaget trädde in som huvudägare har det introducerats ett incitamentsprogram för medarbetarna vilket går ut på att dessa ges möjlighet att köpa aktier för att vara med på den värdestegring som väntas under *Buyout*-bolagets ägarskap. I övrigt upplevs löneutvecklingen vara väldigt låg vilket tros bero på att *Buyout*-bolaget har en *exit*-plan och därför vill hålla nere utgifterna. ”Löneutvecklingen tycker jag inte stämmer överens med den bild som utlovades när *Buyout*-bolaget tillträdde” menar marknadschefen.<sup>82</sup>

Sedan *Buyout*-bolagets inträde har organisationen förvandlats till en organisation med strikt fokus på försäljning vilket innebär att produktutveckling och utveckling av nya tekniker har skurits ner.<sup>83</sup> Mängden ansvar för de anställda har förändrats sedan *Buyout*-bolagets inträde på så sätt att de ges mindre utrymme till egna initiativ i den operativa verksamheten. Det råder exempelvis större krav på noggrannhet då vissa uppgifter måste skötas enligt särskilda instruktioner.<sup>84</sup> De minskade befogenheterna innebär att bolaget tappar en del affärer då det exempelvis krävs att den försäljningsansvarige får godkännande av sin chef om han skall kunna gå ner i pris mot en kund. Detta beskrivs väl i följande uttalande av försäljningsansvarig: ”Vid ett

---

<sup>78</sup> Intervju med Marknadschef i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>79</sup> Intervju med CFO i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>80</sup> Intervju med Marknadschef i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>81</sup> Intervju med CFO i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>82</sup> Intervju med Marknadschef i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>83</sup> Ibid.

<sup>84</sup> Intervju med Marknadsassistent i Industribolaget. (2012-03-16)

tillfälle när jag var i Italien hade jag nästan fått en affär i hamn. Jag kände att jag endast behövde gå ner marginellt i pris. Dock hade jag inte befogenheterna till detta och jag tappade affären.” Dessa restriktioner försvårar alltså och hämmar i viss mån försäljningsutvecklingen. Alla riktlinjer finns numera nedskrivna i en *policy* och vid överträdelse av denna uppmärksammas detta av ekonomisidan direkt och då måste den som överträtt stå till svars för sina handlingar.<sup>85</sup>

En annan omfattande påverkan som *Buyout*-bolagets inträde haft på organisationen är att kulturen förändrats avsevärt gentemot den kultur som rådde när organisationen ägdes av entreprenören som grundade företaget.<sup>86</sup> Grundaren, som själv bodde i bygden, arbetade i organisationen dagligen och var en förebild för medarbetarna. En konsekvens av att grundaren arbetade i organisationen var att denne inte ville avskeda någon. Även om grundaren identifierade ett fåtal medarbetare som inte nämnvärt tillförde något till organisationen ville han inte avskeda dessa då merparten av medarbetarna var från bygden och ett avsked skulle få stora negativa konsekvenser för vederbörande. Medarbetarna kunde tidigare diskutera den operativa verksamheten direkt med grundaren men nu är det en längre väg till ägaren vilket minskar sammanhållningen markant.<sup>87</sup>

Kommunikationen med ägaren sker nu genom att *Buyout*-bolaget försöker kommunicera sina visioner till organisationen. Visionerna kommuniceras ut kvartalsvis i ett så kallat stormöte, där de anställda får ställa frågor och en gång per år hålls det även informella möten i mindre grupper. *Buyout*-bolaget kommunicerar visionerna direkt till ledningsgruppen men innebörden av visionerna har inte nått ner till medarbetarna i organisationen. Detta tror Industribolagets *CFO* beror på sättet visionerna kommuniceras vilket han förklarar med att ”*Buyout*-bolaget presenterar *powerpoint-slides* som de anställda inte förstår sig på. Dessa är skrivna på ett språk som medarbetarna har svårt att relatera till – de innehåller termer och begrepp som är svårbegripliga”.<sup>88</sup> Varken den försäljningsansvarige<sup>89</sup> eller marknadsassistenten<sup>90</sup> är införstådd med visionerna för bolaget mer än att försäljningen skall öka med 20 procent per år de kommande fem åren. Exakta tillvägagångssättet för att uppnå denna försäljningsökning är oklar.

En förklaring till kulturförändringen är, enligt marknadsassistenten, att *Buyout*-bolaget tillsatt personer i ledningsgruppen som inte har någon tidigare erfarenhet av bolaget och som inte bor i trakten. Det är allmänt känt av medarbetarna att personerna som tillsatts i ledningsgruppen enbart

---

<sup>85</sup> Intervju med Försäljningsansvarig i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>86</sup> Intervju med Marknadschef i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>87</sup> Intervju med Försäljningsansvarig i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>88</sup> Intervju med *CFO* i Industribolaget. (2012-03-16)

<sup>89</sup> Intervju med Försäljningsansvarig i Industribolaget. (2012-03-16)

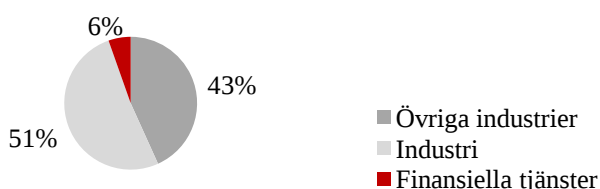
<sup>90</sup> Intervju med Marknadsassistent i Industribolaget. (2012-03-16)

kommer att arbeta några år med bolaget och att de därför inte har någon strävan efter att lära känna medarbetarna. Detta leder till att medarbetarna inte längre känner samma tillhörighet och gemenskap som tidigare.<sup>91</sup>

### 4.3 Finansbolaget

| Finansbolaget                  |                       |
|--------------------------------|-----------------------|
| <b>Industriklassificering:</b> | Finansiella tjänster  |
| <b>Investeringstidpunkt:</b>   | Våren 2009            |
| <b>Tidigare ägarform:</b>      | Industriell ägare     |
| <b>Övrigt:</b>                 | Medarbetarna äger 50% |

Finansbolaget grundades för över 100 år sedan och är idag marknadsledande inom sitt område, att tillhandahålla finansiella produkter och tjänster.<sup>92</sup> Finansbolaget är inget ”traditionellt *private-equity case*” då deras verksamhet är komplex att förstå i kombination med att 50 procent av bolaget ägs av ledning och medarbetare. Vidare har *Buyout*-bolaget begränsad erfarenhet av investeringar i liknande bolag då endast 6 procent av nuvarande och tidigare investeringar gjorts i liknande bolag vilket framgår av *Figur 7*.<sup>93</sup> Anledningen till investeringen i ett otraditionellt ”*private-equity case*” är enligt VD:n att *Buyout*-bolaget ”såg en chans att köpa bolaget billigt”. Vidare menar VD:n att *buyout*-bolag inte är bra på att äga ”peoples-business” som advokatbyråer, konsultbolag, redovisningsbyråer eller finansbolag då deras affärsmodeller är svåra att förstå.<sup>94</sup>



*Figur 7. Buyout-bolagets nuvarande och realiserade innehav kategoriserade efter industriklassificering*  
Källa: Buyout-bolagets webbsida

*Buyout*-fonden som denna investering förvaltas i har större flexibilitet i sin investeringshorisont än en traditionell *buyout*-fond. För Finansbolaget har *Buyout*-bolaget en uttalad strategi som de tydligt kommunicerat – de avser att göra en *exit* först 10-12 år efter

<sup>91</sup> Ibid.

<sup>92</sup> *Buyout*-bolagets webbsida. (2012-04-17)

<sup>93</sup> Ibid.

<sup>94</sup> Intervju med VD i Finansbolaget. (2012-03-20)

förvärvet, det vill säga betydligt längre än de 4-7 år som annars är vanligt.<sup>95</sup> I samma *buyout*-fond förvaltas även Industribolaget.<sup>96</sup>

*Buyout*-bolagets ambition är att kapitalisera på signifikanta tillväxtmöjligheter genom att rekrytera nyckelpersonal, genomföra strategiska förvärv och utveckla bolagets infrastruktur för att kunna stödja fortsatt tillväxt.<sup>97</sup>

Vid inträdet i bolaget såg *Buyout*-bolaget till att ersätta den befintliga styrelsen.<sup>98</sup> Vidare beslutade *Buyout*-bolaget vid förvärvet att Finansbolaget skulle fortsätta ledas av dess befintliga VD med dess befintliga ledningsgrupp.<sup>99</sup>

Att *Buyout*-bolaget inte är vana vid att äga ett sådant speciellt bolag som Finansbolaget får konsekvenser för planeringen på så sätt att *Buyout*-bolaget kräver ökad insyn i bolagets alla aktiviteter. Kontrollfrågor ställs om hur bolaget gör affärer på ett helt annat sätt än tidigare.<sup>100</sup> Kraven på den interna redovisningen har ökat markant sedan *Buyout*-bolagets inträde.<sup>101</sup> Medarbetarna i bolaget upplever en avsevärt större rapporteringsplikt än tidigare vilket dels beror på *Buyout*-bolagets inträde, dels på ökade krav på licensiering och dokumentation som ställs på branschen. Den ökade rapporteringen upplevs som betungande av medarbetarna.<sup>102</sup>

Utöver den ökade rapporteringen märks det knappt att bolaget ägs av ett *buyout*-bolag vilket enligt analyschefen beror på att verksamheten är svår att förstå sig på och därmed är en svår organisation att gå in och styra i.<sup>103</sup> Utöver detta förklaras *Buyout*-bolagets passivitet av att Finansbolaget levererar bra resultat i kombination med att Finansbolagets kompetens inom affärsområdet är högre än *Buyout*-bolagets. Skulle sämre resultat uppvisas är den administrativa chefen övertygad om att *Buyout*-bolaget skulle rycka in i verksamheten med sina konsulter och ändra i det operativa. Denna åsikt förstärks av analyschefen som menar att ”riskkapitalister vill ha hög avkastning och om detta ej uppfylls börjar man nog rota och gräva ordentligt i verksamheten”.<sup>104</sup> VD:ns förklaring är ännu mer talande då han menar att ”om bolaget börjar gå

---

<sup>95</sup> Intervju med Administrativ chef i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>96</sup> Pressmeddelande vid förvärvet av Industribolaget. (2011)

<sup>97</sup> Finansbolagets webbsida. (2012-04-17)

<sup>98</sup> Årsredovisning (2008) för Finansbolaget har jämförts med Årsredovisning (2010) för Finansbolaget och bekräftar att samtliga personer i styrelsen har bytts ut

<sup>99</sup> Pressmeddelande vid förvärvet av Finansbolaget. (2009)

<sup>100</sup> Intervju med Analyschef i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>101</sup> Intervju med Administrativ chef i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>102</sup> Intervju med Rådgivare i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>103</sup> Intervju med Analyschef i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>104</sup> Ibid.

dåligt hade *Buyout*-bolaget skakat fram en massa folk och gått in i verksamheten – då är du körd som VD. Blir det röda siffror är det bara att springa”.<sup>105</sup>

Målen inom Finansbolaget har inte förändrats sedan *Buyout*-bolaget trädde in men däremot har kopplingen mellan prestation och kompensation blivit tydligare och rakare. Ramarna för den monetära kompensationen är tydligare och taket för kompensationen är mycket lägre nu.<sup>106</sup> Det som förklarar en del av det sänkta taket avseende kompensation är att *Buyout*-bolaget skall ha del av resultatet. Varje individ får fast lön plus en rörlig del som är kopplad till *teamets* prestation. Tidigare fick *teamet* 100 procent av nedersta raden i resultaträkningen men nu är denna del avsevärt lägre eftersom *Buyout*-bolaget först skall ha 50 procent av denna del.<sup>107</sup> Förändringen av kompensationen har helt bestämts av *Buyout*-bolaget.<sup>108</sup>

Sedan *Buyout*-bolagets inträde ligger fokus ännu mer än tidigare på att kunderna köper en tjänst av Finansbolaget och inte en tjänst av en viss person eller av ett visst *team*. Fokus har ökat avsevärt på att knyta medarbetare till Finansbolaget och försvåra för dem att byta bolag då de insett att bolagets värde sitter i det samlade humankapitalet hos medarbetarna. Tidigare var det lätt för en medarbetare att lämna bolaget med hela sitt *team* och göra affärer med sin kundstock någon annanstans, men nu försöker Finansbolaget knyta medarbetarna till varumärket och försvårar på så vis detta beteende.<sup>109</sup>

Att Finansbolaget satsar mycket kraft på rekrytering av rätt medarbetare visar sig tydligt i dess platsannonser där de tydligt understryker att de söker resultatinriktade personer som ”tillhör de bästa inom branschen”. Vidare förstärks Finansbolagets avsikt att behålla de bästa medarbetarna då de lägger stor vikt vid att utbilda dessa – bland annat förläggs en av bolagets utbildningar hos IFL vid Handelshögskolan i Stockholm.<sup>110</sup> Gällande kulturen i övrigt kan det inte observeras några synliga förändringar – det råder samma professionella kultur som tidigare, exempelvis är kostym fortfarande *dresscode*.

---

<sup>105</sup> Intervju med VD i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>106</sup> Intervju med Analyschef i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>107</sup> Intervju med Rådgivare i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>108</sup> Intervju med Analyschef i Finansbolaget. (2012-03-20)

<sup>109</sup> Ibid.

<sup>110</sup> Finansbolagets webbsida. (2012-04-19)

## 4.4 Grossistbolaget

| Grossistbolaget                |                   |
|--------------------------------|-------------------|
| <b>Industriklassificering:</b> | Basindustri       |
| <b>Investeringstidpunkt:</b>   | Våren 2008        |
| <b>Tidigare ägarform:</b>      | Industriell ägare |

Grossistbolagets rötter sträcker sig mer än 300 år tillbaka i tiden och bolaget är idag ledande inom sitt område, att tillhandahålla industriella förbrukningsvaror med tillhörande tjänster.<sup>111</sup>

*Buyout*-bolagets strategiska agenda för Grossistbolaget är att utveckla en kundorienterad organisation som skall ha en infrastruktur av världsklass för att på ett effektivt vis kunna tillfredsställa kundernas behov. Utöver organiska förbättringar avser *Buyout*-bolaget att aktivt leta efter tilläggsförvärv för att utöka dess erbjudande och lönsamhet.<sup>112</sup>

Vid inträdet i bolaget såg *Buyout*-bolaget till att ersätta den befintliga styrelsen.<sup>113</sup> Vidare har *Buyout*-bolaget ändrat om i ledningsgruppen då ny VD tillsatts och 60 procent av ledningsgruppen har bytts ut sedan förvärvet.<sup>114</sup>

I och med *Buyout*-bolagets inträde har målen inom organisationen förändrats på så sätt att de blivit högre och mer kortsiktiga samt att dess fokus ligger på kostnadssidan snarare än intäktssidan.<sup>115</sup> Tidigare var de individuella målen inriktade på att öka försäljning och ta marknadsandelar men numera är de helt inriktade på marginaler. Idag väljer bolaget bort kunder som tidigare har genererat mycket volym men som vid en närmre analys inte är lönsamma – varje kund skall vara lönsam hela vägen ner till sista raden. Mycket fokus ligger på att generera bra kassaflöde vilket skall uppnås genom att förbättra lageromsättningshastighet, kundkredittdid och leverantörskredittdid.<sup>116</sup>

De nya målen präglas av ett kortsiktigt tänkande då de mål som syftar till att vara långsiktiga tenderar att försvinna. Grossistbolaget har tidigare fokuserat på att bygga vidare på befintliga kundrelationer genom att vara aktiva i form av att exempelvis göra kundbesök. Nu ligger fokus istället på att generera resultat genom att ta nya affärer från konkurrenter. Detta har dock försvårats då representationsbudgeten minskat avsevärt samtidigt som kundbasen för varje enskild säljare ökat. De kortsiktiga målen leder till funderingar kring vem som skall ta över

<sup>111</sup> Grossistbolagets webbsida. (2012-04-19)

<sup>112</sup> *Buyout*-bolagets webbsida. (2012-04-19)

<sup>113</sup> Styrelsesammansättningen som presenteras på Grossistbolagets webbsida, (2012-05-03) bekräftar att samtliga personer i styrelsen bytts ut

<sup>114</sup> Sammansättningen av ledningsgruppen som presenteras på Grossistbolagets webbsida, (2012-05-03) bekräftar att 60 procent av ledningsgruppen bytts ut

<sup>115</sup> Intervju med Försäljningschef i Grossistbolaget. (2012-03-30)

<sup>116</sup> Intervju med Produktchef i Grossistbolaget. (2012-04-04)

Grossistbolaget när det skall säljas – detta skapar stor osäkerhet bland medarbetarna. ”Man känner att det relativt snart är en *exit*. Inget ytterligare kapital skjuts till och konsultverksamheten inom företaget har ökat dramatiskt” menar produktchefen i Grossistbolaget.<sup>117</sup>

Kraven på rapportering har ökat markant sedan *Buyout*-bolagets inträde då de kräver noggranna rapporter innehållandes bland annat estimat av kommande affärer. Om en enhet ligger efter budget skall rapporterna innehålla ”correction actions” det vill säga en utförlig handlingsplan av vad som skall göras för att klara målen.<sup>118</sup> Försäljningschefen menar att den ökade rapporteringen inte hjälper bolaget att göra bättre affärer då den tar tid från det dagliga arbetet – rapporteringen är enbart till för att tillgodose *Buyout*-bolagets behov.<sup>119</sup>

Budgetprocessen har också ändrats då den numera är ”top-down” jämfört med tidigare då de enskilda enheterna i organisationen fick vara med och påverka på ett annat sätt. Den nya budgetprocessen förklaras av försäljningschefen på följande vis: ”Nu säger ledningsgruppen att din avdelning skall leverera 100 miljoner i vinst. Hur man kommer till detta är mindre viktigt – det viktiga är att man levererar 100 miljoner på nedersta raden.” För försäljningsavdelningen följs budgeten upp varje dag och om budgetens mål ej uppnås stryks exempelvis kostnader på personalsidan. En annan förändring med budgetprocessen är att den börjar tidigare efter *Buyout*-bolagets inträde – arbetet börjar redan till sommaren och pågår under hela hösten.<sup>120</sup> I linje med att det har blivit mer kostnadsfokus har befogenheterna flyttats uppåt i hierarkin och tidigare befogenheter gällande bland annat lönesättning och representationsmiddagar har inskränkts.<sup>121</sup>

När *Buyout*-bolaget kom in som huvudägare fanns det förväntningar på stora förändringar i organisationen som skulle ske snabbt men sedan kom lågkonjunkturen och det hände inte mycket med bolaget de två första åren. Det fanns en önskan om att involvera personalen mer med en förändring av incitamentsprogrammet, men någon förändring av detta skedde inte. Det som började ske successivt var att ledningsgruppen byttes ut och det togs in konsulter som skulle omstrukturera verksamheten.<sup>122</sup> Konsultgruppen som togs in lade fram en plan som föreslog att personalstyrkan kunde minskas med 40 procent och idag känns dessa förändringar av då det finns färre anställda och färre resurser vilket blir påfrestande.<sup>123</sup> ”Idag finns det inte samma *commitment*<sup>124</sup> gentemot ledningsgruppen som det fanns tidigare” menar försäljningschefen

---

<sup>117</sup> Ibid.

<sup>118</sup> Ibid.

<sup>119</sup> Intervju med Försäljningschef i Grossistbolaget. (2012-03-30)

<sup>120</sup> Ibid.

<sup>121</sup> Intervju med Produktchef i Grossistbolaget. (2012-04-04)

<sup>122</sup> Intervju med Försäljningschef i Grossistbolaget. (2012-03-30)

<sup>123</sup> Intervju med Produktchef i Grossistbolaget. (2012-04-04)

<sup>124</sup> Commitment = engagemang, anförtröende

vilket han förklarar med att ledningsgruppen är nyligen tillsatt och saknar erfarenhet från bolaget sedan tidigare. De visioner som ledningsgruppen kommunicerar inom organisationen är ”mycket luddiga” och kommunikationen från *Buyout*-bolaget beskriver försäljningschefen på följande vis: ”*Buyout*-bolaget kommunicerar ej med vårt bolag. Det är min bestämda åsikt.” *Buyout*-bolaget upplevs som hemligt och svårgreppbart för medarbetarna.<sup>125</sup>

---

<sup>125</sup> Intervju med Försäljningschef i Grossistbolaget. (2012-03-30)

## 5. Analys

Att döma av empirin rörande hur Buyout-bolaget påverkar styrningen av sina portföljbolag kan vi konstatera att de tar ett brett grepp om styrpaketet med många åtgärder som är gemensamma för alla tre portföljbolag – detta illustreras i Figur 8. När vi redogjort för de åtgärder som vidtagits för alla portföljbolag samt identifierat de åtgärder där det finns tydliga skillnader mellan portföljbolagen avser vi att förklara varför styrningen skiljer sig åt mellan de olika portföljbolagen för att på så vis peka ut faktorer i portföljbolagen som har betydelse för den styrning som utövas av Buyout-bolaget. Analysen kommer att hämta stöd i Berg & Gottschalgs ramverk för värdeskapande av buyout-bolag för att kunna styrka att de observerade åtgärderna kan härledas till Buyout-bolagets inträde.

### 5.1 Identifierade effekter som Buyout-bolaget har på styrsystemen

|                                                                         | Industribolaget | Finansbolaget                  | Grossistbolaget |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------|-----------------|
| <b>Planering</b>                                                        |                 |                                |                 |
| 1 Ökad fokus på action planning - kortsiktig planering                  | x               |                                | x               |
| 2 Förändrad budgetprocess                                               | x               |                                | x               |
| <b>Cybernetisk</b>                                                      |                 |                                |                 |
| 1 Högre finansiella mål                                                 | x               |                                | x               |
| 2 Ökat krav på rapportering till Buyout -bolaget                        | x               | x                              | x               |
| 3 Utbredd rädsla för att bli avskedad vid negativt resultat             | x               | x                              | x               |
| <b>Belöning &amp; Kompensation</b>                                      |                 |                                |                 |
| 1 Introduktion av incitamentsprogram som bygger på aktieäggande         | x               |                                |                 |
| 2 Minskad andel rörlig ersättning                                       |                 | x                              |                 |
| <b>Administrativ</b>                                                    |                 |                                |                 |
| 1 Tillsättande av ny styrelse                                           | x               | x                              | x               |
| 2 Omfattande förändring av ledningsgruppens komposition                 | x               |                                | x               |
| Ersättande av VD                                                        | x               |                                | x               |
| 3 Begränsning av befogenheter                                           | x               |                                | x               |
| <b>Kultur</b>                                                           |                 |                                |                 |
| 1 Visioner och värderingar uppfattas inte på avsett vis av medarbetarna | x               |                                | x               |
| 2 Buyout -bolaget förlitar sig på befintlig kulturell styrning          |                 | x                              |                 |
|                                                                         | x               | Observerad effekt              |                 |
|                                                                         |                 | Gemensam effekt för alla bolag |                 |
|                                                                         |                 | Unik effekt för bolaget        |                 |

Figur 8. Identifierade effekter som Buyout-bolaget har på styrsystemen i de tre portföljbolagen

#### 5.1.1 Planering

Den första effekten som Buyout-bolaget har på styrningsområdet för planering hänförs till den detaljerade plan som fastställs omgående efter ett förvärv och innehåller åtgärder inom tillväxtökning, kostnadseffektivisering och kapitaleffektivisering för de kommande fem åren. Både Industribolaget och Grossistbolaget upplever att åtgärderna som vidtagits har gjort att

planeringen blivit mer kortsiktig. Nu är det mer fokus på kortsiktiga mål vilket gör att de långsiktiga och strategiska investeringarna får lida.

Tydligast är det kortsiktiga tänkandet i Grossistbolaget där detta går så långt att befintliga kundrelationer offras till förmån för nya kunder som kan generera nya intäkter till bolaget. Vidare märks den kortsiktiga synen av att *Buyout*-bolaget slutat att skjuta till ytterligare kapital och att medarbetarna i detta bolag tydligast visar oro över vem som skall ta över bolaget. Att kortsiktigheten i Grossistbolaget sammanfaller med att detta är det bolag som har funnits i *Buyout*-bolagets ägo längst och därmed är närmast en *exit* torde inte vara en slump. Vidare är Grossistbolaget ensamt om att förvaltas i en traditionell *buyout*-fond med en väsentligt kortare investeringshorisont än den fond som förvaltar de två övriga bolagen.

I fallet med Grossistbolaget menar vi att det är tydligt att planeringen har förskjutits mer mot *action planning* på bekostnad av *long-range planning* för att maximera värdet vid det nära stundande *exit*-tillfället. Att *buyout*-bolags begränsade placeringshorisont skulle ha påverkan på planeringen i den mån att den blir mer kortsiktig får stöd av Göransson & Keisu<sup>126</sup> som menar att det faktum att *Buyout*-bolaget fastställer den detaljerade planen omgående är en konsekvens av att de endast har 3-7 år på sig att ta hinna genomföra de tilltänkta strategierna och räkna hem kostnaderna.

Fenomenet att fokusera helt på kortsiktig planering precis innan *exit*-tillfället kallas av Berg & Gottschalg för "window-dressing" och är en förekommande strategi bland *buyout*-bolag som bygger på informationsasymmetri mellan säljaren (*Buyout*-bolaget) och köparen.<sup>127</sup> Vi menar att den ökade kortsiktiga planeringen i Grossistbolaget visar på en "window-dressing" strategi hos *Buyout*-bolaget.

Att *Buyout*-bolaget ökat sin kortsiktiga fokus i verksamheten verkar inte vara fallet med Finansbolaget då intervjuerna här visar att styrningen i mångt och mycket bedrivs som den gjorde innan bolaget fick *Buyout*-bolaget som huvudägare. Även Finansbolaget har funnits i *Buyout*-bolagets portfölj relativt länge men här kan dock inte samma kortsiktiga fokus observeras som i Grossistbolaget. Denna observation menar vi förklaras av att Finansbolaget ligger i en fond med flexibel investeringshorisont där *Buyout*-bolagets strategi är att göra en *exit* först efter 10-12 år. Detta möjliggör att *Buyout*-bolaget inte behöver göra avkall på den långsiktiga planeringen för detta bolag.

---

<sup>126</sup> Göransson, A. & Keisu, A. (2007), *Private equity företagens styrning av sina portföljbolag*, sida 52

<sup>127</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 14

Den andra identifierade effekten inom planering är att budgetprocessen förändrats. Gemensamt för Industribolaget och Grossistbolaget är att planeringen av budgeten börjar betydligt tidigare efter *Buyout*-bolagets inträde och att budgetens betydelse för att planera verksamheten har ökat avsevärt. Tydligast är förändringen av budgetprocessen i Grossistbolaget där planeringen av nästkommande års budget börjar redan under sommaren och sedan pågår hela hösten. Tidigare fick de enskilda enheterna i Grossistbolaget vara med och påverka budgeten men sedan *Buyout*-bolagets inträde är processen helt ”top-down” på så vis att ledningsgruppen bestämmer vinsten som skall uppnås för varje enhet och sedan är det upp till varje enhet att klara detta. Genom att öka intensiteten och betydelsen av budgeteringsarbetet blir budgeten ett viktigt verktyg för att planera verksamheten i portföljbolaget.

### 5.1.2 Cybernetisk

Den första effekten som *Buyout*-bolaget har på det cybernetiska styrningspaketet är att målen för medarbetarna har blivit högre i både Industribolaget och Grossistbolaget. Tydligast är denna effekt i Industribolaget där de nya målen upplevs som alltför höga av medarbetarna som pressas till att leverera resultat. Att *Buyout*-bolaget har ökat målen för medarbetarna kan tydligt kopplas till *Buyout*-bolagets strategi med *benchmarking* i förhållande till liknande bolag i världsklass. Med avsikten att ta efter ledande industribolag världen över torde en naturlig konsekvens vara att målen i organisationen höjs för att nå till dessa bolags nivå. Stöd för att målen är högre i bolag ägda av *buyout*-bolag går att finna i tidigare forskning, bland annat hos Butler<sup>128</sup> som konstaterar att de mål som sätts av *buyout*-bolag ofta är högre än vid andra ägarformer – det är inte förvånande om *Buyout*-bolaget exempelvis förväntar sig att *EBITDA* skall fördubblas inom fem års tid.

Vidare är *Buyout*-bolagets effekt på målen att de blivit tydligare avseende vem i organisationen som är ansvarig för vad, men framförallt har målen fått ändrat fokus. Sedan *Buyout*-bolagets inträde har både Industribolaget och Grossistbolaget fått ökad fokus på kapitalbindning och kassaflöde. Tydligast märks att målens fokus har förändrats i Grossistbolaget där de nu ligger på att förbättra marginaler och sänka kostnader istället för att öka intäkterna som tidigare. Att fokusera på kostnadseffektivisering och kapitaleffektivisering ligger helt i linje med *Buyout*-bolagets uttalade strategi och stöd för att denna strategi är vanligt förekommande fås av

---

<sup>128</sup> Butler, P.A. (2001), “The Alchemy of LBOs”, *The McKinsey Quarterly*, no. 2, sida 140–151

Berg & Gottschalg<sup>129</sup> då de menar att detta görs för att öka den operativa effektiviteten i portföljbolagen.

Den andra effekten på den cybernetiska styrningen är att kravet på rapportering till *Buyout*-bolaget har ökat avsevärt. Att kraven på rapportering ansågs ha ökat sedan *Buyout*-bolagets inträde var unisont för alla tre portföljbolag. *Buyout*-bolaget kräver löpande detaljerade rapporter från portföljbolagen avseende hur verksamheten utvecklas. Tydligast visar sig det ökande rapporteringskravet hos Finansbolaget där de måste skicka in rapporter löpande avseende de affärer som görs av bolaget. Med stöd från intervjuer med representanter i Finansbolaget ges förklaringen till det särskilt höga rapporteringsbehovet av att *Buyout*-bolaget inte har tillräcklig kompetens för att förstå deras affärsmodell och rapporterna är därmed deras sätt att försöka förstå verksamheten.

Vidare observerar vi i Industribolaget att *Buyout*-bolagets krav på detaljer ökar i hela organisationen när resultatet försämrats. Stöd för att detta beteende skulle vara vanligt förekommande hos *buyout*-bolag fås av Göransson & Keisu<sup>130</sup> då de menar att *buyout*-bolag intresserar sig av informationen från lägre nivåer i organisationen när de ser avvikelser i förhållande till målen.

Den tredje identifierade effekten på den cybernetiska styrningen härleds från det faktum att målen i den cybernetiska styrningen fått ökad betydelse och blivit tydligare. Detta har fått konsekvensen att ledning och medarbetare upplever en stor oro kring vad som kommer att ske om bolaget inte klarar att uppnå de fastställda målen så grovt att de skulle visa negativt resultat. Den unisona åsikten är då att *Buyout*-bolaget omedelbart kommer att ingripa i den operativa verksamheten och göra vad som krävs för att resultatet återigen skall bli positivt. Att det finns en utbredd oro både bland ledningsgruppen och bland medarbetarna menar vi förklaras av att *Buyout*-bolaget är bättre på att ta rationella och svåra beslut som att avskeda ledningsgruppen än vad som är fallet vid andra ägarformer. VD:n i Finansbolaget ger stöd för ett sådant resonemang då han menar att han är ”körd” som VD om han skulle presentera negativt resultat eftersom *Buyout*-bolaget då skulle rycka in med sina konsulter och styra upp verksamheten. I tidigare forskning finns det rikligt med stöd för att *buyout*-bolag inte tvekar att avskeda ledningsgruppen om de inte klarar att uppfylla målen. Exempel på detta är Baker & Wruck<sup>131</sup> och Magowan<sup>132</sup>

---

<sup>129</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), “Understanding value generation in buyouts”, *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 20–21

<sup>130</sup> Göransson, A. & Keisu, A. (2007), *Private equity företagens styrning av sina portföljbolag*, sida 67

<sup>131</sup> Baker, G.P. & Wruck, K.H. (1989), “Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buy-Outs: The Case of O.M. Scott & Sons Company”, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, no. 2, sida 163–190

som konstaterar att ledningsgruppen i portföljbolag som ägs av *buyout*-bolag tvingas arbeta hårdare för att inte riskera avsked. I och med att ledningsgruppen vet att de kommer att bli avskedade om de inte klarar kraven från *Buyout*-bolaget menar vi att detta får effekter längre ner i organisationen då medarbetarna förstår att ledningsgruppen kommer att göra allt de kan för att leverera resultat – även om detta inkluderar att avskeda anställda.

### 5.1.3 Belöning och kompensation

Det kan inte urskiljas någon enhetlig förändring av belönings- och kompensationssystemen som initierats sedan *Buyout*-bolagets tillträde i de observerade portföljbolagen. Den förändring som skett i Industribolaget är att det introducerats ett incitamentsprogram där både medarbetare och ledningsgruppen ges möjlighet att köpa aktier för att vara med på den värdestegring som väntas ske under *Buyout*-bolagets ägande. Vi menar att det är tydligt att detta gjorts för att överbrygga agent-principal problematiken. Vidare är detta agerande helt i linje med *Buyout*-bolagets uttalade strategi då de gärna ser att ledningsgruppen har aktier i portföljbolaget.

Åtgärder som talar emot tidigare forskning inom området har vidtagits i Finansbolaget då andelen rörlig ersättning faktiskt minskat för medarbetarna – Anders<sup>133</sup> och Fox & Marcus<sup>134</sup> menar att *buyout*-bolag traditionellt sett ökar andelen rörlig ersättning för att öka medarbetares incitament. Att sänka andelen rörlig ersättning skall enligt samma resonemang ge lägre incitament för medarbetarna och just så är fallet enligt de intervjuade personerna i Finansbolaget. Att detta har skett för Finansbolaget menar vi beror på att agent-principal problematiken är väsentligt lägre i detta bolag än i de övriga då medarbetarna här har ett brett ägande med 50 procent av aktierna och således torde agera för att maximera aktievärdet – det vill säga medarbetarna har i större utsträckning redan samma mål som *Buyout*-bolaget. *Buyout*-bolaget ser alltså inte att agent-principal problemet är något att prioritera i detta bolag vilket gör att de kan sänka den rörliga ersättningen.

I Grossistbolaget har inga åtgärder vidtagits för att förändra incitamentsprogramet vilket medarbetarna menar är en besvikelse. Här råder en vilja från medarbetarnas sida att bli mer involverade i verksamheten med ett bättre incitamentsprogram, men några sådana åtgärder har alltså inte vidtagits.

---

<sup>132</sup> Magowan, P.A. (1989), "The Case for LBOs: The Safeway Experience", *California Management Review*, vol. 32, no. 1, sida 9–19

<sup>133</sup> Anders, G. (1992), "The Barbarians in the Boardroom", *Harvard Business Review*, vol. 70, no. 4, sida 79–87

<sup>134</sup> Fox, I. & Marcus, A. (1992), "The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts", *Academy of Management Review*, vol. 17, no. 1, sida 62–85

#### 5.1.4 Administrativ

Den första identifierade åtgärden *Buyout*-bolaget tar inom det administrativa styrningsområdet är också det mest självklara – att byta ut styrelsen. Att den styrelse som tillsätts inte enbart består av representanter från *Buyout*-bolaget utan även av externa representanter har väsentlig betydelse inom det administrativa styrningspaketet då dessa externa representanter möjliggör att *Buyout*-bolaget får utnyttja sitt nätverk av industriexperter. Att ha detta nätverk bestående av ”eliten” inom varje bransch är av avsevärd betydelse när *Buyout*-bolaget exempelvis skall göra förändringar i portföljbolagens ledningsgrupper. Exempelvis kan de då hitta personer med den industriexpertis som krävs för att genomdriva de planerade förändringarna i portföljbolaget. De kan framförallt hitta personer som de känner tillit till och som därmed torde vara lojala gentemot *Buyout*-bolaget. Stöd för resonemanget att industrinätverket får stor påverkan på styrningen fås av Kaufman & Englander<sup>135</sup>, Baker & Smith<sup>136</sup> och Bruining & Wright<sup>137</sup> som menar att detta nätverk tydligt skapar värde för en *buyout*-transaktion.

Den andra åtgärden hänger tydligt ihop med den första då denna handlar om att styrelsen byter ut ledningsgruppen och tillsätter nya personer från deras nätverk bestående av ”eliten”. Gemensamt för Industribolaget och Grossistbolaget är att *Buyout*-bolaget har förändrat kompositionen av ledningsgruppen avsevärt. Störst förändring av ledningsgruppen har gjorts i Grossistbolaget där 60 procent av ledningsgruppen bytts ut sedan *Buyout*-bolagets tillträde. I Industribolaget har 40 procent av ledningsgruppen bytts ut. I Finansbolaget meddelade *Buyout-bolaget* redan vid förvärvet att de tänkte driva bolaget vidare med befintlig VD och befintlig ledningsgrupp. Detta bolag har idag kvar samma VD som vid förvärvstillfället, vilket bolaget är ensamma om. Vi menar att *Buyout*-bolagets strategi att ersätta personer i ledningsgruppen tydligt hänger ihop med den tidigare observerade faktorn i den cybernetiska styrningen – att ledningsgruppen i *buyout*-bolag inte drar sig för att avskeda medarbetare om så skulle krävas. Vi menar att ersättande av ledningsgruppen tydligt förstärker förmågan att ta rationella beslut och avskeda anställda då ledningsgruppen inte har någon tidigare *commitment* gentemot medarbetarna. Stöd för att sådan *commitment* skulle vara ett hinder för att ta rationella beslut stöds av den motvilja till att avskeda förlustbringande medarbetare som visas av grundaren till Industribolaget. Stöd för att förändringar i ledningsgruppen är en viktig del i ett *buyout*-bolags

---

<sup>135</sup> Kaufman, A. & Englander, E. (1993), “Kohlberg, Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism”, *Business History Review*, vol. 67, no. 1, sida 52–97

<sup>136</sup> Baker, G. & Smith, G. (1998), “The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value”, *Cambridge University Press*

<sup>137</sup> Bruining, H. & Wright, M. (2002), “Entrepreneurial Orientation in Management Buy-outs and the Contribution of Venture Capital”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, no. 2, sida 147–168

strategi fås av Berg & Gottschalg<sup>138</sup> då de menar att förmågan att avsätta icke-kompetenta ledningsgrupper är en viktig åtgärd för att öka den operationella effektiviteten.

Den tredje effekten som *Buyout*-bolaget har på det administrativa styrningsområdet är att befogenheterna förändras inom organisationen. Inom Industribolaget och Grossistbolaget är det tydligt att befogenheterna för de enskilda enheterna har inskränkts då dessa flyttats högre upp i organisationen. Befogenheter avseende kostnader har inskränkts väsentligt i Grossistbolaget då exempelvis lönesättning numera sker högre upp i organisationen. I Industribolaget har befogenheter inskränkts och formaliserats då alla riktlinjer numera finns nedskrivna i en *policy*. Överträdelse av denna märks omedelbart.

Förklaringen till att befogenheterna formaliserats och flyttas uppåt i hierarkin menar vi går att härleda till den ökade kontroll som *Buyout*-bolaget kräver av främst ledningsgruppen. Genom att besluten numera tas på en högre nivå i organisationen, närmre styrelsen, torde *Buyout*-bolagets kontroll över verksamheten öka. Med detta resonemang blir Finansbolaget ett intressant fall då någon inskränkning eller formalisering av befogenheter inte har skett här då verksamheten upplevs fortgå som den gjorde innan *Buyout*-bolagets inträde.

### 5.1.5 Kultur

Den första effekten som syns inom den kulturella styrningen är att *Buyout*-bolaget inte lyckas få genomslag i den kulturella styrningen. Denna effekt är gemensam för både Industribolaget och Grossistbolaget. De grundläggande värderingar och visioner som ledningsgruppen försöker sprida nedåt inom organisationen uppfattas inte på avsett vis. Förklaringen till detta är att visionerna och värderingarna förmedlas på ett sätt som medarbetarna inte har någon tidigare erfarenhet av – ledningsgruppen använder exempelvis avancerade *powerpoint-slides* vars innehåll medarbetarna inte kan relatera till. Att ledningsgruppen, huvudsakligen bestående av personer tillsatta av *Buyout*-bolaget, inte lyckas förmedla dessa visioner till portföljbolagen menar vi tydligt visar att det kulturella styrningsområdet, enligt *Buyout*-bolaget, inte är det område där den huvudsakliga styrningen skall utövas – denna skall utövas med cybernetisk styrning.

Att den kulturella styrningen har tappat i prioritet och ersatts av cybernetisk styrning är tydligt i Industribolaget. Under tiden när grundaren drev bolaget kände medarbetarna *commitment* gentemot honom och de hade därmed incitament att arbeta hårt för att utveckla bolaget. Det incitament som härleds från den *commitment* som upplevdes gentemot grundaren i Industribolaget respektive den tidigare ledningsgruppen i Grossistbolaget har försvagats i takt

---

<sup>138</sup> Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824, sida 22

med att graden av kontroll ökat med begränsade befogenheter. Resonemanget att den ökade kontrollen som *Buyout*-bolagets inträde inneburit leder till svagare *commitment* gentemot ledningsgruppen får stöd av Ouchi<sup>139</sup> som menar att ökad kontroll och övervakning leder till att medarbetare kan bli alienerade och därmed känner svagare *commitment* gentemot ledningsgruppen.

Den andra effekten inom kulturell styrning avser Finansbolaget och är att *Buyout*-bolaget i stor utsträckning förlitar sig på den befintliga kulturella styrningen. I Finansbolaget fanns det vid *Buyout*-bolagets inträde en etablerad kulturell styrning vilket är tydligt främst avseende den värdebaserade och symbolbaserade kontrollen.

I linje med *Buyout*-bolagets uttalade strategi för Finansbolaget, att fokusera på rekrytering, ägnar detta bolag oerhört mycket kraft åt att rekrytera personer som besitter de värderingar som stämmer överens med organisationen och de lägger vidare kraft på att medarbetare skall anpassas ytterligare till organisationen när de väl är rekryterade. Exempel på detta är att de förlägger en del av utbildningen för medarbetarna vid Handelshögskolan i Stockholm. Strategin att selektivt rekrytera medarbetare som besitter organisationens värderingar torde ge ökat *commitment* gentemot organisationen. Att en sådan strategi är förekommande får stöd av Ouchi<sup>140</sup> som menar att denna sorts rekrytering är vanlig i organisationer med hög professionell nivå som exempelvis universitet och publika redovisningsbyråer – motsvarigheten till det som VD:n i Finansbolaget kallar för ”peoples business”.

Vad som vidare förstärker att *commitment* inom i Finansbolaget torde vara starkare än i de övriga bolagen är att den symbolbaserade kontrollen är tydligare då det råder en gemensam kultur avseende arbetsmiljö och *dresscode* som utstrålar professionalism då exempelvis normen inom organisationen är att bära kostym. Den kultur som observeras i Finansbolaget är otvivelaktigt den kultur som ligger närmast *Buyout*-bolagets kultur då exempelvis arbetsmiljön utstrålar samma professionella anda med samma *dresscode*. Att de kulturella skillnaderna mellan ägaren och portföljbolaget är minst i fallet med Finansbolaget menar vi kan vara ytterligare en förklaring till att det här råder starkare *commitment* gentemot *Buyout*-bolaget.

---

<sup>139</sup> Ouchi, W.G. (1979), “A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms”, *Management Science*, vol. 25, no. 9, sida 841

<sup>140</sup> Ouchi, W.G. (1979), “A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms”, *Management Science*, vol. 25, no. 9, sida 842

## 5.2 Förklaring till de identifierade skillnaderna i portföljbolagens styrning

Avseende de effekter som *Buyout*-bolagets inträde har på styrsystemen i portföljbolagen har vi identifierat tre effekter som är gemensamma för alla portföljbolag – ökat krav på rapportering, utbredd rädsla för att bli avskedad och tillsättande av ny styrelse. Med detta vill vi säga att dessa effekter är troliga att observera när *buyout*-bolag går in som huvudägare i ett bolag. Stöd för detta finns det rikligt av i tidigare forskning då samtliga tre effekter observerats av Berg & Gottschalg (2005).

Vidare har vi observerat gemensamma effekter för Industribolaget och Grossistbolaget som har stöd i tidigare forskning om hur *buyout*-bolag påverkar styrsystemen i portföljbolag. De tydligaste av dessa effekter är att planeringen tenderar att få kortsiktigt fokus, de finansiella målen skruvas upp, ledningsgruppens komposition förändras och befogenheterna flyttas högre upp i organisationen. Dessa effekter är alltså troliga effekter att observera när *buyout*-bolag går in som huvudägare, men inte i alla fall vilket Finansbolagets avvikelser visar.

Att de observerade effekterna på styrsystemen skiljer sig kraftigt för Finansbolaget gör att detta fall har ägnats särskild uppmärksamhet vid den analys som krävs för att uppfylla syftet med studien – att förklara varför styrningen skiljer sig åt mellan de tre bolagen trots att de ägs av samma *buyout*-bolag. Genom att analysera vilka unika faktorer i Finansbolaget som driver dess avvikande styrning finner vi förklaringen till just denna fråga.

Den första faktorn som vi menar driver styrningen i Finansbolaget är det faktum att medarbetarna (inklusive ledningsgruppen) äger 50 procent i Finansbolaget efter *Buyout*-bolagets inträde. Att medarbetarna är delägare i bolaget efter *Buyout*-bolagets tillträde har väsentlig inverkan på det problem där huvuddelen av tidigare forskning ligger – agent-principal problemet. Detta problem, avseende inkongruensen mellan *Buyout*-bolaget och ledningsgruppen, minskar när medarbetarna och ledningsgruppen är delägare. Att så är fallet visar sig tydligast i den åtgärd som *Buyout*-bolaget vidtagit avseende belöning och kompensation – nämligen att minska andelen rörlig ersättning för medarbetarna. Att vidta en sådan åtgärd som talar direkt emot tidigare slutsatser avseende *buyout*-bolags tillväggångssätt visar att agent-principal problemet inte är något som behöver överbryggas i detta fall.

Den målkongruens som medarbetarnas ägarandel medför har implikationer även för den cybernetiska styrningen då Finansbolaget är ensamt om att inte ha fått högre finansiella mål. Vi menar att en direkt konsekvens av den höga målkongruens som råder är att *Buyout*-bolaget inte behöver öka de finansiella målen – medarbetarna arbetar redan efter att maximera värdet på sina aktier.

Den andra faktorn som vi identifierat som drivande gällande att förklara varför Finansbolaget styrs annorlunda är det faktum att bolagets affärsmodell är svårförståelig. Resultatet i Finansbolaget är svårt att mäta tillförlitligt på löpande basis eftersom de beslut som tas av bolaget gällande exempelvis att ingå en affärsrelation med en ny kund är svårsmått då värdet bland annat beror på hur långvarig kundrelationen blir.

Finansbolagets komplexa affärsmodell innebär att det inte är ett bolag som är en typisk kandidat för att bli uppköpt av *buyout*-bolag. Att förvärvet trots detta skedde förklaras av VD:n i Finansbolaget då han menar att *Buyout*-bolaget såg en chans att köpa Finansbolaget till ett lågt pris. Erfarenheten av att äga liknande bolag är mycket begränsad inom *buyout*-branschen. Vi menar att det faktum att *Buyout*-bolaget endast har begränsad erfarenhet av liknande investeringar gör att det inte vet hur bolaget skall styras och det blir således passivt gällande många av de åtgärder som vidtas i traditionella *buyout*-kandidater såsom Industribolaget och Grossistbolaget. Stöd för detta resonemang fås av Sheperd & Zacharakis<sup>141</sup> då de menar att *venture capital*-bolag uppvisar försämrade självkänsla och precision om de gör investeringar i bolag som har karaktäristika som skiljer sig från tidigare investeringar. Denna observation torde gälla även för *buyout*-bolag då deras investeringsprocess har stora likheter med *venture capital*-bolags investeringsprocess.

Avseende planering är Finansbolaget ensamt om att inte ha förändrad budgetprocess och i den administrativa styrningen är det ensamt om att kompositionen av dess ledningsgrupp inte förändrats nämnvärt. Vidare är Finansbolaget ensamt om att befogenheterna inom organisationen inte flyttats längre uppåt i hierarkin. Utöver att *Buyout*-bolaget saknar erfarenhet från investeringar i liknande bolag förklaras dess passivitet av den starka kulturella styrningen i Finansbolaget.

I bolag som Finansbolaget torde kulturell styrning vara särskilt effektiv enligt Ouchi<sup>142</sup>. Det är svårt att förstå vilka strategiska beslut som leder till framgång samtidigt som det är svårt för *Buyout*-bolaget att löpande tillförlitligt mäta resultatet av de beslut som tas av bolaget. I bolag som är komplexa lämpar sig *cultural control* bättre än *behavior-* eller *output control*. Vidare är målkongruensen i Finansbolaget hög samtidigt som det är svårt att tydligt mäta prestationen inom bolaget. Den etablerade kulturella styrningen som råder i Finansbolaget gör att åtgärder som vidtagits i de andra bolagen, framförallt begränsning av befogenheter, kan utelämnas. Den

---

<sup>141</sup> Sheperd, D. & Zacharakis, A. (2001), "The nature of information and overconfidence on venture capitalist's decision making", *Journal of Business Venturing* 16, sida 325

<sup>142</sup> Ouchi, W.G. (1979), "A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, vol. 25, no. 9, sida 845

kulturella styrningen, särskilt avseende att Finansbolaget selektivt rekryterar personer som har samma värderingar som organisationen, gör att medarbetarna arbetar hårt utan att behöva styras med begränsade befogenheter eller med högre finansiella mål.

Den tredje faktorn som vi identifierat som drivande gällande att förklara varför Finansbolaget styrs annorlunda tar fäste i att bolaget förvaltas i en fond som har en flexibel investeringshorisont vars strategi är att göra en *exit* först efter 10-12 år. Det vi menar påverkar styrningen är alltså hur långt fram i tiden en planerad *exit* ligger. I Finansbolaget går det inte att urskilja att det styrs mer kortsiktigt sedan *Buyout*-bolaget gick in som huvudägare, men detta är däremot väldigt tydligt i framförallt Grossistbolaget. Kortsiktigheten i Grossistbolaget visar sig tydligt då fondens begränsade investeringshorisont får stora konsekvenser inom styrningsområdet för planering. Att planeringen här har förskjutits mot *action planning* samtidigt som detta är det bolag vilket beräknas ha kortast tid kvar till *exit* menar vi visar hur den uttalade investeringshorisonten påverkar styrningen.

## 6. Slutsatser

Syftet med denna studie var att studera vilka skillnader i portföljbolagens karaktäristika som påverkar *Buyout*-bolagets styrning. För att möjliggöra detta identifierades gemensamma effekter som *Buyout*-bolaget har på styrningen i portföljbolagen men framförallt identifierades hur dessa effekter skiljer sig åt. De slutsatser denna studie frambringat finns illustrerade i *Figur 9*.

De effekter som kan härledas till *Buyout*-bolaget som är gemensamma för samtliga tre portföljbolag är att kraven på rapportering ökar, det uppstår en utbredd rädsla för att bli avskedad och *Buyout*-bolaget tillsätter ny styrelse. De effekter som kan härledas till *Buyout*-bolaget som är gemensamma för Industribolaget och Grossistbolaget är att planeringen får kortsiktigt fokus, de finansiella målen skruvas upp, det sker en omfattande förändring av ledningsgruppen och befogenheterna begränsas och flyttas högre upp i organisationen. Då de observerade effekterna i Finansbolaget skiljer sig väsentligt från Industribolaget och Grossistbolaget kan vi dra slutsatsen att det finns tydliga skillnader i hur *Buyout*-bolaget styr sina olika portföljbolag. Genom att sedan analysera hur Finansbolaget skiljer sig från de övriga bolagen kan vi förklara vilka faktorer i detta portföljbolag som påverkar styrningen.

**Medarbetarnas ägarandel** är den första faktorn vi identifierat som förklarar varför styrningen skiljer sig åt mellan portföljbolagen. En hög andel ägande hos medarbetarna (inklusive ledningsgruppen) minimerar agent-principal problemet vilket får stora konsekvenser på *Buyout*-bolagets styrning. Den största konsekvensen är att den cybernetiska styrningen påverkas genom att behovet av ökade finansiella mål minskar med högre ägarandel hos medarbetarna. De kommer arbeta efter att maximera värdet på sina aktier – och således också värdet på *Buyout*-bolagets aktier.

**Verksamhetens komplexitet** är den andra faktorn som förklarar varför styrningen skiljer sig åt. Bolag med komplexa affärsmodeller utgör inte traditionella *buyout*-kandidater och erfarenheten av sådana investeringar är därför begränsad. Den begränsade erfarenheten av sådana investeringar får inverkan på styrningen då *Buyout*-bolaget här är passivt inom många områden; inom planering lämnas budgetprocessen oförändrad, inom administration sker det ingen omfattande förändring av ledningsgruppen och befogenheterna begränsas inte och flyttas högre upp i hierarkin vilket annars brukar vara fallet. I komplexa bolag, där det är svårt för *Buyout*-bolaget att med tillförlitlighet mäta resultatet av de beslut som tas samtidigt som *Buyout*-bolaget inte förstår vilka strategiska beslut som skall tas för att bolaget skall bli framgångsrikt, förlitar sig *Buyout*-bolaget till stor del på den befintliga kulturella styrningen som här torde vara särskilt effektiv.

**Planerad tidshorisont till exit** är den tredje faktorn som förklarar varför styrningen skiljer sig åt. Denna faktor visar sig tydligast inom planering då bolag med kortare tid kvar till *exit* har mer fokus på *action planning*.

#### **Sammanfattning av slutsatser**

##### **Observerade effekter - gemensamma för samtliga bolag**

Ökat krav på rapportering till *Buyout*-bolaget

Utbredd rädsla för att bli avskedad

Tillsättande av ny styrelse

##### **Observerade effekter där det finns skillnader mellan bolagen**

Planeringen får kortsiktigt fokus

Högre finansiella mål

Omfattande förändring av ledningsgruppens komposition

Befogenheter begränsas och flyttas högre upp i organisationen

##### **Faktorer som förklarar varför styrningen skiljer sig åt**

Medarbetarnas ägarandel

Verksamhetens komplexitet

Planerad *exit* horisont

*Figur 9. Sammanfattning av studiens slutsatser*

## 7. Diskussion

### 7.1 Studiens begränsningar

Den största begränsningen i den genomförda studien är det faktum att denna behövs anonymiseras för att studien skulle kunna genomföras. Detta har medfört begränsningar gällande framförallt detaljrikedomen i beskrivningen av portföljbolagen och deras karaktäristika. För att det inte skulle bli uppenbart vilka portföljbolag som har studerats har beskrivningen av bolagen fått göras relativt enkel.

En annan begränsning med den genomförda studien är att dess omfattning begränsat både undersökningen och analysens djup. För att öka studiens reliabilitet har intervjuer skett med tre portföljbolag och detta innebär att djupet i analysen av varje portföljbolag blivit begränsad.

Vår studie krävde en kvalitativ undersökningsmetod och detta får konsekvensen att studiens slutsatser är mindre generaliserbara än vid en kvantitativ metod. Den kvalitativa metoden innebär att studiens slutsatser grundar sig i olika intervjuade personers berättelser. Det finns en risk att innehållet i dessa berättelser är förvrängt på det vis att de intervjuade personerna avsiktligt valt att undanhålla viss information. Vidare har det i fallet med Finansbolaget och Industribolaget gått relativt lång tid sedan *Buyout*-bolagets inträde – något som innebär att medarbetarnas bild av hur det var tidigare kan ha försvagats. Gällande Industribolaget är förhållandet det motsatta då de ägts relativt kort tid av det studerade *Buyout*-bolaget och följaktligen är dess fullständiga påverkan kanske inte märkbar för medarbetarna än. Industribolaget ägdes dock tidigare av ett annat *buyout*-bolag vilket gör att effekterna av *buyout*-äggande ändå kan observeras.

### 7.2 Förslag till framtida forskning

Då forskningen kring hur *buyout*-bolags styrning skiljer sig åt beroende på karaktäristika hos portföljbolagen är begränsad samtidigt som vi funnit intressanta slutsatser kring detta område i vår studie ser vi här möjligheter till fortsatt forskning. För att kunna generalisera våra slutsatser skulle det vara nödvändigt att utföra vår studie i större skala. Genom att studera hur fler *buyout*-bolag styr sina portföljbolag hade en generell teori kunnat arbetas fram där det görs tydligt vilka faktorer i portföljbolagen som påverkar *buyout*-bolags styrning. Det som i en sådan storskalig studie hade varit särskilt givande är de slutsatser som kan dras från de fall, likt Finansbolaget, där ett portföljbolags karaktäristika avviker väsentligt från de övriga.

## 8. Referenser

- Affärsdata (2012), *Företagsinformation*. Stockholm: Newsline Group. Tillgänglig [Online]: [http://www.ad.se.ez.hhs.se/ff/ff\\_main.php?open99](http://www.ad.se.ez.hhs.se/ff/ff_main.php?open99)
- Anders, G. (1992), "The Barbarians in the Boardroom", *Harvard Business Review*, vol. 70, no. 4
- Anthony, R.N. & Govindarajan, V. (2007), *Management Control Systems*. New York: McGraw-Hill. Tolfte upplagan
- Baker, G.P. & Smith, G.D. (1998), "The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value", Cambridge: Cambridge University Press
- Baker, G.P. & Wruck, K.H. (1989), "Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buy-Outs: The Case of O.M. Scott & Sons Company", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, no. 2
- Berg, A. & Gottschalg, O. (2005), "Understanding value generation in buyouts", *Les Cahiers de Recherche*, no. 824
- Bernhager, T. & Ellfors, S. (2011), "Riskkapitalbolags styrning av portföljbolag i USA, Europa och Kina", Examensarbete vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Bonner, S.E. & Sprinkle, G.B. (2002), "The effects of monetary incentives on effort and task performance: theories, evidence, and a framework for research", *Accounting Organizations and Society* vol. 27, no. 4
- Bruining, H. & Wright, M. (2002), "Entrepreneurial Orientation in Management Buy-outs and the Contribution of Venture Capital", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, no. 2
- Butler, P.A. (2001), "The Alchemy of LBOs", *The McKinsey Quarterly*, no. 2
- Ernst & Young (2010), *Return to warmer waters. How do private equity investors create value – A study of 2010 European exits*. Stockholm: EYGM Limited.  
Tillgänglig [Online]: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Return\\_to\\_Warmer\\_Waters\\_PUBLIC/\\$FILE/Return%20to%20Warmer%20Waters%20PUBLIC.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Return_to_Warmer_Waters_PUBLIC/$FILE/Return%20to%20Warmer%20Waters%20PUBLIC.pdf)
- Flamholtz, E., Das, T. & Tsui, A. (1985), "Toward an integrative framework of organizational control", *Accounting Organizations and Society* vol. 10, no. 1
- Fox, I. & Marcus, A. (1992), "The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts", *Academy of Management Review*, vol. 17, no. 1
- Grebing, C. & Wahlström, L. (2011), "Private Equity-bolags styrning av portföljbolag", Examensarbete vid Handelshögskolan i Stockholm.

- Green, S. & Welsh, M. (1988), "Cybernetics and dependence: reframing the control concept", *Academy of Management Review*, vol. 13, no. 2
- Göransson, A. & Keisu, A. (2007), "Private equity företagens styrning av sina portföljbolag", Examensarbete vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Hellmann, T. (1998), "The allocation of control rights in venture capital contracts", *The Rand Journal of Economics*, vol. 29, no. 1
- Ittner, C. & Larcker, D. (2001), "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective", *Journal of Accounting and Economics* 32
- Kaufman, A. & Englander, E. (1993), "Kohlberg, Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism", *Business History Review*, vol. 67, no. 1
- Magowan, P.A. (1989), "The Case for LBOs: The Safeway Experience", *California Management Review*, vol. 32, no. 1
- Malmi, T. & Brown, D.A. (2008), "Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions", *Management Accounting Research*, vol. 19, no. 4
- Merchant, K.A. (1985), *Control in business organizations*. London: Pitman
- Merchant, K.A. & Van der Stede, W.A. (2003), *Management control systems*, Harlow: Pearson Education
- Merriam, S.B. (1994), *Fallstudien som forskningsmetod*. Lund: Studentlitteratur
- Otley, D.T. & Berry, A.J. (1994), "Case study research in management accounting and control", *Management Accounting Research*, vol. 5, no. 1
- Ouchi, W.G. (1979), "A conceptual framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, vol. 25, no. 9
- Ryan, B., Scapens, R.W. & Theobald, M. (2002), *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*, London: Thomson Learning. Andra upplagan.
- Schein, E. (1997), *Organizational Culture and Leadership*. San Francisco: Jossey-Bass
- Sheperd, D. & Zacharakis, A. (2001), "The nature of information and overconfidence on venture capitalist's decision making", *Journal of Business Venturing* 16
- Sheperd, D. & Zacharakis, A. (2001), "The venture capitalist – entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour", *Venture Capital*, vol. 3, no. 2
- Simons, R. (1995), *Levers of Control*. Boston: Harvard University Press
- SVCA (2012), *Om riskkapital*. Stockholm: Svenska Riskkapitalföreningen.  
Tillgänglig [Online]: <http://www.svca.se/sv/Om-riskkapital/>, [2012-03-25]

Thiel, N. & Widerström, E. (2007), *Risikkapitalbolags påverkan på styrning i sina portföljbolag*, Examensarbete vid Handelshögskolan i Stockholm

Trost, J. (2010), *Kvalitativa intervjuer*, Lund: Studentlitteratur. Fjärde upplagan.

Unionen (2009), *Att ägas av ett risikkapitalbolag*. Stockholm: Unionen. Tillgänglig [Online]: <http://www.unionen.se/UploadFiles/Dokument/Om%20Unionen/Best%C3%A4ll%20och%20ladda%20ner/Rapporter/Att%20%C3%A4gas%20av%20ett%20riskkapitalbolag.pdf>, [2012-03-26]

Yin, R.K. (2003), *Case Study Research – Design and Methods*, London: SAGE. Tredje upplagan

### **Intervjuer i kronologisk ordning**

*CFO*, *Buyout-bolaget*, (2012-02-22).

*Associate*, *Buyout-bolaget*, (2012-02-22).

*Portfolio manager*, *Buyout-bolaget*, (2012-02-22).

Marknadschef, *Industribolaget*, (2012-03-16).

Försäljningsansvarig, *Industribolaget*, (2012-03-16).

*CFO*, *Industribolaget*, (2012-03-16).

Marknadsassistent, *Industribolaget*, (2012-03-16).

VD, *Finansbolaget*, (2012-03-20).

Administrativ chef, *Finansbolaget*, (2012-03-20).

Analyschef, *Finansbolaget*, (2012-03-20).

Rådgivare, *Finansbolaget*, (2012-03-20).

Försäljningschef, *Grossistbolaget*, (2012-03-30).

Produktchef, *Grossistbolaget*, (2012-04-04).

## 9. Bilagor

### 9.1 Frågor till representanterna från *Buyout*-bolaget

#### Generella frågor

- Hur ser din bakgrund ut?
- Hur länge har du arbetat på *Buyout*-bolaget och vilken är din position?
- Hur är din syn på styrning?
- Vilka kriterier tycker du är viktigast att ett portföljbolag uppfyller?
- Vad har din roll varit i portföljbolagen?
- Efter förvärvet, i vilken utsträckning tillsätter ni styrelseposter i portföljbolagen?
- Inom vilka områden kan *Buyout*-bolaget bidra med kompetens?
- Vad är, enligt din uppfattning, *key success factors* till *Buyout*-bolagets lönsamhet?
- Vad tycker du är det mest positiva/negativa med *buyout*-bolag?

#### Planering

- Vad anser du är de viktigaste målen med respektive portföljbolag som du är delaktig i?
- Delegerar du ut mål även på individnivå i portföljbolagen?
- Råder det både kortsiktiga och långsiktiga mål för respektive portföljbolag? Utveckla!
- Hur har dessa mål bestämts?
- Vad blir påföljderna om målen ej nås?
- Hur sker löpande måluppföljning med portföljbolagen?
- Har de övergripande målen förändrats hos VD:n och ledningsgruppen sedan *Buyout*-bolaget blev huvudägare? På vilka sätt?
- Har de övergripande målen förändrats hos övriga anställda sedan *Buyout*-bolaget blev huvudägare? På vilka sätt?
- Vilka är strategierna för respektive portföljbolag som du är delaktig i?
- På vilka sätt skiljer sig planeringen/strategierna i portföljbolagen beroende på tidshorisont/*exit*-horisont?

#### Cybernetisk

- Har portföljbolagen en budget i dagsläget?
- Hur bestäms budgeten?
- Vilka är involverade och delaktiga i budgetprocessen från portföljbolagens sida?
- Hur ofta följs budgeten upp?
- Hur nära/hårt engagerad är du i dagliga operativa frågor i portföljbolagen?
- I vilken utsträckning får du rapporter från VD:n i portföljbolagen?
- I vilken utsträckning får du rapporter från ledningsgruppen i portföljbolagen?
- Vad innefattas i dessa rapporter?
- Vilka nyckeltal hos portföljbolagen tycker du är viktigast?
- Hur fungerar återkopplingsprocessen gällande nyckeltalen?

- Utvärderas även icke-finansiella tal? I vilken utsträckning utvärderas dessa?
- Råder det ökat fokus på kassaflöde i portföljbolagen sedan *Buyout*-bolagets inträde?

### **Belöning**

- Vilka motivations- och styrmedel används?
- Hur tror du man skapar maximal motivation hos ledningsgruppen och övrig personal?
- Hur är incitamentprogrammet utformat och vilka anställda innefattas av detta?
- På vilka sätt har incitamentsprogrammet ändrats sedan *Buyout*-bolaget blev huvudägare?
- Är det faktiska resultatet den viktigaste parametern i belöningssystemet?

### **Administrativ**

- Efter förvärvet, hur viktigt är det och i vilken omfattning tillsätter man personer från *Buyout*-bolaget?
- Hur har styrelseledamöter i portföljbolagen tillsatts?
- I vilken omfattning finns externa styrelseledamöter?
- Har organisationsstrukturen förändrats i portföljbolagen sedan *Buyout*-bolagets inträde? På vilka sätt?
- Har personalens befogenheter förändrats sedan *Buyout*-bolagets inträde? På vilka sätt?
- Har resurserna i portföljbolagen förändrats? På vilka sätt?
- Har *Buyout*-bolaget infört några standarder och/eller manualer, exempelvis ”code of conduct”?

### **Kultur**

- Tror du den generella kulturen förändrats i portföljbolagen efter *Buyout*-bolagets inträde?
- Strävar *Buyout*-bolaget att sätta sin utpräglade kultur även i portföljbolagen?
- Tror du att det råder olika kulturer inom ett och samma portföljbolag?
- Hur kommuniceras *Buyout*-bolagets visioner till portföljbolagen?
- Tror du de anställda i portföljbolagen förstår dessa visioner?

## 9.2 Frågor till representanterna från portföljbolagen

### Generella frågor

- Hur ser din bakgrund ut?
- Hur länge har du arbetat på portföljbolaget och vilken är din position?
- Hur är din syn på styrning?
- Vilka är de mest påtagliga skillnaderna i styrningen med *Buyout*-bolaget som ägare jämfört med tidigare?
- Varför valde ni att sälja företaget till *Buyout*-bolaget?
- Upplever du att den övergripande bilden av riskkapitalägande varit positiv eller negativ?

### Planering

- Vem har bestämt och utformat de övergripande målen för företaget?
- Har dessa mål ändrats innan respektive efter *Buyout*-bolagets inträde?
- Hur har dina personliga mål utformats?
- Vad blir påföljderna om målen ej uppfylls?
- Har dessa mål ändrats efter *Buyout*-bolaget inträde?
- Upplever du att dina mål är förståeliga och realistiska?
- Råder det både kortsiktiga och långsiktiga mål? Utveckla!
- Vilka är de övergripande strategierna för företaget?
- Tycker du att dessa strategier är välutformade och realistiska?
- Skiljer sig dessa strategier gentemot upplägget innan *Buyout*-bolagets inträde?

### Cybernetisk

- Har ni en budget i dagsläget?
- Hade ni en budget innan *Buyout*-bolaget blev huvudägare?
- Vilka, från portföljbolagets sida, är delaktiga i budgetprocessen?
- Har budgetprocessen förändrats sedan *Buyout*-bolaget blev huvudägare?
- Tycker du att budgeten är realistisk?
- Vad mäts idag i organisationen?
- Vad mättes innan *Buyout*-bolaget blev huvudägare?
- Vilka nyckeltal är idag viktigast?
- Vilka nyckeltal var viktigast innan *Buyout*-bolaget blev huvudägare?
- Hur används dessa nyckeltal?
- Utvärderas även icke-finansiella tal? I vilken utsträckning utvärderas dessa?
- Upplever du ett ökat fokus på kassaflöde sedan *Buyout*-bolagets inträde?
- I vilken utsträckning skickar du rapporter uppåt i hierarkin?
- I vilken utsträckning rapporterade du innan *Buyout*-bolaget blev huvudägare?
- Skiljer sig innehållet åt i rapporterna idag jämfört med innan *Buyout*-bolaget blev huvudägare? Utveckla!
- Hur sker återkopplingen kring rapporterna du levererar? Utveckla!

## Belöning

- Vilka motivations- och styrmedel används i dagsläget?
- Vilka motivations- och styrmedel användes innan *Buyout*-bolaget blev huvudägare?
- Hur tror du man skapar maximal motivation hos de anställda i företaget?
- Hur är incitamentprogrammet utformat och vilka anställda innefattas av detta?
- Vem avgör utformningen och storleken av kompensationen på ditt arbete?
- Är det faktiska resultatet den viktigaste parametern i belöningssystemet?
- Vilken inverkan har incitamentsprogrammets utformning på ditt arbete?

## Administrativ

- Har din roll förändrats sedan *Buyout*-bolaget blev huvudägare? På vilka sätt?
- Har dina arbetsuppgifter förändrats sedan företaget blev uppköpta av *Buyout*-bolaget?
- Beskriv företagets organisation som den ser ut idag. Har organisationsstrukturen förändrats i samband med ägarbytet? På vilka sätt?
- Vad har detta inneburit för de anställda?
- Upplever du att dina befogenheter har förändrats sedan *Buyout*-bolagets inträde? På vilka sätt?
- Tycker du att dessa befogenhetsskillnader skapar mer/mindre motivation hos dig att göra ett bra jobb?
- Upplever du att delar av dina handlingar övervakas? Om så är fallet, är detta något som ökat/minskat sedan *Buyout*-bolagets inträde?
- Upplever du företaget som hierarkiskt/ej hierarkiskt?
- Skiljer sig hierarkin jämfört med innan riskkapitalfinansieringen? Utveckla!
- Hur upplever du kostnadsstrukturen i företaget?
- Skiljer sig kostnadsstrukturen jämfört med innan riskkapitalfinansieringen? Utveckla!
- Har resurserna i företaget förändrats? På vilka sätt?
- Anser du dig få tillräckligt med resurser för att lyckas i ditt arbete och leva upp till dina uppsatta mål?
- Har *Buyout*-bolaget infört några standarder och/eller manualer, exempelvis ”code of conduct”?

## Kultur

- Hur upplever du kulturen i företaget?
- Upplever du någon skillnad i kulturen idag jämfört med innan *Buyout*-bolagets inträde?
- Tycker du att den eventuella kulturskillnaden är positiv eller negativ?
- Råder det olika kulturer inom företaget?
- Hur kommuniceras *Buyout*-bolagets visioner till portföljbolagen?
- Tycker du att dessa visioner är tydliga och greppbara?