

Risikkapitaläggande i den svenska välfärdssektorn – kortaste vägen till (skatte-)paradiset?

Viktor Björnfot * och Gabriel Spetz **

Abstract: This thesis studies whether private equity owned firms within the Swedish welfare sector distinguish themselves in terms of tax planning and short-termism from a control group consisting of other privately owned welfare firms. For the first time, the comparison is made on the entire welfare sector, between 14 matched pairs within education, health care and elderly care. We use financial metrics associated with tax planning and short-termism in sign tests to examine whether the private equity owned firms differ from our control group. The financial metrics tested are actual and paid tax rates, level of interest, book-tax gap, investments, personnel expenses per employee, and cash earnings. We find that the private equity owned firms in terms of tax planning only differ in the level of interest, while no notable differences are found in terms of short-termism.

* 22387@student.hhs.se

**22456@student.hhs.se

Handledare: Tomas Hjelström
Framläggning: 2014-05-28

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	3
1.1 Problemformulering	4
1.2 Definitioner	4
1.3 Forskningsfrågor	5
1.4 Struktur	5
2. Tidigare forskning	6
2.1 Privatisering	6
2.2 Private Equity	7
2.3 PE i välfärdssektorn	9
2.4 Skatteplanering.....	9
2.5 Kortsiktighet.....	10
3. Metod	12
3.1 Data	12
3.2 Finansiella mått	15
3.2.1 Finansiella mått på skatteplanering	15
3.2.2 Finansiella mått på kortsiktighet	16
3.3 Statistiska test.....	17
4. Empiriska resultat.....	20
4.1 Resultat för skatteplanering.....	20
4.2 Resultat för kortsiktighet	23
5. Analys och diskussion av resultat	26
5.1 Analys av skatteplanering	26
5.2 Analys av kortsiktighet.....	27
5.3 Slutsats	29
6. Kritiska reflektioner och diskussion kring framtida forskning	29
6.1 Kritiska reflektioner	30
6.2 Diskussion kring framtida forskning.....	31
Referenser.....	32
Appendix	35

1. Inledning

I takt med att Sverige har genomfört privatiseringar och avregleringar på välfärdsområdet har riskkapitalbolag kommit att segla upp som ägare till några av de största koncernerna inom skola, vård och omsorg. Då välfärdssektorn till stor del finansieras med skattemedel finns ett stort allmänintresse kring hur dessa pengar används och vad de går till. Det avspeglas i de omfattande mediegranskningar som görs. I en del av dessa granskningar har det rapporterats om vanvård, bristfällig verksamhet och stora konkurser. Ett av de mest uppmärksammade fallen är den så kallade ”Carema-skandalen” där vanvård inom äldreomsorgen avslöjades av Dagens Nyheter (Hökerberg, Tottmar 2012). Ägarna till äldreboendet var två riskkapitalbolag – svenska Triton och amerikanska KKR. Genomslaget blev enormt, inte minst politiskt. Bland annat Folkpartiets ledare, Jan Björklund, har argumenterat för att utesluta riskkapitalbolag som ägare inom sjukvård och äldreomsorgen (TT 2013). Vänsterpartiets partiledare, Jonas Sjöstedt vill ha bort riskkapitalbolagen från välfärden (TT 2012). I samband med konkursen av JB Education, den då näst största skolkoncernen, uppmärksammade Svenska Dagbladet att en ny lagstiftning håller på att tas fram där riskkapitalbolag i princip utesluts som ägare av skolor (Dahlberg 2014). Regeringen har också givit Skatteverket i uppdrag att granska förekomsten av skatteplanering inom välfärden, där de riskkapitalägda företagen utmärker sig med hög grad av skatteplanering (Olsson, Jakobsson 2014). Även riskkapitalisterna själva har blivit föremål för granskning av Skatteverket, vilken utmynnat i skattetvister om upptaxeringar på hundratals miljoner för enskilda personer (Hedelius 2014).

I den kritik som framförs mot riskkapitalbolag som ägare inom välfärden återkommer ofta två argument: (1) att de skulle ägna sig åt mer omfattande skatteplanering och (2) att de i större utsträckning präglas av kortsiktighet, det vill säga nedprioritera långsiktigt värdeskapande till förmån för kortsiktiga resultatförbättringar. Exempel på kritiken ges av bland annat (Bursell 2012), (Isacson 2013) och (Ohly 2010). Vår studie undersöker om det finns grund för dessa argument. Det gör vi genom att använda finansiella mått kopplade till områdena skatteplanering och kortsiktighet och empiriskt testa om de riskkapitalägda välfärdsföretagen skiljer sig mot andra privata välfärdsföretag.

Tidigare forskning på området har huvudsakligen fokuserat på resultatförändringar i form av tillväxt, marginaler och någon typ av kvalitetsindikator. Genom att undersöka de två vanligt

förekommande kritiska argumenten, försöker vi problematisera de, ofta positiva, resultatförbättringar som tidigare kartlagts. Studien bidrar med att, till skillnad från tidigare undersökningar, studera riskkapitalbolagsägande inom Sveriges välfärdssektor som helhet. Med ett helhetsgrepp på välfärdssektorn utökas antalet observationer och möjliggör test där vi kan uttala oss om statistisk signifikans.

Vi finner att de riskkapitalägda välfärdsföretagen utmärker sig jämfört med andra privata aktörer i form av räntenivå efter övertagandet. Tillsammans med tidigare studier ges starka indikationer på förekomsten av ränteupplägg i syfte att minimera skatten. Vi finner inga tydliga indikationer på att andra typer av skatteplanering skulle förekomma i större utsträckning för riskkapitalägda företag. Inte heller i termer av kortsiktighet utmärker sig de riskkapitalägda välfärdsföretagen signifikant jämfört med andra privata aktörer.

1.1 Problemformulering

Vår studie hämtar inspiration från den politiska debatt som förs i Sverige kring riskkapitalägda välfärdsföretag. Vi har dock inte för avsikt att göra några egna politiska ställningstaganden och vi är inte heller intresserade av att utvärdera huruvida riskkapitalbolag är lämpliga som ägare eller ej. Vår uppsats syftar istället till att utvärdera om vi utifrån tidigare forskning och egna empiriska undersökningar kan slå fast att de riskkapitalägda välfärdsföretagen utmärker sig i en jämförelse med andra privata aktörer inom välfärden på områdena för den vanligt förekommande kritiken, nämligen skatteplanering och kortsiktighet. Detta utmynnar i två forskningsfrågor (se avsnitt 1.3) som vi ämnar besvara.

1.2 Definitioner

Då det finns många olika definitioner av vad ett riskkapitalbolag och skatteplanering är samt vad som kan anses ingå i välfärdssektorn följer här en redogörelse för de definitioner som ligger till grund för studiens upplägg och genomförande.

Riskkapitalbolag (även kallat PE-bolag, från engelskans "Private Equity") – Definieras som bolag som, ofta genom en fondstruktur, köper majoritetsandelar i onoterade företag eller köper ut publika företag från börsen. Detta görs i syfte att utveckla företagen genom aktivt ägande under en begränsad period för att höja värdet och kunna sälja företagen vidare. Ibland särskiljer man på PE-bolag, som ofta riktar in sig på mogna företag i stabila branscher, och "venture capital" vilka

ofta fokuserar på företag som befinner sig i ett tidigare skede med stor tillväxtpotential. Med tanke på att välfärdssektorn kan anses vara en stabil sektor med många mogna företag väljer vi att även inkludera företag som eventuellt skulle klassificeras som ”venture capital” i vår definition av PE-bolag. Vi väljer att använda oss av benämningen private equity, förkortat PE, i resten av uppsatsen enligt betydelsen ovan. Välfärdsföretagen som ägs av PE-bolagen kallar vi ”portföljbolag”.

Skatteplanering – Vår definition av skatteplanering är arrangemang, i syfte att begränsa skatt, som ligger innanför lagens ramar eller där det inte är direkt uppenbart att arrangemanget bryter mot lagstiftning.

Välfärdssektorn – I välfärdssektorn ingår verksamheter inom utbildning, vård och omsorg, som helt eller delvis direkt finansieras med skattemedel. Inom definitionen ryms således bland annat skolor, yrkesutbildningar, tandläkarverksamhet, apotek, primärvård och äldreomsorg. Däremot ingår inte exempelvis företag som säljer utbildnings- eller sjukvårdsmaterial, eller producenter av läkemedel. En snarlik definition har tidigare bland annat använts av Skatteverket i en slutrapport om skatteplanering i företag inom välfärdssektorn (Skatteverket 2012).

1.3 Forskningsfrågor

För att uppfylla syftet för vår studie kommer vi att undersöka och besvara följande forskningsfrågor:

1. I vilken utsträckning skiljer sig portföljbolagen från andra privata aktörer inom välfärdssektorn på området skatteplanering?
2. I vilken utsträckning skiljer sig portföljbolagen från andra privata aktörer inom välfärdssektorn på området kortsiktighet?

1.4 Struktur

Vår uppsats är strukturerad på följande sätt: avsnitt 2 går igenom tidigare forskning inom relevanta områden för vår studie. Metoden går vi igenom i avsnitt 3 och i avsnitt 4 presenterar vi våra empiriska resultat. I avsnitt 5 analyseras de empiriska resultaten och som sedan utmynnar i våra slutsatser. Slutligen kommer vi med kritiska reflektioner och förslag till framtida forskning i avsnitt 6.

2. Tidigare forskning

Då vår studie behandlar PE-ägda och privatägda välfärdsföretag kartlägger vi tidigare forskning på relaterade områden för att lyfta fram resultat som är relevanta för att kunna besvara våra forskningsfrågor. Inledningsvis går vi igenom tidigare forskning kring privatiseringar för att ge en bakgrund till, och beskriva, den miljö som företagen verkar i. Vi undersöker också tidigare forskning på fenomenet riskkapital och PE-bolagens agerade. Detta inkluderar PE-bolagens agerande i allmänhet och även den begränsade forskning som finns specifikt på portföljbolagen inom välfärdssektorn. Slutligen lyfter vi fram tidigare forskning på områdena skatteplanering och kortsiktighet.

2.1 Privatisering

Under flera decennier har stora delar av västvärlden präglats av en privatiseringsvåg. Ofta nämns Storbritanniens privatiseringar under Margaret Thatcher i början av 1980-talet som det stora startskottet, men redan i 1960-talets Tyskland skedde stora privatiseringar (Megginson, Netter 2001). I Sverige tar privatiseringarna fart något senare och på välfärdsområdet sker de flesta förändringarna delvis i slutet av 1980-talet men framför allt i början av 1990-talet under en borgerlig regering. I och med införandet av friskolereformen 1992 öppnas skolsektorn upp för privata aktörer. Den möjliggör för privata företag att starta skolverksamhet och få en så kallad ”skolpeng” per elev från kommunen. Ungefär samtidigt börjar vård och äldreomsorg i privat regi ta fart, dock utan någon tydlig milstolpe i form av lagändringar. Istället dröjer det först till 2007 och 2009 innan Lagen om offentlig upphandling (LOU) respektive Lagen om valfrihet (LOV) möjliggör för privata aktörer att fullt ut konkurrera med offentliga alternativ inom vård och äldreomsorg (Jordahl et al. 2013).

Många empiriska studier av privatiseringar visar på ökad effektivitet, produktivitet och lönsamhet – även på lång sikt. Forskningen är dock inte entydig och visar bland annat att privatiseringar på områden som innefattar kollektiva varor och mindre effektiva marknader inte alltid leder till bättre utfall (Megginson, Netter 2001). Då vår uppsats går ut på att jämföra två olika typer av privata ägandeformer, där vi skiljer på PE-ägarande och andra privata ägare, fortsätter vi med att kartlägga tidigare forskning kring fenomenet private equity.

2.2 Private Equity

Private equity som tillgångsslag tog fart under 1980-talet i USA och har sedan spridit sig till andra delar av världen, där Sverige utmärker sig med en stor PE-sektor. År 2011 var det i Europa bara Storbritannien som hade högre andel PE-investeringar i förhållande till BNP än Sverige (EVCA 2012). PE-bolagen ägnar sig oftast åt så kallade ”leveraged buyouts” (LBOs) vilket innebär att bolaget köper en majoritetsandel i ett existerande företag, ofta med en hög andel skuldfinansiering, för att sedan under en begränsad tidsperiod försöka öka värdet på företaget och slutligen sälja det vidare till ett högre pris (Kaplan, Strömberg 2009). Några av urvalskriterierna som PE-bolagen använder sig av i sökandet efter ett lämpligt uppköpsobjekt är enligt (Bennedsen et al. 2008):

- Stabila kassaflöden
- Goda tillväxtmöjligheter
- Erfaren ledning
- Möjligheter till strategisk utveckling av verksamheten
- Effektiviseringsmöjligheter i driften av verksamheten
- Möjligheter till hög skuldfinansiering
- Möjligheter att sälja delar av företaget för att renodla verksamheten
- Bolag med (för) låg marknadsvärdering

(Jensen 1989) noterar att PE-bolagen ofta är relativt små, slimmade och decentraliserade företag med ett fåtal professionella investeringsexperter. PE-bolagen startar fonder och tar in kapital från en rad institutionella investerare, som pensionsfonder och liv- och försäkringsbolag, samt även förmögna privata investerare. Dessa fonder har typiskt sett en förutbestämd livslängd, ofta cirka tio år, med möjlighet att vid behov förlänga med ytterligare ett par år. Under de första fem åren genomförs förvärv av företagen som sedan utvecklas och säljs av mot slutet av fondens liv (Kaplan, Strömberg 2009). Det betyder att ägandetiden i portföljbolagen ofta sträcker sig mellan 3-7 år. Mycket av forskningen riktar in sig på att bedöma om PE-bolagen genererar tillräcklig avkastning till sina slutliga institutionella investerare. Detta område ligger utanför ramen för vår studie. Istället riktar vi in oss på forskningen kring vilket värdeskapande, om något, som sker i portföljbolagen under de 3-7 åren som de ägs av PE-bolagen.

De förändringsåtgärder som PE-bolagen brukar vidta kan delas in i tre kategorier: finansiella förändringar, ändrad ägarstyrning, och operationella förändringar (Kaplan, Strömberg 2009).

Finansiella förändringar innefattar ofta, som tidigare nämnts, högre skuldsättning. Detta sätter press på ledningen att agera effektivt och minskar utrymmet för dem att berika sig själva och satsa på onödigt riskfyllda, eller rentav värdeförstörande projekt. Högre skulder innebär också högre räntekostnader. I Sverige och många andra länder är räntekostnader avdragsgilla, vilket innebär att skattekostnaderna kan minskas avsevärt (Kaplan, Strömberg 2009). Enligt uppskattningar av (Kaplan 1989b) kan denna ytterligare minskning av skattekostnaderna förklara mellan 4-40 procent av värdet på företaget.

Förändringar i ägarstyrning handlar vanligtvis om att förse företagsledningen i portföljbolagen med olika typer av incitament. Det är därför inte ovanligt att ledningen äger en del av företagets aktier samt ingår i optionsprogram. Ofta krävs ledningen också på privatekonomiskt kännbara personliga investeringar i företaget för att de inte enbart ska ha exponering mot en eventuell värdestegring utan också påverkas av en negativ värdeutveckling. Deras investeringar görs i ett privat bolags aktie, vilket gör dem illikvida. Det innebär att incitament för att kortsiktigt manipulera resultatet minskas (Kaplan, Strömberg 2009). Ett annat exempel på ägarstyrningsförändringar är att PE-bolagen ofta är mycket aktiva ägare och medlemmar av styrelsen, som ofta är mindre och sammanträder oftare (Kaplan, Strömberg 2009).

De operationella förändringarna kan innebära effektiviseringar i form av kostnadsbesparingar, bättre ledarskap, strategiimplementering, etc. Ofta bidrar PE-bolagens anställda med expertis från tidigare erfarenheter inom investment banking, management consulting eller branschspecifika erfarenheter (Acharya et al. 2011).

En given fråga är då om detta leder till något värdeskapande i företagen. En stor del av forskningen ägnas åt att försöka hitta svaret på detta. Sammantaget visar forskningen på att ett PE-övertagande leder till värdeskapande i portföljföretagen. Bland annat visar (Kaplan 1989a) att rörelsemarginalen förbättras, förhållandet mellan kassaflöde och omsättning stiger, medan kapitalinvesteringar i förhållande till omsättning sjunker. På det stora hela ökar värdet på företagen efter PE-övertagandet. Liknande resultat syns för europeiska företag och även för Sverige. Exempelvis finner (Bergström, Grubb & Jonsson 2007) att den operationella lönsamheten förbättras, utan att värde tas från de anställda. Vidare finner de, något överraskande,

inga starka indikationer på att ökad skuldsättning och ökat ägarskap för ledningen skulle bidra nämnvärt till värdeskapandet.

2.3 PE i välfärdssektorn

Antalet studier som fokuserar på välfärdsbranschen i Sverige är begränsat. En master-uppsats som studerar PE-bolagen i den svenska skolsektorn visar att det även här sker ett värdeskapande, utan att det har gjorts avkall på kvalitén mätt som lärartäthet och studieresultat (Lundsten, Löfqvist 2011). Inom omsorgen finns en studie som visar på högre lönsamhet för de PE-ägda omsorgsföretagen. Dessa företag har också lägre personaltäthet, men det finns inga indikationer på att detta skulle leda till sämre äldreomsorg (Arfwidsson, Westerberg 2012). För vårdsektorn är slutsatserna mer tvetydiga. Tillväxten för PE-ägda vårdföretag är högre, men lönsamheten sämre. Samtidigt är den genomsnittliga vårdkvalitén något högre än för offentliga alternativ. Dock syns stora skillnader inom de olika PE-ägda företagen vilket gör resultaten mer osäkra (Karlsson, Lilja 2012).

Vi hittar inte några tidigare studier på PE-bolagen för hela välfärdssektorn och de studier som finns fokuserar på att studera tillväxt, lönsamhet, och någon typ av kvalitetsindikator. I ett försök att problematisera den positiva bild som den tidigare forskningen ger av PE-bolagens ägande i välfärden väljer vi att fokusera på områdena skatteplanering och kortsiktighet – två områden där PE-bolagen fått utstå viss kritik.

2.4 Skatteplanering

En vanlig kritik som riktats mot PE-bolagen är att de skulle ägna sig åt avancerade skatteplaneringsupplägg med höga avdragsgilla räntekostnader på interntlån (så kallade räntesnurror) där vinsterna slussas vidare utomlands, inte sällan till skatteparadis. Trots att forskningen kunnat visa att skatteplanering ofta kan utgöra en viktig del av företagsvärdet (Graham, Tucker 2006), har lite forskning ägnats åt att undersöka om och hur PE-bolagen försöker undvika att betala skatt. Att PE-bolagen använder sig av skuldsättning för att minska skatten har dokumenterats tidigare (Kaplan, Strömberg 2009), men andra metoder är relativt outforskade. Ett working paper från forskare på Harvard studerar skillnader i skatteplanering mellan portföljbolag och andra privata företag inom flera olika branscher. De finner att portföljbolagen i större utsträckning ägnar sig åt skatteplanering (bland annat mätt som book-tax gap), har lägre marginell skattesats samt lägre betald skattesats. De argumenterar för att PE-

bolagen anser att skatteplaneringen bidrar till värdeökning och att det överstiger eventuella renommé-kostnader som uppkommer av negativ publicitet (Badertscher, Katz & Olhoft Rego 2010). Däremot saknas forskning på detta område för svenska PE-bolag och inom välfärden. Här kan vår uppsats bidra med nya resultat.

En anledning till att forskningen på dessa områden är begränsade beror på att skatteplanering är relativt svårt att mäta utifrån offentlig data. Skattedeklarationer omfattas oftast av sekretesskydd, så även i Sverige (9 kap. 1§ SekrL SFS 2009:400). Skatteverket har dock som myndighet bättre möjligheter att närmare granska skatteplanering och fick år 2011 i uppdrag av regeringen att analysera förekomsten av skatteplanering i välfärdssektorn. Skatteverkets slutrapport bekräftar kritikernas farhågor om förekomsten av räntesnurror och visar att portföljbolagen i stor uträkning ägnar sig åt skatteplanering medan det endast i ett fåtal av fallen gäller för andra privata aktörer. Sammantaget är ändå förekomsten av skatteplanering inom välfärdssektorn som helhet relativt låg. I samma rapport noterar man att byten av räkenskapsår är vanliga i samband med att PE-bolagen tar över som ägare. Det kan bero på att det i samband med koncernbidrag ger skattemässiga fördelar (Skatteverket 2012). Även om Skatteverket har tillgång till mer omfattande information om företagens skattesituation bör deras resultat inte anses lika kvalitativa som oberoende forskning eftersom det är en statlig myndighet som eventuellt kan ha politiska motiv.

I januari 2013 infördes ny lagstiftning i form av avdragsbegränsningar för räntekostnader på internlån vilket syftar till att försvåra användandet av räntesnurror för att undvika att betala skatt (Skatteverket 2014).

2.5 Kortsiktighet

PE-bolagen kritiseras, förutom för skatteplanering, också för att vara kortsiktiga. Ofta hänvisas det till den begränsade ägartiden i affärsmodellen - vanligen 3-7 år. Att en begränsad ägarperiod automatiskt skulle leda till kortsiktighet hos portföljbolagen är inte självklart. Det skulle sannolikt upptäckas när portföljbolagen till slut ska säljas vidare. Om det ändå går att dölja kortsiktighet vid en försäljning borde det åtminstone efter försäljningen uppdagas när den nya köparen har all information tillgänglig. Eftersom PE-bolagen är återkommande säljare av företag skulle förtroendet snabbt urholkas om det senare visar sig att bolagen varit ”kortsiktigt dopade”. Därför är det otillräckligt att dra slutsatser om kortsiktighet enbart genom att mäta längden av ägartiden.

Det är i debatten ofta otydligt exakt hur PE-bolagen utövar kortsiktigheten. Vi väljer ut några aspekter som förekommer i kritiken och som samtidigt går att utvärdera genom finansiella mått från publik information. Vi skiljer på operationell kortsiktighet, som får effekter på verksamheten, och finansiell kortsiktighet, som får effekter på redovisningen.

Ett vanligt exempel på en form av operationell kortsiktighet är att minska långsiktiga investeringar i anläggningstillgångar för att på så sätt kortsiktigt öka resultatet, men långsiktigt minska företagets vinst- och tillväxtmöjligheter. Detta används bland annat av (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist 2011) som jämför investeringar för privata bolag mot börsnoterade företag. Detta är även relevant att applicera på välfärdssektorn då t ex. skolsektorn kräver investeringar i lokaler, bibliotek och utbildningsmaterial och vårdsektorn kräver investeringar i lokaler, sjukvårdsmaterial och instrument och så vidare. Forskning visar att portföljbolag, i branscher där patent är vanligt förekommande, inte minskar antalet patentansökningar. Snarare ökar kvalitén på patenten (Lerner, Sorensen & Strömberg 2011). Det motsäger kritiken om kortsiktighet utifrån ett investeringsperspektiv. Då välfärdssektorn inte använder sig av patent väljer vi istället att undersöka investeringar i anläggningstillgångar.

En annan viktig resurs för välfärdssektorn är personalen, då dess verksamheter är personalintensiva. Kritik som framförs i debatten är att portföljbolagen drar ner på personal som får arbeta hårdare under långsiktigt ohållbara former till lägre ersättning med sämre kvalitet som följd. De få studier som finns och som vi tar upp i avsnitt 2.3 visar på tvetydiga resultat i frågan. I skolsektorn är personalkostnaderna per anställd något lägre medan lärartätheten inte försämras (Lundsten, Löfqvist 2011). Inom omsorgen är personaltätheten lägre för portföljbolagen, dock utan att det verkar leda till sämre kvalitet (Arfwidsson, Westerberg 2012). Vi undersöker om personalkostnaderna per anställd minskar efter PE-övertagandet för att få eventuella indikationer på om personalen får det sämre i form av ersättning.

Slutligen utvärderar vi också finansiell kortsiktighet. Det gör vi genom att se om PE-bolagen använder sig av redovisningstekniska metoder för att kortsiktigt höja resultatet och i förlängningen få bättre betalt vid en försäljning av portföljbolaget (så kallad "Earnings management"). Vi undersöker därför "Cash earnings", det vill säga hur företagens resultat skiljer sig från dess kassaflöden (som anses vara svårare att manipulera). Måttet används av många praktiker, bland annat (Schilt, Perler 2010).

Om PE-bolagen är mer kortsiktiga borde det rimligen avspeglas i värdeutvecklingen efter att portföljbolagen säljs av. Dock visar forskning att värdeutvecklingen tvärtom är bättre för portföljbolag som säljs genom att de börsnoteras av PE-bolagen (Cao, Lerner 2009).

3. Metod

3.1 Data

Vår metod grundar sig på jämförelser mellan riskkapitalägda och privatägda välfärdsföretag. Den första gruppen kallar vi portföljbolag och den andra gruppen benämner vi kontrollbolag. För att fånga upp eventuella effekter av PE-ägarande väljer vi ut välfärdsföretag som till en början har varit privatägda och sedan köpts upp av PE-bolag. På så sätt kan vi jämföra skillnader före och efter övertagandet. Kontrollbolagen består av snarlika välfärdsföretag som under hela jämförelseperioden är privatägda och matchas ihop med portföljbolagen. Detta möjliggör att vi i hög utsträckning kan isolera eventuella skillnader som kan tänkas uppstå på grund av att ett bolag går från att vara privatägt till PE-ägt.

För att få fram en lista på svenska välfärdsföretag som blivit uppköpta av PE-bolag tar vi hjälp av databasen Zephyr som innehåller data på aktiviteter inom företagsförvärv och transaktioner. Där tar vi ut en lista över alla förvärv och fusioner som skett i Sverige inom branscherna utbildning och vård/omsorg de senaste tio åren. Begränsningen till dessa två branscher gör att vi täcker in de affärer som skett inom välfärdssektorn (och mer därtill). Vår valda tidshorisont beror på att vi har begränsade möjligheter att få fram finansiella rapporter före denna period. Därefter begränsar vi oss till affärer där köparen kan tänkas tillhöra PE-branschen och där ägarandelen överstiger 50 procent.

Att PE-bolaget skaffar sig en majoritetsandel är en viktig förutsättning för att kunna anta att de har möjlighet att utöva sitt inflytande och kontrollera bolaget. Det finns ingen enskild branschkod för PE-bolag vilket gör att vi är tvungna att göra egna efterforskningar på det köpande bolaget för att se om de stämmer in på vår definition av PE-bolag (se avsnitt 1.2). När vi fastställt att endast köpande PE-bolag återstår går vi över till uppköpsobjektet och säkerställer att verksamheten rymms inom ramen för välfärdssektorn enligt vår definition. Efter att endast relevanta köpare och köpobjekt återstår kartlägger vi historiken för välfärdsföretagen. Vi väljer ut de företag där det i majoriteten av fallen finns tre års historik av privat ägande innan PE-övertagandet sker. Bolaget måste sedan fortsätta vara PE-ägt med tillgänglig redovisningsinformation där vi i en majoritet av

fallen kan observera tre års utveckling under PE-bolagets ägande. Ett portföljbolag räknas som PE-ägt om övertagandet skedde under första halvan av räkenskapsåret. En del bolag utesluts på grund av för kort historik efter övertagandet eller att ägarbyten sker igen och där bolaget fusioneras in i en ny koncern där vi inte kommer åt årsredovisningar. Sammantaget resulterar detta i att 14 observationer kan användas. När bolagen har längre historik efter övertagandet än tre år har vi hämtat in resultat för dessa perioder också.

De 14 observationerna kartläggs för att kunna matchas ihop med så snarlika privatägda välfärdsföretag som möjligt. Företagen ska under samma period bedriva snarlik självständig verksamhet. Vi använder oss av databasen Retriever för att få fram svenska företag inom välfärdssektorn genom att filtrera på branscher inom utbildning och vård/omsorg. Det viktigaste kriteriet vid matchningen är således att branschen stämmer väl överens. Skolkoncerner matchas ihop med varandra och vårdföretag med varandra. Vi strävar också efter att i så stor utsträckning som möjligt matcha underbranscher, exempelvis gymnasieverksamheter med varandra respektive äldreomsorg med varandra. Ett par andra kriterium för matchningen är antalet anställda och omsättning. I vissa fall är de PE-ägda företagen störst inom sin bransch vilket ofta gör att de privatägda företagen är något mindre i storlek. Se tabell 1 nedan för en sammanställning av de matchade företagen. För en mer utförlig version hänvisas till appendix.

Par	Ägandety	Bolag	Verksamhet	Anställda	Omsättning
1	PE	Carema	Omsorg och vård	4 353	2 473 200
	Kontroll	HSB omsorg	Omsorg och vård	270	115 912
2	PE	Capio	Vård och omsorg	12 288	11 371 000
	Kontroll	Praktikertjänst	Tandläkarverksamhet och primärvård	14 775	8 875 893
3	PE	Attendo	Omsorg	3 740	1 871 016
	Kontroll	Förenade Care	Omsorg	1 011	459 541
4	PE	Smileco Group	Tandläkarverksamhet	19	19 784
	Kontroll	Tandgruppen Kungsbacka	Tandläkarverksamhet	26	24 057
5	PE	Team Olivia (då Avacado AB)	Omsorg	525	177 000
	Kontroll	Omsorgshuset i Stockholm AB	Omsorg	365	92 853
6	PE	Theeducation	Gymnasium och Vuxenutbildningar	186	75 921
	Kontroll	Thorengruppen	Förskolor	45	20 774
7	PE	John Bauer	Gymnasium och Vuxenutbildningar	930	980 580
	Kontroll	Jensen	Gymnasium, för- och grundskola och vuxenutbildningar	177	269 300
8	PE	Pysslingen	Förskolor och skolor	1 525	822 357
	Kontroll	Inspira (GeMin AB)	Förskolor och skolor	353	145 900
9	PE	Baggium	Gymnasium	742	566 662
	Kontroll	Kunskapsskolan	Grund- och gymnasieskolor	776	706 677
10	PE	H.F Oral Care (Herbst & Forsell Holding AB)	Tandläkarverksamhet	75	72 473
	Kontroll	City Dental	Tandläkarverksamhet	75	79 441
11	PE	Yrkesakademin	Gymnasium och Vuxenutbildningar	243	299 200
	Kontroll	Utvecklingspedagogik (Jan-Åke Ahlström AB)	Särskolor, skolinternat och fritidsverksamhet	149	123 200
12	PE	Academedia	Gymnasium, grundskola, förskola	2 475	1 231 708
	Kontroll	Internationella Engelska Skolan	Grund- och gymnasieskolor	548	249 613
13	PE	Miroi	Vuxen- och arbetsmarknadsutbildningar	301	43 974
	Kontroll	Hermods	Vuxenutbildningar och gymnasium	98	55 320
14	PE	PPS Power Planning System	Gymnasium och grundskolor	411	338 474
	Kontroll	Frida Utbildning	Gymnasium, förskola, grundskola	244	169 200

Tabell 1 - Matchade par med siffror över antal anställda och omsättning(i tusentals kronor) vid tidpunkten för övertagandet

När vi har våra matchade par försöker vi först automatiskt hämta ut relevanta siffror till våra finansiella mått från årsredovisningarna genom Retriever-databasen. Vi märker dock snabbt att siffrorna inte riktigt stämmer. Ibland genererar Retriever siffror för moderbolaget istället för koncernen, vilket ofta blir mycket missvisande. Vi bestämmer oss därför för att ladda ner årsredovisningarna för alla relevanta år och sedan manuellt mata in siffrorna som vi behöver i ett Excel-dokument. Vi gör bedömningen att manuell inmatning visserligen ökar risken för felaktiga siffror, men att vi ändå får en mer rättvisande bild än om vi använder Retrievers automatiska genererade siffror.

Skatteverket noterar i sin granskning från 2012, att framförallt portföljbolagen i samband med övertagandet både byter koncernmoderbolag och gör diverse förändringar av räkenskapsåret. Det gäller även för våra utvalda portföljbolag. Därför justeras längden på räkenskapsåret i de fall där det initialt skiljer sig åt mellan portföljbolagen och kontrollbolagen. Detta görs för att i slutändan jämföra samma antal månader med varandra. Då välfärdsbranschen är relativt icke-cyklisk och stabil gör vi bedömningen att jämförelser mellan brutet räkenskapsår respektive kalenderår inte gör nämnvärd skillnad för resultaten. I Skatteverkets rapport ges en potentiell förklaring till byten

av räkenskapsår. Det kan innebära skattemässiga fördelar vid lämnade och erhållande av koncernbidrag (Skatteverket 2012).

3.2 Finansiella mått

För att kunna svara på våra forskningsfrågor studeras ett antal finansiella mått som är kopplade till begreppen skatteplanering och kortsiktighet. Dessa två begrepp saknar en entydig definition och kan undersökas utifrån en rad olika aspekter. Våra valda mått är konstruerade baserat på tidigare forskning samt praktisk användning som samtidigt kan observeras i offentliga finansiella rapporter. Den finansiella informationen finner vi i årsredovisningar nedladdade från databasen Retriever enligt ovan. Nedan följer definitioner av de finansiella mått vi använder.

3.2.1 Finansiella mått på skatteplanering

Aktuell skattesats – Definieras som redovisad skattekostnad dividerat med resultat före skatt.

Betald skattesats – Definieras som betald skatt dividerat med resultat före skatt. Utvidgar bilden som ges av aktuell skattesats eftersom betald skatt visar vad företagen faktiskt betalar i skatt. Detta används av bland annat (Badertscher, Katz & Olhoft Rego 2010).

Räntenivå – Definieras som räntekostnader delat med ingående balans för totala skulder. Detta mått är inte direkt kopplat till skattekostnader/betalningar. Det är ändå relevant att studera räntekostnader eftersom bland annat Skatteverket identifierar upplägg med interna lån och höga räntor (även kallat räntesnurror) som ett sätt att begränsa skatten. En väldigt hög ränta ger då indikationer på att bolaget använder sig av räntesnurror (Skatteverket 2012).

Book-tax gap – Definieras som resultat före skatt minus beskattningsbar inkomst. Skillnaden sätts sedan i relation till totala tillgångar genom att dividera med ingående balansen för totala tillgångar. Beskattningsbar inkomst definieras som redovisad skattekostnad dividerat med den aktuella lagstadgade skattesatsen. Till detta adderas eventuella utnyttjanden av underskottsavdrag. Ett högre book-tax gap tyder alltså på högre grad av skatteplanering. Detta mått används bland annat av (Badertscher, Katz & Olhoft Rego 2010). Måttet visar sig vara relevant för att förutspå fall där skatteplanering förekommer (Wilson 2009). Däremot kan företag med höga investeringar i vissa fall visa på högre book-tax gap utan att det nödvändigtvis förekommer skatteplanering (Manzon, Plesko 2002).

Finansiella mått på skatteplanering	
$\text{Aktuell skattesats} = \frac{\text{Skatt på årets resultat}}{\text{Resultat före skatt}}$	
$\text{Betald skattesats} = \frac{\text{Betald skatt}}{\text{Resultat före skatt}}$	
$\text{Räntenivå} = \frac{\text{Räntekostnader}}{\text{Totala skulder}_{IB}}$	
$\text{Book – tax gap} = \frac{(\text{Resultat före skatt} - \text{Beskattningsbar inkomst})}{\text{Totala tillgångar}_{IB}} \text{ där,}$	
$\text{Beskattningsbar inkomst} = \frac{\text{Skatt på årets resultat}}{\text{Lagstadgad skattesats}} + \text{använt undeskottsavdrag}$	

Tabell 2 - Finansiella mått på skatteplanering
IB – Ingående balans

3.2.2 Finansiella mått på kortsiktighet

Personalkostnad per anställd – Definieras som personalkostnad dividerat med genomsnittligt antal anställda. Används bland annat av (Lundsten, Löfqvist 2011).

Investeringar – Definieras som skillnaden mellan utgående och ingående balans för anläggningstillgångar adderat med av- och nedskrivningar för anläggningstillgångar. Detta divideras därefter med nettoomsättningen för att justera för skillnader i storlek. Används bland annat av (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist 2011).

Cash earnings – Definieras som den absoluta skillnaden mellan årets resultat och kassaflöde från den löpande verksamheten efter förändring i rörelsekapital. Används bland annat av (Schilt, Perler 2010). Detta divideras sedan med det absoluta värdet av kassaflöde från den löpande verksamheten efter förändring i rörelsekapital för att få måttet som en procentuell skillnad. Ett lägre mått tyder alltså på en lägre skillnad mellan resultat och kassaflöde och i förlängningen på bättre cash earnings. Måttet är mindre utbrett i forskningen men används i stor utsträckning i praktiken.

Då många av måtten vi använder oss av är kvoter förekommer det i vissa fall extremvärden där nämnaren blir väldigt liten. Om exempelvis resultat före skatt är väldigt nära noll ett år kan det innebära att vi får skattesatser på flera tusen procent. Sådana extremvärden är inte representativa och tas därför bort från datan.

Finansiella mått på kortsiktighet	
<i>Personalkostnad per anställd</i>	$= \frac{\text{Personalkostnader}}{\text{Genomsnittligt antal anställda}}$
<i>Investeringar</i>	$= \frac{\text{Anläggningstillgångar}_{UB-IB} + \text{Avskrivningar}}{\text{Nettoomsättning}}$
<i>Cash earnings</i>	$= \frac{ \text{Årets resultat} - \text{Kassaflöde från den löpande verksamheten} }{ \text{Kassaflöde från den löpande verksamheten} }$

Tabell 3 - Finansiella mått på kortsiktighet

UB – Utgående balans

IB – Ingående balans

3.3 Statistiska test

Då vårt dataset enbart består av 14 PE-ägda bolag väljer vi att använda oss av matchade par då antalet kontroll- och dummyvariabler som hade behövts i en regressionsanalys hade resulterat i att analysen haft för få frihetsgrader för att ge ett tillförlitligt resultat. Alla test som vi beskriver nedan är gjorda i statistikprogrammet STATA version 12.

Eftersom vi är intresserade av att se effekter på företag som är ägda av PE-bolag vill vi se om det finns skillnader i de finansiella måtten mellan de PE-ägda företagen och kontrollbolagen. För att testa detta genomför vi två typer av hypotestestning. Den första typen genomförs för att testa skillnader mellan de två grupperna före övertagandet och det andra för att testa effekten av övertagandet.

Test 1: $H_0: PE_{före} - Privat_{före} = 0$

Test 2: $H_0: (PE_{efter} - Privat_{efter}) - (PE_{före} - Privat_{före}) = 0$

Det andra testet är konstruerat så att skillnaden före övertagandet subtraheras från skillnaden efter övertagandet. Detta medför att hänsyn tas till initiala skillnader mellan företagen och enbart effekten av ägarskapet testas. Vi kallar detta test diff-in-diff när vi går igenom de empiriska resultaten i avsnitt 4. Med tanke på att vi endast har 14 observationer har vi valt att använda oss av en signifikansnivå på 10 procent som gräns för testen. Då vi inte har någon indikation på att de PE-ägda bolagen varken skulle skilja sig positivt eller negativt är mothypotesen att skillnaden är skild från noll, det vill säga att vi genomför dubbelriktade tester.

Det är viktigt att poängtera att vi i testet försöker fånga effekter som ett PE-övertagande har på portföljföretagens finansiella mått. Dock är det inte möjligt med denna design att särskilja vilka effekter som skulle uppkomma oavsett typen av ägare som tar över respektive effekter som enbart uppstår på grund av att de nya ägarna är riskkapitalbolag. Man skulle kunna tänka sig att en automatisk ökning av tillgångarna sker när de värderas om till verkligt värde i samband med förvärvet. Vi gör ändå bedömningen att denna effekt är oväsentlig. För det första är de flesta verksamheter inte särskilt gamla varför skillnader mellan historiska och verkligt värde fortfarande antas vara små. Av samma anledning är det inte troligt att portföljbolagen hunnit upparbeta väsentliga immateriella tillgångar, som skulle behöva tas upp i balansräkningen efter förvärvet. Vi genomför ändå tester på investeringsmättet med och utan immateriella tillgångar. Det har ingen nämnvärd påverkan på resultatet. Vår bedömning är därför att eventuella effekter vi fångar upp i våra tester i allt väsentligt beror på PE-bolagens inträde snarare än allmänna bokföringseffekter.

Då vi valt att använda oss av matchade par finns flera möjliga test som passar data med olika karaktärsdrag. För att välja ett test som vår data passar till genomför vi först ett Jarque-Bera test av normalfördelning för att se om vi kan använda ett t-test eller behöver använda ett icke-parametriskt test. Resultatet av testet ger inga indikationer på att något av våra mått följer en normalfördelning. Detta betyder att vi behöver använda ett icke-parametriskt test. För att kunna välja lämplig variant av icke-parametriskt test testar vi om datans fördelning är symmetrisk. Eftersom datan är begränsad visar ett histogram inte tillräckligt tydligt huruvida fördelningen är symmetrisk eller inte. Ett alternativt sätt att testa om fördelningen är symmetrisk ges av ett delmoment i Jarque-Bera testet som räknar ut och testar ett mått för snedhet. Detta mått använder vi för att ge en indikation om variablernas fördelning är symmetrisk. Resultatet ger ingen indikation på att fördelningarna är symmetriska. Sammanfattningsvis finns inga indikationer på att vår data varken är normalfördelad eller symmetrisk. Detta medför att vi anser att ett teckentest är mest lämpligt. Teckentestet används för att testa om två populationers medianer är skilda från varandra. Testet tar inte hänsyn till skillnadernas storlek utan enbart om skillnaden är positiv eller negativ.

För att genomföra testet räknar vi ut ett medelvärde för varje finansiellt mått före respektive efter PE-bolagens uppköp. Vi har av flera anledningar valt att enbart ta med tre år före uppköpsåret i

medelvärde för före-perioden. Den första anledningen är att flera av de observerade företagen enbart har bedrivit verksamhet under en kortare period vilket betyder att det sällan finns redovisning för ett längre antal år innan uppköpsåret. Att enbart använda tre år medför även att medelvärdet inte påverkas alltför mycket av enstaka år som råkar vara mindre representativa. Ytterligare en anledning är att forskningsfrågan rör effekten av olika ägartyper. En längre period kommer med större sannolikhet påverkas av andra störande faktorer och i värsta fall visa effekter av dessa andra faktorer istället för ägarförändringen.

För efter-perioden har vi gjort två alternativa tester med olika längd på perioden, dels tre år efter och dels alla tillgängliga år vi har (i vissa fall upp till sju år). Anledningen till att vi använder två varianter för efter-perioden är att många av uppköpen har genomförts nyligen vilket gör att det därmed finns färre observationer ju längre ifrån uppköpet man kommer. Detta betyder att enstaka observationer påverkar medelvärdet mer eller helt och blir mindre representativa för hela gruppen om den lägre perioden används. Att genomföra båda testen är ett sätt att försäkra oss om att vi inte drar slutsatser av resultat baserat på enstaka observationer. Resultaten blev i det närmaste desamma med båda testen, med undantag för måttet på cash earnings som blev något mer signifikant med alla tillgängliga år som grund. Vi återkommer i analysen till förklaringar bakom detta.

Vid testen för investeringar får vi så pass motstridiga resultat att vi väljer att också genomföra Wilcoxon's ranksummetest, som tar hänsyn till skillnadernas storlek. Eftersom vi är medvetna om att alla antaganden för testet inte är uppfyllda, görs en mycket försiktig tolkning av resultatet, för att se om vi kan få någon svag indikation på hur investeringsmålet förhåller sig.

Till följd av att vissa av portföljbolagen är signifikant större än andra privatägda konkurrenter blir det en viss storleksskillnad mellan några av de matchade paren. För att utröna vilken effekt, om någon, dessa matchningar har på resultaten genomför vi testen upprepade gånger och utesluter en av de matchningar vi bedömer mindre lyckade per test. Slutsatsen från dessa tester är att resultatet inte påverkas signifikant av dessa matchningar.

4. Empiriska resultat

Vår redovisning av empiriska resultat börjar med att beskriva hur portföljbolagen och de privata företagen ser ut innan PE-övertagandet. Sedan redovisar vi resultaten för skatteplanering följt av resultaten för kortsiktighet.

För att utöka beskrivningen av de matchade företagen har vi studerat medelvärden för våra finansiella mått innan PE-övertagandet sker för portföljbolagen respektive kontrollbolagen. Se tabellen nedan.

(medelvärden)	Portföljbolagen	Kontrollbolagen
Skattemått		
Aktuell skattesats	23,6%	19,6%
Betald skattesats	22,5%	15,6%
Räntenivå	3,6%	2,7%
Book-tax gap	-0,0447	-0,0208
Kortsiktighetsmått		
Investeringar	24,6%	3,2%
Personalkostnad per anställd (Tkr)	414	369
Cash earnings	1,0728	0,7790

Tabell 4 – Medelvärden för respektive mått för portföljbolagen respektive kontrollbolagen.

Sammanfattningsvis är skattesatserna, mätt både som aktuell och betald skattesats, i genomsnitt högre för portföljbolagen än för kontrollbolagen. Det är ingen större skillnad i genomsnittlig räntesats och inte heller i Book-tax gap är den genomsnittliga skillnaden särskilt stor.

Personalkostnaden är något högre i genomsnitt för portföljbolagen. Cash earnings är samtidigt något högre för portföljbolagen än för kontrollbolagen. Den enda riktigt stora skillnaden är investeringsmålet där investeringarna i förhållande till nettoomsättningen är mycket högre för portföljbolagen än för kontrollbolagen. För att undersöka om portföljbolagen på ett systematiskt och statistiskt signifikant sätt skiljer sig från kontrollbolagen går vi över till att genomföra teckentest. Vi delar upp måtten för skatt separat och måtten kortsiktighet för sig.

4.1 Resultat för skatteplanering

Vi testar först om skillnaden för måtten aktuell skatt, betald skatt, räntenivå och book-tax gap är positiv eller negativ för portföljbolagen jämfört med kontrollbolagen innan PE-övertagandet äger rum med ett teckentest.

(Portföljbolag - kontrollbolag)	Aktuell skattesats	Betald skattesats	Räntenivå	Book-tax gap
Positivt tecken	6	5	8	6
Negativt tecken	8	9	6	8
Summa observationer	14	14	14	14
p-värde (för dubbelsidigt test)	0,7905	0,424	0,7905	0,7905

Tabell 5 - Resultat för teckentest av skattemåttin innan övertagandet.

Enligt teckentesten förekommer ingen statistisk skillnad för något av måtten. Även om betald skatt hade något högre medelvärde är skillnaden i medianen enligt teckentesten inte statistiskt signifikant.

För att undersöka effekterna av PE-övertagandet jämför vi skillnaden före övertagandet med skillnaden efter övertagandet och ser om förändringen i skillnaderna skiljer sig åt med statistisk signifikans.

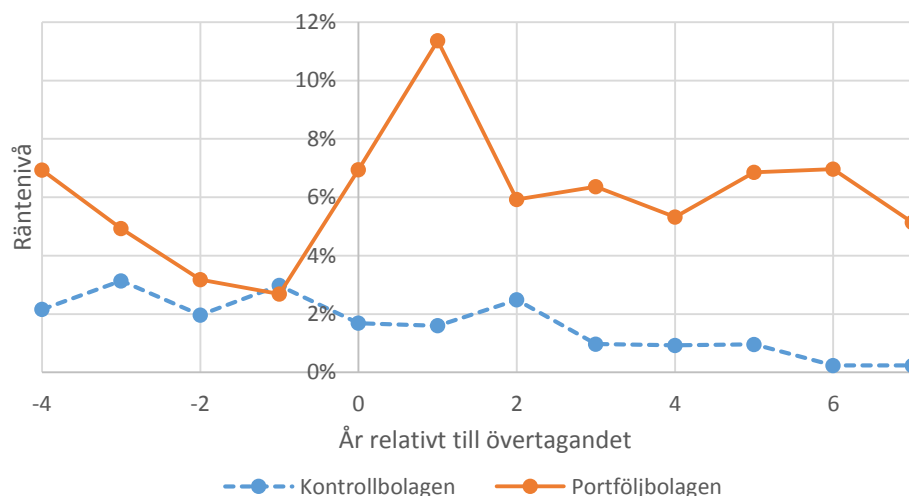
(diff-in-diff)	Aktuell skattesats	Betald skattesats	Räntenivå	Book-tax gap
Positivt tecken	5	9	11	3
Negativt tecken	9	5	3	11
Summa observationer	14	14	14	14
p-värde (för dubbelsidigt test)	0,424	0,424	0,0574	0,0574

Tabell 6 – Resultat för teckentest för skattemått, jämför skillnaden mellan portföljbolagen och kontrollbolagen efter övertagandet med skillnaden mellan portföljbolagen och kontrollbolagen innan övertagandet (så kallad "diff-in-diff").

Varken aktuell eller betald skattesats uppvisar några statistiskt säkerställda förändringar före och efter övertagandet. Däremot uppstår en positiv förändring gällande räntenivån. Portföljbolagens räntenivå ökar alltså mer än kontrollbolagens i och med PE-övertagandet. Då räntenivån är starkt förknippad med företagets skuldsättning testar vi på samma sätt för skuldsättningen (mätt som totala skulder dividerat med balansomslutningen). Det blir dock inte en signifikant positiv förändring på 10 % -nivån (p-värdet för detta test är 17,98 %).

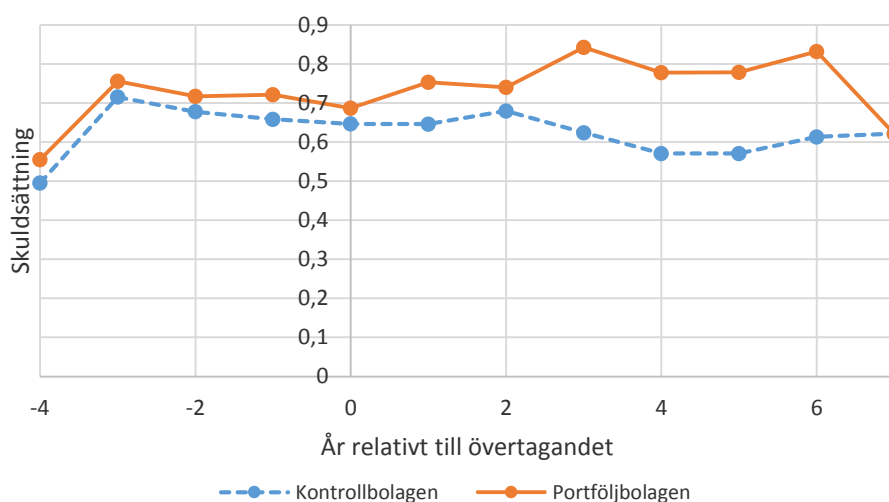
För book-tax gap uppstår istället en lika stark negativ skillnad. Book-tax gap minskar alltså mer för portföljbolagen än för kontrollbolagen efter PE-övertagandet.

För att säkerställa att det inte finns några skillnader i trender för portföljbolagen och kontrollbolagen tar vi fram grafer för medelvärdena för de två grupperna under hela vår observerade period. Varken aktuell eller betald skatt har några observerbara skillnader i trender.



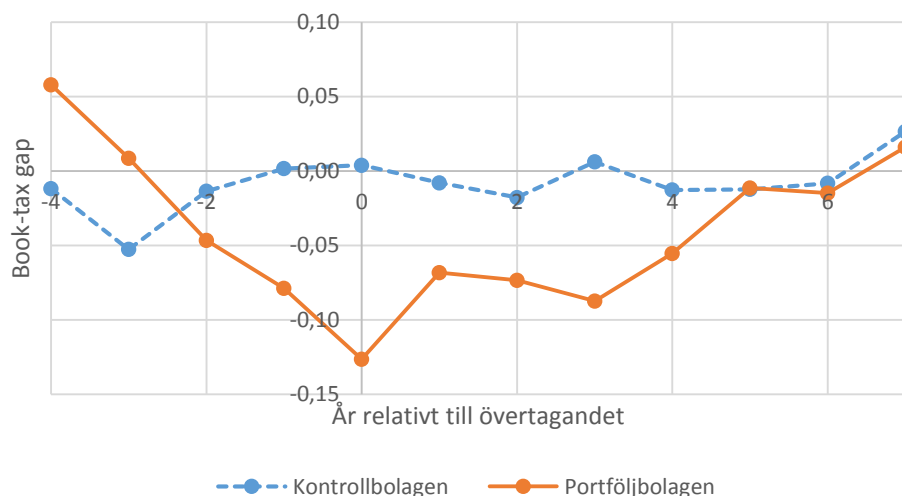
Graf 1 - Trender i räntenivå för kontrollbolagen respektive portföljbolagen

För räntenivån synes portföljbolagen ha en fallande trend innan övertagandet medan kontrollbolagens trend är mer platt. Detta innebär dock att vi i värsta fall underskattar ökningen i räntenivån efter övertagandet, vilket stärker vårt resultat från teckentestet.



Graf 2 - Trender i skuldsättning för kontrol bolagen respektive portföljbolagen

När vi studerar trenden för skuldsättningen framkommer det att portföljföretagen varje år ligger något högre än kontrollbolagen. Det syns ingen tydlig effekt på skuldsättningen i samband med övertagandet.



Graf 3 - Trender i book-tax gap för de kontrollbolagen respektive portföljbolagen

För book-tax gap finns en tydlig skillnad i trender. Innan övertagandet är book-tax gap fallande för portföljbolagen och vänder sedan till en stigande trend i och med övertagandet. För kontrollbolagen är trenden tämligen platt. Detta innebär att vi i värsta fall underskattar effekten av PE-övertagandet på book-tax gap vilket stärker resultatet från teckentestet.

4.2 Resultat för kortsiktighet

Vi fortsätter att på samma sätt testa skillnader för investeringar, personalkostnad per anställd och cash earnings innan övertagandet. Även för kortsiktighetsmått är teckentesten dubbelriktade då vi inte har några indikationer på skillnader mellan portföljbolagen och de privata bolagen.

(Portföljbolag - Kontrollbolag)	Investeringar	Personalkostnad/ anställd	Cash earnings
Positivt tecken	11	9	4
Negativt tecken	3	4	7
Summa observationer	14	13	11
p-värde (för dubbelsidigt test)	0,0574	0,2668	0,5488

Tabell 7 – Resultat för teckentest av kortsiktighetsmått innan övertagandet.

Den enda signifikanta skillnaden innan övertagandet noteras för måttet på investeringar. Portföljbolagen har innan övertagandet i förhållande till nettoomsättningen signifikant högre investeringar än kontrollbolagen. Detta bekräftar bilden vi fick tidigare i jämförelsen av medelvärdena.

Därefter testar vi återigen skillnaderna före och efter övertagandet mellan portföljbolagen och kontrollbolagen – denna gång för kortsiktighetsmåten.

(diff-in-diff)	Investeringar	Personalkostnad/ anställd	Cash earnings
Positivt tecken	7	8	8
Negativt tecken	7	5	3
Summa observationer	14	13	11
p-värde (för dubbelsidigt test)	1	0,5811	0,2266

Tabell 8 – Resultat för teckentest för kortsiktighetsmått, jämför skillnaden mellan portföljbolagen och kontrollbolagen efter övertagandet med skillnaden mellan portföljbolagen och kontrollbolagen innan övertagandet (diff-in-diff).

Inget av kortsiktighetsmåten har någon statistisk signifikant skillnad i diff-in-diff-testet. Både investeringar och personalkostnader är mått som PE-bolagen snabbt efter övertagandet i stor utsträckning kan påverka, varför eventuella effekter borde synas tämligen omgående. Däremot är det inte nödvändigtvis av intresse att direkt exempelvis försöka öka årets resultat. Det viktiga för PE-bolagen är att kunna sälja portföljbolagen till ett högt pris i slutet av ägarperioden. Därför kan det finnas incitament att kortsiktigt försöka påverka resultatet positivt för att på så sätt få portföljbolagen att framstå som bättre – och därmed mer värdefulla. Därav är det rimligt att anta att effekter på cash earnings snarare borde uppkomma i slutet av ägarperioden. Vi genomför därför ett teckentest på cash earnings med data för all historik vi har efter övertagandet, istället för tidigare test där vi begränsar oss till max tre perioder efteråt.

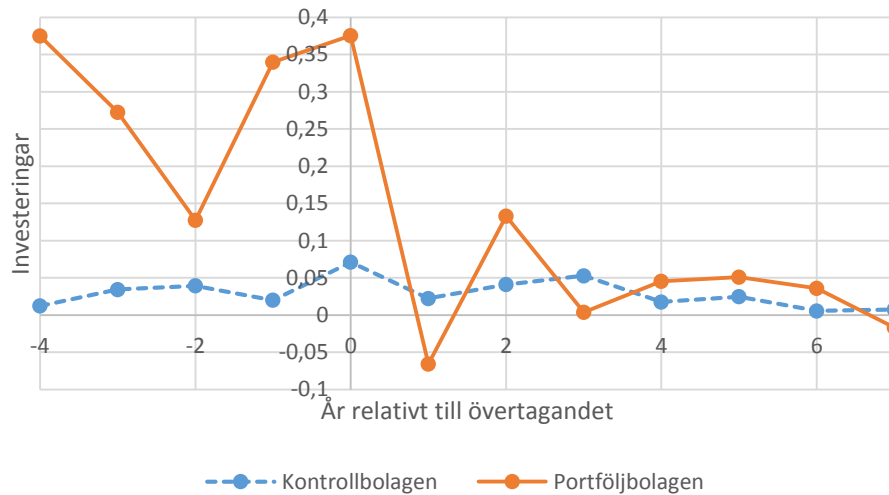
(diff-in-diff)	Cash earnings
Positivt tecken	9
Negativt tecken	2
Summa observationer	11
p-värde (för dubbelsidigt test)	0,0654

Tabell 9 - Resultat från teckentest för cash earnings, jämför skillnaden portföljbolagen och kontrollbolagen efter övertagandet med skillnaden mellan portföljbolagen och kontrollbolagen innan övertagandet (diff-in-diff). All data efter PE-övertagandet inkluderat.

Använder vi oss av all tillgänglig historik efter PE-övertagandet ser vi att resultatet blir statistiskt signifikant för cash earnings.

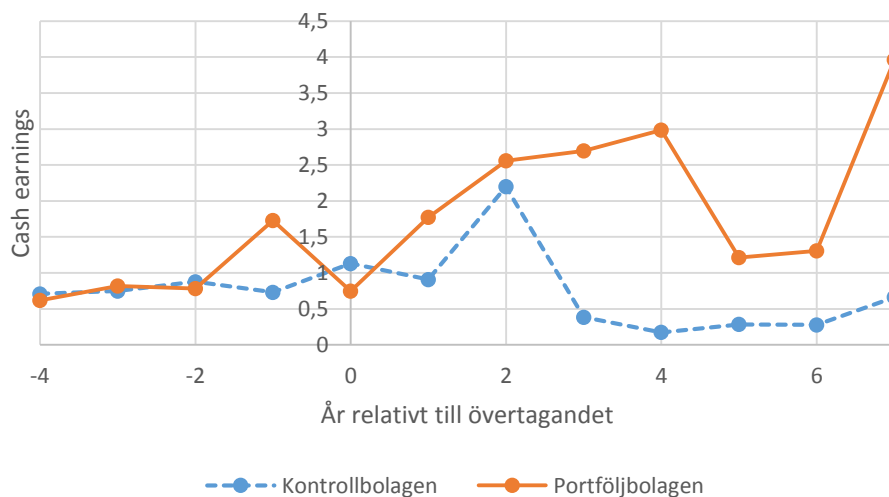
Vi hittar inte några trendskillnader för något av kortsiktighetsmåten som kan förvränga våra resultat. Däremot kan vi för investeringsmättet konstatera att trenden för medelvärdet kraftigt går

ner efter övertagandet. Med tanke på att teckentesten och trenden ger en så pass motstridig bild genomför vi Wilcoxons ranksummetest, utifall vi kan få någon indikation på att storleken på skillnaderna spelar en stor roll. Resultatet från testet visar dock att skillnaden i investeringar inte sjunker med statistisk signifikans.



Graf 4 - Trender i investeringar för portföljbolagen och kontrollbolagen

Möjligen finns det för cash earnings en svagt uppåtgående trend efter övertagandet för portföljbolagen medan trenden för kontrollbolagen är mer platt. Detta skulle dock i värsta fall leda till att vår effekt på cash earnings underskattas, och styrker därmed resultatet från teckentestet.



Graf 5 - Trender i cash earnings för portföljbolagen och kontrollbolagen

5. Analys och diskussion av resultat

Analysen av de empiriska resultaten är uppdelade i skatteplanering och kortsiktighet var för sig. Vi avslutar med en gemensam slutsats.

5.1 Analys av skatteplanering

Gällande måtten för aktuell och betald skatt kan vi utifrån resultaten inte dra några slutsatser om att portföljbolagen skulle ägna sig åt skatteplanering i någon större utsträckning jämfört med kontrollbolagen. Varken teckentest eller trender ger några indikationer på att de två grupperna nämnvärt skulle skilja sig åt.

Ökningen i räntenivån för portföljbolagen är signifikant högre i och med övertagandet jämfört med kontrollbolagen. En förklaring till detta skulle kunna vara att PE-bolagen ser till att öka skuldsättningen i och med övertagandet, vilket överensstämmer med tidigare forskning (Kaplan, Strömberg 2009). När vi testar för skuldsättning hittar vi något förvånande inte något statistiskt signifikant resultat för att skuldsättningen ökar mer för portföljbolagen än kontrollbolagen i samband med övertagandet. Den genomsnittliga skuldsättningen är något högre för portföljbolagen, både före och efter övertagandet men effekten efter övertagandet tycks inte vara tillräcklig för att förklara den kraftiga ökningen i räntenivån. Något som ändå skulle kunna förklara ökningen i räntenivån är att portföljbolagen byter från extern lånefinansiering till koncerninterna lån där räntan är högre. Detta resultat är i linje med vad Skatteverket (2012) har hittat i sin granskning av skatteplanering i välfärdssektorn. En viktig skillnad i vår studie är att vi undersöker skillnader både före och efter övertagandet medan Skatteverket endast granskar tiden efter företaget. Det innebär att vår studie bättre tar hänsyn till eventuella endogenitetsproblem.

För book-tax gap ser vi att måttet i högre utsträckning minskar för portföljbolagen jämfört med kontrollbolagen i samband med övertagandet. Måttet fångar inte upp eventuella ränteupplägg för att undvika skatt utan ger endast indikationer på andra typer av skatteplanering. Detta tyder alltså på att portföljbolagen i mindre utsträckning skulle ägna sig åt annan skatteplanering än kontrollbolagen. Med hänsyn till trenderna är effekten ännu tydligare. Denna slutsats kan möjligtvis vara något förhastad. Tidigare forskning visar att book-tax gap kan uppkomma i samband med att ett bolag genomför kraftiga investeringar (Manzon, Plesko 2002). Våra tester visar att portföljbolagen innan övertagandet investerar mer i förhållande till omsättningen än

kontrollbolagen. Slutsatsen blir därmed att vi visserligen kan säga att portföljbolagen i högre utsträckning än kontrollbolagen minskar book-tax gap. Däremot kan vi inte säga om eller hur mycket det beror på att portföljbolagen i mindre utsträckning ägnar sig åt skatteplanering och vad som eventuellt beror på investeringar innan övertagandet.

5.2 Analys av kortsiktighet

Utifrån resultatet av diff-in-diff testet rörande investeringsnivå förefaller PE-bolagens övertagande inte ha någon påverkan på portföljbolagens investeringar. Resultatet av teckentestet verkar däremot inte stämma överens med den bild som ges av trenderna för investeringarna. Medelvärdet ser ut att ligga på en betydligt högre nivå för portföljbolagen än företagen som ingår i kontrollgruppen under perioden före uppköpet. Investeringsnivån för portföljbolagen sjunker sedan kraftigt precis vid uppköpet och lägger sig därefter på ungefär samma nivå som kontrollbolagen. Detta skulle kunna betyda att vårt test, som inte tar hänsyn till differensers storlek, kan ha missat den verkliga skillnaden. Ett fåtal företag skulle exempelvis kunna minska sina investeringar drastiskt medan andra ligger kvar på ungefär samma nivå. I och med att skillnaderna verkar vara så pass stora mellan medelvärden och teckentesten kan det då vara intressant att använda oss av Wilcoxons ranksummetest som tar hänsyn till differensers storlek. Vår data följer inte alla antaganden för testen så resultaten bör tolkas mycket försiktigt, men det kan ändå ge en indikation på storlekens betydelse. Detta test visar inte heller på en signifikant skillnad oavsett om hela historiken eller enbart tre år efter används. Våra tester visar således att vi inte kan dra några slutsatser om att PE-bolagens övertagande påverkar investeringarna i portföljbolagen varken positivt eller negativt.

Värt att notera är också att portföljbolagen investerar mer än kontrollföretagen innan övertagandet. En intressant fråga är om PE-bolagen systematiskt riktar in sig på företag som investerar mycket. Baserat på tidigare forskning ser vi ett par möjliga förklaringar till varför PE-bolagen skulle beakta tidigare investeringar i valet av uppköpsobjekt. För det första skulle ökade investeringar kunna vara kopplade till framtida tillväxtmöjligheter och därmed signalera om en god framtida utveckling för bolaget (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist 2011). Den andra förklaringen skulle kunna bestå i att ett par år av tunga investeringar lägger grunden för framtida perioder där man skördar frukten av investeringarna, med större och stabilare kassaflöden som följd. Det skulle stämma överens med tidigare forskning som visar att PE-bolagen söker bolag med starka och stabila kassaflöden (Bennedsen et al. 2008).

Vi kan alltså dra slutsatsen att portföljbolagen som köps upp investerar mer än kontrollbolagen innan övertagandet, men att vi inte hittar några signifikanta resultat som ger indikationer på att skillnaden i investeringsnivå ändras efter övertagandet.

Gällande förändringar i personalkostnader per anställd verkar det inte finnas någon påverkan i samband med PE-bolagens övertagande. Varken teckentestet eller trender ger någon indikation på att det skulle finnas någon signifikant skillnad. Detta är något förvånande då tidigare forskning av Lundsten och Löfqvist (2011) fann att personalkostnader per anställd minskade för PE-ägda företag i skolsektorn efter övertagandet. Dock var denna studie begränsad till enbart skolsektorn och hade färre observationer. Studien kunde därmed inte uttala sig om huruvida resultatet var statistiskt signifikant. Vår studie visar att det inte finns några statistiskt signifikanta resultat på att personalkostnaden per anställd minskar i välfärdssektorn som helhet i samband med PE-övertagandet.

För cash earnings syns först ingen signifikant skillnad när vi genomför testet för max tre år efter övertagandet. Som måttet är konstruerat fångar det upp skillnader mellan årets resultat och kassaflöde från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital. En ökning i skillnaden signalerar att företagets resultat i mindre utsträckning bidrar till att generera kassaflöde till verksamheten. En förklaring till varför det kan uppstå stora skillnader är att företagen på olika sätt manipulerar sitt resultat, exempelvis för att visa högre resultat i en tidigare period.

Tar vi med all tillgänglig historik efter övertagandet uppvisar portföljbolagen en signifikant ökning. Testet ger således indikationer på att portföljbolagens kvalitet på resultaten försämras i större utsträckning än för kontrollbolagen efter övertagandet. Det är troligare att en effekt på cash earnings uppstår i slutet av ägarperioden snarare än i början. Anledningen är att det först i slutet finns incitament att få företaget att framstå som så välmående och bra som möjligt eftersom PE-bolagen då kan få ut ett högt pris. Resultaten tyder på att de PE-ägda företagen verkar använda sig av ”earnings management”, speciellt mot slutet av perioden, vilket är ett exempel på kortsiktigt beteende.

Däremot kan vi inte nödvändigtvis dra slutsatsen att portföljbolagen i större utsträckning utmärker sig i termer av kortsiktighet utifrån cash earnings än kontrollbolagen. Anledningen till varför resultatet kan ifrågasättas är att fler av portföljbolagen skulle kunna befinna sig närmare en stundande försäljning än kontrollbolagen. För att kunna dra mer långtgående slutsatser bör man i

framtiden studera perioder när både portföljbolagen och kontrollbolagen står inför en försäljning av sina respektive verksamheter.

5.3 Slutsats

Vi visar i vår analys av skatteplanering på att det finns fog för att anta att portföljbolagen i större utsträckning än kontrollbolagen ägnar sig åt skatteplanering i form av upplägg med höga räntenivåer som genererar avdragsgilla räntekostnader och i förlängningen minskar skatten.

Tidigare forskning och undersökningar bekräftar också denna bild.

Däremot finner vi inga indikationer på att portföljbolagen i större utsträckning skulle ägna sig åt skatteplanering i termer av aktuell och betald skattesats. För book-tax gap indikerar våra resultat först att portföljbolagen i *mindre* utsträckning skulle ägna sig åt andra former av skatteplanering än ränteupplägg. Faktumet att portföljbolagen uppvisar högre investeringar innan övertagandet gör dock att vi inte kan dra några säkra slutsatser om att portföljbolagen i mindre utsträckning ägnar sig åt annan skatteplanering.

Sammantaget leder våra slutsatser oss till att svaret på vår forskningsfråga, i vilken utsträckning portföljbolagen skiljer sig från andra privata aktörer i termer av skatteplanering inom välfärdssektorn, är att portföljbolagen utmärker sig gällande ränteupplägg men inte på andra sätt, möjligen något mindre i termer av annan skatteplanering.

I vår analys av kortsiktighet visar vi att det saknas resultat för att kunna säga att portföljbolagen agerar mer kortsiktigt i termer av investeringar och personalkostnad per anställd efter övertagandet jämfört med kontrollbolagen. Vi finner indikationer på att portföljbolagen i termer av cash earnings verkar agera kortsiktigt. Då det kan finnas skillnader i hur nära portföljbolagen och kontrollbolagen står en försäljning kan vi inte dra slutsatsen att portföljbolagen nödvändigtvis är mer kortsiktiga. Sammantaget blir svaret på vår forskningsfråga, i vilken utsträckning portföljbolagen skiljer sig från andra privata aktörer inom välfärdssektorn i termer av kortsiktighet, att vi inte kan säga att portföljbolagen skiljer sig nämnvärt.

6. Kritiska reflektioner och diskussion kring framtida forskning

Genom att ifrågasätta och kritiskt reflektera kring våra resultat och slutsatser hoppas vi kunna ge läsaren en mer nyanserad bild av vår studie, samt tips på hur den kan tolkas och användas i fortsättningen.

6.1 Kritiska reflektioner

Studiens reliabilitet, det vill säga möjligheten att upprepa denna studie med samma resultat, anses god då vi noga redogör för vilka databaser informationen hämtats ifrån samt definitioner på finansiella mått. Ett potentiellt osäkerhetsmoment är att vi manuellt producerat siffrorna som ligger till grund för våra finansiella mått. Vi bedömer ändå att eventuella fel blir mindre enligt denna metod än om man förlitar sig på de siffror som Retriever automatiskt genererar.

I termer av validitet, det vill säga om vi med våra mått och tester faktiskt mäter det vi avser, kan diskuteras. Framförallt kan begreppen skatteplanering och kortsiktighet definieras och mätas på en rad olika sätt. Vi bedömer att vi utifrån den finansiella informationen som finns tillgänglig ändå tagit fram relevanta finansiella mått som är kopplad till dessa två begrepp och som samtidigt har använts i tidigare forskning och i praktiken.

Något som ändå kan generera störande effekter på måtten är faktumet att framförallt portföljbolagen i samband med övertagandet ofta byter moderbolag och även förändrar räkenskapsåret på olika sätt. Detta gör att historiken blir mer svåröverskådlig och osäkrare. Med tanke på att välfärdsbranschen ändå är stabilare än många andra branscher bedömer vi att förändringar av räkenskapsåren endast har marginella effekter. Förklaringen till frekventa byten av räkenskapsår kan vara att det innebär skattemässiga fördelar (Skatteverket 2012).

En annan viktig fråga är i vilken mån våra slutsatser och svar kan anses generella. Med tanke på att antalet portföljbolag och kontrollbolag i vår studie är relativt få (om än stora) finns det risk för att urvalet inte är fullt ut representativt. Enskilda observationer får stor påverkan på signifikansnivån på teckentesten. Samtidigt fångar vi inte upp hur *stora* skillnaderna mellan portfölj- och kontrollbolagen är. Det är inte heller säkert att våra slutsatser gäller för andra branscher än välfärden. Granskningen av företagen inom sektorn har varit stor både från media och myndigheternas håll. Därför skulle välfärdssektorn kunna vara förknippade med större kostnader om man ägnar sig åt skatteplanering och kortsiktighet än andra branscher eftersom sannolikheten att det upptäcks och får stor uppmärksamhet ökar i och med att granskningen är mer utbredd.

6.2 Diskussion kring framtida forskning

Avslutningsvis följer här några förslag på intressant framtida forskning som kan komplettera och utvidga vår studie.

För det första vore det intressant att studera hela PE-bolagens ägarperiod. Vår studie kan med fördel göras om när det skett ett större antal vidareförsäljningar då man kan mäta effekterna under hela ägandet. Speciellt intressant är det för cash earnings som troligen uppkommer mot slutet av ägandeperioden. Med tanke på att ny lagstiftning trädde i kraft 1 januari 2013 som begränsar möjligheten till ränteavdrag på internlån vore det intressant att studera vad detta kan tänkas få för effekter.

Det vore även intressant att utvärdera skatteplaneringen och kortsiktighetsbegreppen utifrån andra mått än de vi använt. Exempelvis skulle utformningen av incitamentsystem och närmare studier av ägarstyrningen kunna bidra till att fånga ytterligare aspekter av begreppen.

Vi noterade något förvånande att portföljbolagen utmärker sig i termer av högre investeringar innan övertagandet. Detta kan vara en parameter som PE-bolagen beaktar och som kan hjälpa till att förklara deras val av investeringsobjekt.

Slutligen vore det intressant att studera om PE-bolagen i termer av skatteplanering och kortsiktighet agerar annorlunda i just välfärdsbranschen än i andra sektorer där allmänintresset kanske är lägre och granskningen mindre.

Referenser

- Acharya, V., Gottschlag, O., Hahn, M. & Kehoe, C. 2011, "Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity", *Working paper*, [Online], , pp. 2014-04-30. Available from: http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/20110702_text_clean_final_og.pdf. [2014-04-30].
- Arfwidsson, J. & Westerberg, J. 2012, *Profit Seeking and the quality of eldercare: An empirical study of private equity's impact on the Swedish eldercare market: implications for financial performance and quality of care.*, Stockholm School of Economics.
- Asker, J., Farre-Mensa, J. & Ljungqvist, A. 2011, *Comparing The Investment Behavior Of Public And Private Firms*, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, USA.
- Badertscher, B., Katz, S. & Olhoft Rego, S. 2010, *The Impact of Private Equity Ownership on Portfolio Firms' Corporate Tax Planning*, Working paper edn, Harvard Business School, Cambridge, MA, USA.
- Bennedsen, M., Thomsen, S., Nielsen, S.B., Bundgaard, J., Nielsen, K. & Poulsen, T. 2008, *Private Equity i Danmark*, Centre for Economic and Business Research.
- Bergström, C., Grubb, M. & Jonsson, S. 2007, "The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation", *Journal Of Private Equity*, vol. 11, no. 1, pp. 22-39.
- Bursell, J. 2012, *Staten och riskkapitalet*, 2012-04-27 edn, Svenska Dagbladet.
- Cao, J. & Lerner, J. 2009, "The performance of reverse leveraged buyouts", *Journal of Financial Economics*, vol. 91, no. 2, pp. 139-157.
- Dahlberg, J. 2014, 2014-02-24-last update, *Ny lag ratar riskkapital i friskolor* [Homepage of Svenska Dagbladet], [Online]. Available: http://www.svd.se/naringsliv/ny-lag-stoppar-riskkapital-i-friskolor_8408552.svd [2014, 2014-03-23].
- EVCA 2012, *Yearbook 2012: Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe*, EVCA, Brussels.
- Graham, J. & Tucker, A. 2006, "Tax shelters and corporate debt policy", *Journal of Financial Economics*, vol. 81, no. 3, pp. 563-594.
- Hedelius, P. 2014, 2014-02-25-last update, *Skatteverket skrämmer bort riskkapitalister* [Homepage of Svenska Dagbladet], [Online]. Available:

http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/sverige/skatteverket-skrammer-bort-riskkapitalister_8702614.svd [2014, 2014-03-23].

Hökerberg, J. & Tottmar, M. 2012, *Så granskade vi Carema*, 2012-05-15 edn, Dagens Nyheter.

Isacson, T. 2013, *Riskkapitalister förringar vikten av långsiktighet*, 2013-11-14 edn, Svenska Dagbladet.

Jensen, M. 1989, "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, vol. 67, no. 5, pp. 61-74.

Jordahl, H., Dahlberg, M., Elinder, M., Isaksson, D., Lindbom, A., Lundqvist, H., Winblad, U. & Öhrvall, R. 2013, *Välfärdstjänster i privat regi: framväxt och drivkrafter*, 1st edn, SNS Förlag, Stockholm.

Kaplan, S. 1989a, "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, vol. 24, no. 2, pp. 217-254.

Kaplan, S. 1989b, "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value", *Journal Of Finance*, vol. 44, no. 3, pp. 611-632.

Kaplan, S. & Strömberg, P. 2009, "Leveraged Buyouts and Private Equity", *Journal Of Economic Perspectives*, vol. 23, no. 1, pp. 121-146.

Karlsson, M. & Lilja, P. 2012, *Private equity ownership in Sweden's primary care sector and its impact on healthcare quality and financial performance*, Copenhagen Business School.

Lerner, J., Sorensen, M. & Strömberg, P. 2011, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", *The Journal of Finance*, vol. 66, no. 2, pp. 445-477.

Lundsten, L. & Löfqvist, M. 2011, *The Impact of Private Equity in the Swedish Independent School Sector*, Stockholm School of Economics.

Manzon, G. & Plesko, G. 2002, "The relation between financial and tax reporting measures of income", *Tax Law Review*, vol. 55, no. 2, pp. 175-214.

Meggison, W.L. & Netter, J.M. 2001, "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal Of Economic Literature*, vol. 39, no. 2, pp. 321.

Ohly, L. 2010, *Släng ut välfärdens fiender*, 2010-09-10 edn, Svenska Dagbladet.

Olsson, E. & Jakobsson, J. 2014, 2014-02-07-last update, *Räntesnurror trollar bort miljarder* [Homepage of Svenska Dagbladet], [Online]. Available: http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/sverige/rantesnurror-trollar-bort-miljarder_7113497.svd [2014, 2014-03-23].

- Schilt, H. & Perler, J. 2010, "Part Three: Cash Flow Shenanigan" in *Financial Shenanigans: How To Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports*, 3rd edn, McGraw-Hill, USA, pp. 189-193.
- Skatteverket 2014, *Skatteplanering med ränteavdrag i företagssektorn: Externa lån och nya metoder för kringgåenden av 2009 års lagstiftning*, Skatteverket, Solna.
- Skatteverket 2012, *Slutrapport - Skatteplanering i företag inom välfärdssektorn*, Skatteverket, Solna.
- TT 2013, 2013-11-10-last update, *FP: Inga riskkapitalbolag i vården* [Homepage of Dagens Nyheter], [Online]. Available: <http://www.dn.se/nyheter/politik/fp-inga-riskkapitalbolag-i-varden/> [2014, 2014-03-23].
- TT 2012, *Sjöstedt: Riskkapitalbolag ska bort*, 2012-08-19 edn, Svenska Dagbladet.
- Wilson, R. 2009, "An examination of corporate tax shelter participants", *The Accounting review*, vol. 84, no. 3, pp. 969-999.

Appendix

Par	Ägandetyyp	Bolag	Private Equity ägare	Verksamhet	Antal Anställda	Omsättning(Tkr)
1	PE	Carema	Triton och KKR	Omsorg och vård	4 353	2 473 200
	Kontroll	HSB omsorg		Omsorg och vård	270	115 912
2	PE	Capio	Apax och Nordic Capital	Vård och omsorg	12 288	11 371 000
	Kontroll	Praktikertjänst		Tandläkarverksamhet och primärvård	14 775	8 875 893
3	PE	Attendo	Bridgepoint, senare	Omsorg	3 740	1 871 016
	Kontroll	Förenade Care	IK Investment Partners	Omsorg	1 011	459 541
4	PE	Smileco Group *	Scope Capital Advisory	Tandläkarverksamhet	19	19 784
	Kontroll	Tandgruppen Kungsbacka *		Tandläkarverksamhet	26	24 057
5	PE	Team Olivia (då Avacado AB)	Procuritas	Omsorg	525	177 000
	Kontroll	Omsorgshuset i Stockholm AB		Omsorg	365	92 853
6	PE	Theducation	Skaditek/Bure Equity	Gymnasium och Vuxenutbildningar	186	75 921
	Kontroll	Thorengruppen		Förskolor	45	20 774
7	PE	John Bauer ^	Axcel Industriinvestor	Gymnasium och Vuxenutbildningar	930	980 580
	Kontroll	Jensen ^		Gymnasium, för- och grundskola och vuxenutbildningar	177	269 300
8	PE	Pysslingen ^	Polaris Management	Förskolor och skolor	1 525	822 357
	Kontroll	Inspira (GeMin AB) ^		Förskolor och skolor	353	145 900
9	PE	Baggium	FSN Capital	Gymnasium	742	566 662
	Kontroll	Kunskapsskolan		Grund- och gymnasieskolor	776	706 677
10	PE	H.F Oral Care (Herbst & Forsell Holding AB)	Procuritas	Tandläkarverksamhet	75	72 473
	Kontroll	City Dental		Tandläkarverksamhet	75	79 441
11	PE	Yrkesakademin	Fagerberg & Dellby	Gymnasium och Vuxenutbildningar	243	299 200
	Kontroll	Utvecklingspedagogik (Jan-Åke Ahlström AB)		Särskolor, skolinternat och fritidsverksamhet	149	123 200
12	PE	Academediä ^	EQT	Gymnasium, grundskola, förskola	2 475	1 231 708
	Kontroll	Internationella Engelska Skolan ^		Grund- och gymnasieskolor	548	249 613
13	PE	Miroi ^	Via Venture Partners	Vuxen- och arbetsmarknadsutbildningar	301	43 974
	Kontroll	Hermöds ^		Vuxenutbildningar och gymnasium	98	55 320
14	PE	PPS Power Planning System ^	The Riverside Company	Gymnasium och grundskolor	411	338 474
	Kontroll	Frida Utbildning ^		Gymnasium, förskola, grundskola	244	169 200

Tabell 10 - detaljerad sammanställning av portföljbolagen respektive kontrollbolagen.

* - endast två jämförelseperioder innan övertagandet

^ - endast två jämförelseperioder efter övertagandet