

HANDELSHÖGSKOLAN I STOCKHOLM
Institutionen för Redovisning och Rättsvetenskap
Examensarbete

PRIVATE EQUITY FÖRETAGENS STYRNING AV SINA PORTFÖLJBOLAG

- Två fallstudier av relationen mellan private equity företag och portföljbolag.

FÖRFATTARE

Anna Göransson, 19516

Ann Keisu, 19899

HANDLEDARE

Mats Glader

FRAMLÄGGNING

7 juni 2007, kl. 10-12, sal 343

Abstract

The purpose of this thesis is to examine and analyze the characteristics of the management control system private equity firms use to manage their portfolio companies. The thesis takes a share holder value perspective, and it is assumed that the goal of the management control system is to increase the shareholder value in the portfolio company.

In a qualitative study two private equity firms and two portfolio companies, one for each private equity firm, were studied in detail. In total, nine in depth interviews were completed.

The results from this study suggest that the characteristics of the control system are dependent on the surrounding context; the focus on shareholder value and the specific characteristics of the private equity industry shape the characteristics of the management control system. Moreover, the ownership structure creates agent-principal problems that in turn are negatively affected by the focus on the shareholder value and the specific characteristics of the private equity industry.

In total, this study has identified seven groups of characteristics of the management control system: *focus on increasing shareholder value, clear allocation of roles, top-down control, management by deviation, extensive reports and close contact, monetary rewards system, and trust as a result of the formal control system.*

Sammanfattning

Denna uppsats syftar till att undersöka och analysera vad som karakteriserar private equity företagens styrning av sina portföljbolag. Befintliga studier av private equity företagen har främst behandlat företagens bidrag till ekonomisk tillväxt, samt hur agent-principal problematiken mellan private equity företaget och dess portföljbolag kan överbryggas. Hur private equity företagen styr sina portföljbolag är emellertid inte lika belyst.

Uppsatsen tar ett aktieägarperspektiv på styrningen och utgår ifrån att målet med styrningen är att öka avkastningen till investerarna, det vill säga öka aktieägarvärdet. Uppsatsen är baserad på fallstudier av två private equity företag samt två portföljbolag, ett på respektive private equity företag. På private equity företagen har två investeringsansvariga intervjuats och på portföljbolagen har VD, samt minst en person till ur den högsta ledningen deltagit i den empiriska studien. I uppsatsen presenteras ett omfattande empiriskt material för respektive private equity företag och dess portföljbolag. Empirin är strukturerad utifrån ett teoretiskt ramverk som innefattar *övergripande mål, strategier och planer, målsättningar och standard, belöningar samt feedback*. För en närmare överblick över uppsatsens delar finns en disposition att tillgå på sidan fyra.

Resultatet av studien visar att styrningens karakteristika formas av den kontext som private equity branschen verkar inom: Då private equity branschens finansiärer vill ha maximal avkastning på sina investeringar genomsyras styrningen av fokus på ökat aktieägarvärde. Vidare har ett fåtal branschkarakteristika visat sig ha stor påverkan på styrningen. Dessa utgörs av att; de investeringsansvariga på private equity företagen är relativt få, att de anställda på private equity företagen är generalister, samt att private equity företagens investeringshorisont är kort. Slutligen uppstår till följd av branschens ägarstruktur agent-principal problem. Resultatet av studien visar att det stora fokus som finns på ökat aktieägarvärde, samt de nämnda branschkarakteristika spår på detta problem.

De karakteristika som i studien identifierats för private equity företagens styrning av sina portföljbolag har delats upp i sju grupper: Private equity företagen tillämpar en styrning som karakteriseras av ett *fokus på aktieägarvärdet*, vilket syns i utformandet av portföljbolagens mål och strategier, samt i den indirekta identifieringen av värdedrivare. Styrningen karakteriseras även av en *tydlig rollfördelning* mellan de ansvariga på private equity företagen och ledningen i portföljbolaget, där private equity företagen agerar som katalysatorer till förändring, medan ledningen i respektive portföljbolag innehar den verkställande rollen. Vidare karakteriseras styrningen av en *toppstyrning* av portföljbolagen där private equity företagens kontakt med portföljbolagen nästan uteslutande sker med den översta ledningen. Private equity företagens fokus är även på de mått som mäter de högre operationella delarna i bolagen. Vidare visar studien att styrningen karakteriseras av *styrning efter avvikelser* på så sätt att mått på bolagets lägre operationella delar, används för att förklara upphov till avvikelser mellan utfall och uppsatta mål. Styrningen karakteriseras även av en *tät kontakt och utförlig rapportering* med portföljbolagen, samt användandet av *transparenta monetära belöningsystem* i form av ledningens delägarskap och bonussystem. Slutligen karakteriseras styrningen av *tillit*. Det har i denna studie visat sig att den formella styrningen kan främja tilliten mellan parterna, samt att rätt nivå på den formella styrningen bör återfinnas för att maximera tilliten mellan dem.

Förord

För att genomföra denna uppsats har vi fått stöd och hjälp av en rad personer som har varit ovärderligt. Vi vill därför ta tillfället i akt att tacka dessa personer för deras insatser under vårt arbete.

I första hand vill vi tacka vår handledare, Mats Glader, för excellent handledning och vägledning i form av inspirerande och strukturerande diskussioner, samt allmänt stöd och uppmuntran.

Vi vill även rikta ett stort tack till alla de personer på ABN Amro Capital Norden, Saunatec, Procuritas och Ariterm som tagit sig tid till att medverka i intervjuer och delat med sig av information till oss. Ett särskilt tack vill vi rikta till Johan Conradsson på ABN Amro Capital Norden och Mattias Olson på Procuritas, som möjliggjort att vi fått kontakt med de övriga intervjuade och som delat med sig av information och handlingar.

Vi har i detta arbete gjort vårt yttersta för att bidra till ökad kunskap om hur private equity företagens styrning ser ut och för att förmedla de kunskaper och erfarenheter som de intervjuade besitter.

Slutligen går ett tack till Eva Göransson, Kjell Keisu och Niklas Ringby för korrekturläsning och goda synpunkter.

Vi önskar en trevlig och intressant läsning!

Anna Göransson & Ann Keisu

Stockholm, maj 2007

Innehållsförteckning

1. Inledning	- 1 -
1.1 Bakgrund	- 2 -
1.2 Syfte.....	- 2 -
1.3 Avgränsningar	- 2 -
1.4 Definition av styrning	- 3 -
1.5 Disposition.....	- 4 -
2. Metod	- 5 -
2.1 Syn på kunskap	- 5 -
2.2 Undersökningsmetodik	- 5 -
2.3 Kopplingen mellan metod och teori.....	- 6 -
2.4 Litteraturstudie	- 7 -
2.5 Empiriskt material	- 8 -
2.5.1 Val av företag.....	- 8 -
2.5.2 Val av respondenter	- 9 -
2.6 Genomförandet av intervjuerna	- 10 -
2.7 Bearbetning av empiriskt material.....	- 11 -
2.8 Reliabilitet och validitet.....	- 11 -
3. Private equity branschen	- 13 -
3.1 Definition av private equity.....	- 13 -
3.2 Private equity företagens struktur	- 13 -
3.3 Mått på aktieägarvärde	- 15 -
4. Teoretisk referensram	- 16 -
4.1 Agent-principal teorin	- 16 -
4.2 Aktieägarvärde.....	- 17 -
4.3 Value based management	- 17 -
4.3.1 Organisationens mål.....	- 18 -
4.3.2 Strategier och organisationsstruktur.....	- 19 -
4.3.3 Identifiering av värdedrivare	- 19 -
4.3.4 Handlingsplaner, prestationsmått och mål	- 19 -
4.3.5 Utvärdering och revidering av mål och strategier	- 20 -
4.4 Otleys ramverk för styrning – ett mätinstrument.....	- 20 -
4.4.1 Övergripande mål.....	- 20 -
4.4.2 Strategier och planer	- 21 -
4.4.3 Målsättning och standard	- 21 -
4.4.4 Belöningar.....	- 21 -
4.4.5 Feedback	- 22 -

5. Empiri.....	- 23 -
5.1 ABN Amro Capital Norden.....	- 23 -
5.1.1 Saunatec	- 24 -
5.1.2 Övergripande mål.....	- 26 -
5.1.3 Strategier och planer	- 26 -
5.1.4 Målsättning och standard	- 28 -
5.1.5 Belöningar.....	- 31 -
5.1.6 Feedback	- 32 -
5.2 Procuritas Partners KB	- 35 -
5.2.1 Ariterm.....	- 36 -
5.2.2 Övergripande mål.....	- 37 -
5.2.3 Strategier och planer	- 38 -
5.2.4 Målsättning och standard	- 40 -
5.2.5 Belöningar.....	- 43 -
5.2.6 Feedback	- 44 -
5.3 Sammanfattning av empirin.....	- 47 -
5.3.1 Skillnader mellan Capital Norden och Procuritas	- 47 -
5.3.2 Övergripande mål.....	- 47 -
5.3.3 Strategier och planer	- 47 -
5.3.4 Målsättning och standard	- 48 -
5.3.5 Belöningar.....	- 49 -
5.3.6 Feedback	- 49 -
6. Analys	- 51 -
6.1 Mål.....	- 51 -
6.1.1 Övergripande mål.....	- 51 -
6.1.2 Specifika mål	- 51 -
6.2 Strategier och organisationsstruktur	- 52 -
6.2.1 Framtagningsprocessen	- 52 -
6.2.2 Typ av strategier.....	- 52 -
6.2.3 Exekvering av strategierna.....	- 53 -
6.2.4 Organisationsstruktur	- 54 -
6.3 Värddrivare	- 54 -
6.4 Handlingsplaner, prestationsmått och målnivåer	- 55 -
6.4.1 Handlingsplaner	- 55 -
6.4.2 Övergripande mått.....	- 55 -
6.4.3 Bakomliggande mått	- 56 -
6.4.4 Avvikelser från utfall och förväntningar	- 57 -
6.5 Uppföljning och Revidering	- 58 -
6.5.1 Månadsrapportens innehåll	- 58 -
6.5.2 Revidering av strategiska planer	- 59 -
6.6 Belöningsystem och incitament	- 60 -
6.6.1 Ledningens delägarskap	- 60 -
6.6.2 Bonussystem	- 60 -
6.6.3 Ickemonetära incitament	- 61 -
6.7 Tillit – en grundsten i relationen.....	- 61 -
6.7.1 Tillit ett resultat av den formella styrningen	- 62 -

7.	<i>Sammanfattande analys</i>	- 64 -
7.1	Branschens karakteristika	- 64 -
7.2	Målet att skapa aktieägarvärde	- 64 -
7.3	Agent-principal problem	- 64 -
7.4	Styrningens karakteristika	- 65 -
7.4.1	Fokus på aktieägarvärdet.....	- 66 -
7.4.2	Tydlig rollfördelning	- 66 -
7.4.3	Toppstyrning	- 67 -
7.4.4	Styrning efter avvikelser	- 67 -
7.4.5	Tät kontakt och utförlig rapportering	- 67 -
7.4.6	Transparenta monetära incitamentssystem.....	- 68 -
7.4.7	Tillit – ett resultat av den formella styrningen	- 68 -
8.	<i>Slutsats</i>	- 69 -
9.	<i>Diskussion</i>	- 71 -
9.1	Generaliserbarhet	- 71 -
9.1.1	Svagheter.....	- 71 -
9.1.2	Styrkor	- 72 -
9.2	Förslag till framtida forskning	- 72 -

1. Inledning

Riskkapital är investeringar i form av eget kapital i noterade eller onoterade bolag (Riksbanken, 2005). Riskkapitalbolag har funnits i Sverige sedan slutet av 1980 talet, men det är framför allt under senare år som de har kommit att bli en mer betydelsefull aktör (Sjätte AP Fondens hemsida). Mätt som andel av BNP är den svenska riskkapitalmarknaden näst störst i Europa (Sjätte AP Fondens hemsida). En i media omdiskuterad del av riskkapitalbranschen är private equity företagen. Med affärsidén att tillföra expertis och kompetens, samt binda upp kapital för omstrukturering av de bolag de investerar i, så kallade portföljbolag, har private equity företagen skapat en lönsam nisch vid sidan av värdepappersmarknaderna och kreditgivning via kreditinstitut. Denna nisch karakteriseras av att ägarna tydligt finns i fokus, samt att målet med verksamheten är att öka aktieägarvärdet i portföljbolaget (Riksbanken, 2005). Med avkastningsprestationer som ständigt överträffar europeiska såväl som amerikanska fonder, blir private equity bolagen ett alltmer konkurrenskraftigt investeringsalternativ för finansiella investerare (SVCA, 2006-2007)¹. Idag finns enligt Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) drygt 115 private equity företag i Sverige med strax under 220 miljarder kronor till sitt förfogande (SVCAs hemsida). Sammanlagt är dessa private equity företag ägare i 1200 bolag och sysselsätter totalt sett 150 tusen personer i Sverige, vilket motsvarar sju procent av alla Sveriges privatanställda (SVCAs hemsida). En gemensam studie av Verket för Näringslivsutveckling (NUTEK) och SVCA visar att under perioden 2001 till 2006 har riskkapitalbolagens portföljbolag vuxit med 21 procent i omsättning, jämfört med endast 1,5 procent för samtliga aktiva bolag i Sverige (SVCA, 2006-2007)². Även den genomsnittliga tillväxten i antalet anställda är högre för dessa portföljbolag (SVCA, 2006-2007)³. Portföljbolagen är således en liten grupp företag som får stor betydelse för Sveriges totala tillväxt (NUTEK, 2005).

I takt med att private equity företagens aktivitet ökar, växer debatten kring deras metoder och tillvägagångssätt. Kritik riktas mot private equity företagens förhållandevis korta investeringshorisont, samt mot delägarnas många gånger höga avkastningar och skattereducerande kapitalallokeringar till utlandet (Aronsson, 2007; Bergin, 2007; Carlbom, 2007). Vidare har intresset för de bakomliggande anledningarna till private equity branschens förmåga att skapa ett ökat aktieägarvärde tilltagit markant. Inom media ges förklaringar som att en ovanlig form av arbetsro kan erhållas i private equity ägda bolag. Anledningen är att dessa inte i samma utsträckning som noterade bolag befinner sig under medial bevakning och ständig press från investerarnas krav på rapporter (Isaksson, 2005). Andra finner motiveringar i form av att private equity företagens aktiva ägande möjliggör en styrningsmetodik som underlättar snabba beslutsprocesser i portföljbolagen (Isaksson, 2005; Sundén, 2007). Det är således tydligt att private equity företagen, i allt större uträkning, börjar uppmärksammas av både investerare och media.

¹ Se SVCA referens "Riskkapitalets värdekedja- från affärsänglar till buyout-fonder".

² Se SVCA referens "Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige".

³ Se SVCA referens "Riskkapitalets värdekedja- från affärsänglar till buyout-fonder".

1.1 Bakgrund

Private equity företagens frammarsch har även börjat fånga den akademiska världens intresse. Befintliga studier av private equity företagen och deras nisch behandlar företagens bidrag till ekonomisk tillväxt (Golis; 2002; McCahery & Renneboog, 2003), samt hur agent-principal problematiken mellan entreprenören och riskkapitalbolaget skall överbryggas (Hellman, 1998). Hur private equity företagen styr sina portföljbolag, är emellertid inte lika kartlagt. Det finns idag en uppsjö av forskning inom området styrning och antalet styrningsdefinitioner och metoder är stort. Oss veterligen fokuserar den största delen av denna forskning emellertid inte explicit på att studera den styrning som private equity företagen implementerar i sina portföljbolag. Då kartläggningen av private equity företagens styrning av sina portföljbolag inte är utförlig, ter sig en studie av denna vara av stort intresse. Att det är ett intressant område att studera, följer även av att styrningen troligtvis skiljer sig åt från den styrning som finns i andra typer av ägarkonstellationer. Bland annat menar Hellman & Puri (2002) att då riskkapitalbolag är mer involverade och aktiva i sina investeringar än traditionella institutionella ägare, bör detta aktiva ägarskap avspeglade sig i de styrmetoder som private equity företagen använder för att manövrera sina portföljbolag. Vidare ter sig en studie av hur private equity företagen styr sina portföljbolag intressant att göra då deras aktivitet markant ökar (SVCAs hemsida).

1.2 Syfte

Syftet med studien är att undersöka och analysera den styrning som private equity företagen använder i sina portföljbolag. Vår avsikt är att i detalj utreda vad som karakteriserar denna styrning. Den frågeställning studien strävar efter att besvara är således:

Vad karakteriserar private equity företagens styrning av sina portföljbolag?

Inom ramen för denna frågeställning avser vi även att försöka identifiera bakomliggande faktorer som kan förklara styrningens utformning.

1.3 Avgränsningar

Studiens frågeställning är formulerad i relativt vida termer och för att kunna genomföra studien i praktiken har därför följande avgränsningar gjorts:

- Den styrning vi ämnar undersöka är den mer formella, således kommer inte den informella styrningen att explicit undersökas i denna uppsats.
- Studien är genomförd på private equity företag och portföljbolag belägna i Norden.
- Studien avser private equity företag som genomför så kallade management buy-outs, det vill säga investeringar i bolag som är mer mogna och etablerade och där företagsledningen också investerar i bolaget. Därmed inkluderar denna studie inte private equity företag som investerar i sådd- och uppstartsfaserna av bolagens verksamhet, såsom venture capital företag eller så kallat änglakapital.

- Studien har vidare begränsats till private equity bolag som genomför den typ av management buy-out som benämns leveraged buy-out (LBO)⁴.
- De medverkande portföljbolagen är uppköpta under 2004 – 2006. Skälet till att vi inte gått längre tillbaka i tiden är att private equity företagen i genomsnitt inte innehar sina investeringar under mer än 3-7 år.
- Studien fokuserar på hur styrningen uppfattas av investeringsansvariga på private equity företagen, samt av nyckelpersoner i ledande befattningar på portföljbolagen. Därmed omfattar studien inte hur mellanchefer och anställda längre ner i portföljbolagens organisationer upplever styrningen.

1.4 Definition av styrning

Nedan ges den definition av styrning som uppsatsen använder. Att definitionen ges redan här beror på att den har stor betydelse för valet av metod, samt för läsarens fortsatta förståelse.

Styrning är ett begrepp som genom tiderna definierats på en rad olika sätt och en universell definition av begreppet saknas (Emmanuel et al, 1994). Flamholtz et al (1985) menar att ekonomistyrning är en process för att påverka individers beteende. Enligt Anthonys (1965) klassiska definition av taktisk styrning, skall ledningen se till så att företaget säkrar och använder sina tillgångar på ett effektivt sätt och i enlighet med organisationens mål. Då denna definition tar avstamp i den finansiella styrningen i företaget, kom denna att begränsa efterföljande forskning, vilken till stor del fokuserat på redovisningsbaserad styrning (Langfield-Smith, 1997). På senare tid har de finansiellt orienterade definitionerna av ekonomistyrning kritiserats som för snäva (Hellman & Lind, 2004). Bredare definitioner av begreppet ekonomistyrning har därför föreslagits. Dessa mer omfattande definitioner innefattar vid sidan av den finansiella styrningen, även belöningar, kultur, organisationsstruktur och feedback (Otley, 1999).

Då vi anser att enbart finansiell styrning inte täcker in det breda urval av styrmedel private equity företagen har till sitt förfogande, tar denna uppsats avstamp i Otleys (1999) bredare definition av ekonomisk styrning, vilken fokuserar på fem centrala områden: *övergripande mål, strategier och planer, målsättningar och standard, belöningar respektive feedback.*

⁴ Vid en LBO belånas det förvärvade företags tillgångar. Kassaflödet i portföljbolaget används sedan för räntebetalningar och amorteringar. Private equity företags finansiella struktur för uppköpet av företags tillgångar är således oberoende av bolagets tidigare kapitalstruktur, dvs. kapitalstrukturen omstruktureras (Riksbanken, 2005). LBO ger två finansiella fördelar: 1) Finansiell hävstång: Genom att öka skulderna kan företaget minska kapitalkostnaden och därmed öka värdet på företaget. Detta kommer sig av att det normalt är billigare att låna kapital därför att långgivarens risk är lägre. All avkastning utöver räntekostnaden går till investerarna i private equity fonden. 2) Lånen bildar en skattesköld: Räntekostnader är avdragsgilla före skatt, vilket gör att lånen genererar en skattesköld som ökar värdet på företaget för aktieägarna. Hade samma räntebetalningar istället tillhört aktieägarna hade en skatt på detta kassaflöde dragits av innan det kom aktieägarna till handa. (För vidare förklaring se Koller et al, 2005.)

1.5 Disposition

Nedan presenteras en disposition över uppsatsens resterande delar. Här återges även den återstående struktur som uppsatsen följer. Syftet med dispositionen är dels att underlätta det fortsatta läsandet, dels att möjliggöra för den enskilde läsaren att fokusera på de delar som denne finner vara mest relevanta och intressanta.

- Den återstående uppsatsen inleds med ett metodkapitel. Denna del beskriver vårt val av företag och intervjuobjekt, samt vårt tillvägagångssätt för datainsamling. Här återges även kopplingen mellan teori och metod i uppsatsen. Metoden avslutas med en diskussion kring reliabilitet och validitet.
- Efterföljande kapitel behandlar private equity industrin. Detta ämnar att förse läsaren med en grundläggande definition av begreppet private equity, samt en förståelse för hur private equity företagen och dess fonder är strukturerade.
- Efter beskrivningen av private equity industrin presenteras den teoretiska referensramen, med avsikt att ge läsaren en inblick i den teoribildning som vi utgått från i denna uppsats. Teorin ger en överblick över den problematik som kan uppkomma mellan ägare och företagsledning och en grundläggande förståelse för det aktieägarfokus som styr många organisationer idag. Vidare presenterar teorin ett teoretiskt ramverk för styrning fokuserat på att skapa aktieägarvärde. Slutligen presenteras det mätinstrument som används i den teoretiska studien, samt för att strukturera empirin.
- Efter den teoretiska referensramen följer empirikapitlet där den återgivna empirin är uppdelad dels på studieobjekt, dels efter de ingående delarna i det ekonomistyrningssystem som presenteras i det teoretiska avsnittet. Sist i empiriavsnittet sammanfattas den empiriska informationen horisontellt över de båda studieobjekten, uppdelat på samma rubriker som innan. Dessa delar kan läsas fristående och ger en övergripande bild över bolagens egna perspektiv på styrningen.
- Efter empirin följer analysen. Här analyseras styrningen horisontellt över de båda studieobjekten, komponent för komponent, i enlighet med det teoretiska ramverket.
- Efter analysen följer en sammanfattande analys, där ett försök till en mer integrerad tolkning görs. Denna har för avsikt att sammanlänka de olika delarna som analyserats fram i analysen samt gör en tydligare distinktion mellan styrningens karakteristika och vad som kan tänkas forma dessa.
- Efter den sammanfattande analysen presenteras en slutsats med en modell för att förstå styrningens karakteristika.
- Efter slutsatsen återfinns en diskussion som tar upp studiens styrkor och svagheter, samt förslag till fortsatt forskning.

2. Metod

I Metodavsnittet beskrivs vårt tillvägagångssätt och vår undersökningsmetodik. Här presenteras vår syn på kunskapen, samt den koppling mellan metod och teori som vi valt. Vidare beskrivs upplägget på den litteraturstudie som uppsatsen baseras på och insamlingen av det empiriska materialet. Slutligen beskrivs hur vi har tagit hänsyn till de två aspekterna reliabilitet och validitet.

2.1 Syn på kunskap

Kunskap och metod är oftast intimt förknippade med varandra. Då forskaren väljer undersökningsansats tenderar denna ansats naturligt att hänga ihop med den syn på kunskap som forskaren har, vilket tenderar att påverka forskarens sätt att se på olika fenomen (Gustavsson, 2004). Forskarens synupplevelse beror i sin tur på dennes tidigare kunskaper om det område han studerar. Även forskarens egna förväntningar kan påverka hur han upplever det objekt han studerar (Chalmers, 1999). Tidigare lärdomar och förväntningar påverkar forskarens antaganden om verkligheten och utgör därför den plattform forskaren utgår ifrån när han studerar olika fenomen. Vår plattform är bland annat vår utbildning, vilken påverkar hur vi upplever och tolkar de fenomen vi studerar. Under vår tid på Handelshögskolan har vi introducerats för koncept och modeller, som används för att beskriva ekonomiska skeenden. Denna kunskap ligger därmed till grund för hur vi angriper uppsatsens problem, samt tolkar information och empiriska resultat. Då vår plattform inte enbart utgörs av vår gemensamma utbildning, skiljer sig våra utgångspunkter till viss del åt. En av uppsatsens skribenter har under ett års tid arbetat deltid på ett av de studerade private equity företagen och därmed kommit i nära kontakt med den bransch som undersöks i denna uppsats. Emellertid är personen ifråga inte inblandad i hur private equity företaget styr sina portföljbolag. Det faktum att en av uppsatsens skribenter arbetar inom branschen medför att våra enskilda tolkningar av de objekt vi studerar, inte alltid stämmer överens. Vi har därmed blivit tvungna att komma till konsensus i de slutsatser vi dragit. Detta bör emellertid ses som en fördel, då det innebär att analysen blir mindre subjektivt färgad av en enskild individs tolkning av utfallet.

2.2 Undersökningsmetodik

De flesta undersökningar kategoriseras utifrån hur stora kunskaper forskaren har på området innan forskaren startar undersökningen. En *explorativ* ansats innebär att forskaren försöker se området ur ett brett perspektiv (Patel & Davidson, 1994) och en vanlig metod vid explorativa undersökningar är intervjuer och fallstudier (Lundahl & Skärvad, 1999). Trots att en av uppsatsens skribenter arbetat deltid inom private equity branschen har vi valt att ta en bred ansats, då vi vill försäkra oss om att vi inte förbiser någon viktig del. Detta är även ett medvetet val utifrån det faktum att personen ifråga inte är inblandad i hur private equity företaget styr sina bolag. Då vår avsikt är att införskaffa så stor kunskap som möjligt om den styrning som private equity företagen implementerar i sina portföljbolag har vi valt att genomföra en explorativ studie. För

detta ändamål valde vi dels att genomföra intervjuer på private equity företagen, dels att genomföra två fallstudier, ett på vardera private equity företag.

Vid genomförandet av en studie ställs forskaren även inför valet att göra en *kvantitativ* eller en *kvalitativ* undersökning. Syftet med studien är avgörande för vilken undersökningsmetod som bör väljas. Kvalitativa undersökningar baseras på vad andra individer säger, samt från resultat av andra individers beslut och handlingar. I kvalitativa undersökningar är tolkningen den primära aktiviteten. Vidare är utgångspunkten för kvalitativa undersökningar jämförelser, varför olika empiriska resultat jämförs och relateras till litteratur och till befintliga teorier på området (Lundahl & Skärvad, 1999). Baserat på det faktum att vårt problemområde är relativt outforskat ansåg vi att en kvalitativ studie vore mest lämplig. Vi anser att denna metod lämpar sig bra då vi har för avsikt att på djupet studera hur private equity företagen styr sina portföljbolag. Vidare vill vi kunna jämföra de resultat som erhålls i dessa samtal mellan de medverkande private equity företagen, för att se om resultaten skiljer sig åt eller inte. Liksom vid explorativa studier är intervjuer och fallstudier ett lämpligt tillvägagångssätt vid kvalitativa studier (Gustavsson, 2004). En annan anledning till att vi har valt att utföra intervjuer och fallstudier är att vi förväntat oss att dessa skall ge oss innehållsrika men komplexa svar.

2.3 Kopplingen mellan metod och teori

Inom vetenskapen finns alternativa angreppssätt för att relatera teori och metod. Det sätt som lämpar sig bäst avgörs av det syfte den empiriska undersökningen ska uppfylla. Vid ett *deduktivt* arbetssätt utgår forskaren från befintliga teorier och utifrån dessa teorier sätts sedan en eller flera hypoteser upp. Dessa hypoteser testas sedan empiriskt, för att antingen bekräftas eller förkastas. Således går forskaren från teori till empiri (Chalmers, 1999; Patel & Davidson, 1994).

Ett omvänt förhållande föreligger om forskaren istället arbetar *induktivt*. Vid en induktiv ansats driver forskaren fram egna teorier. Enligt induktivisten börjar vetenskapen med observationer, empiriska fakta. Observationerna leder sedan till att forskaren kan bilda singulära påståenden. Dessa påståenden kan sedan generaliseras till universella påståenden, under förutsättningen att antalet observationspåståenden är stort, samt att ingen av observationerna strider mot det härledda universella påståendet (Chalmers, 1999). Vid detta angreppssätt går forskaren således från empiri till teori (Patel & Davidson, 1994).

Då induktion och deduktion är två ytterligheter håller sig forskaren oftast inte till ett angreppssätt utan växlar mellan de två. Detta sätt benämns som *abduktivt* och är lämpligt vid fallstudiebaserad forskning (Patel & Davidson, 2003). Vårt angreppssätt kan bäst beskrivas som abduktivt. Abduktion utgår liksom induktion från empiriska fakta men har en teoretisk ram som grund. Detta ter sig också helt naturligt, då ytterst få studier enbart är empiridrivna (Alvesson och Skoldberg, 1994). En abduktiv ansats möjliggör således för forskaren att skaffa sig en utgångspunkt även om studien i huvudsak är empiridriven. Detta kan kopplas till den kvalitativa forskningens ambition att se helheten. Sammantaget kan den abduktiva processen beskrivas som att en ökad förståelse för enskilda delar,

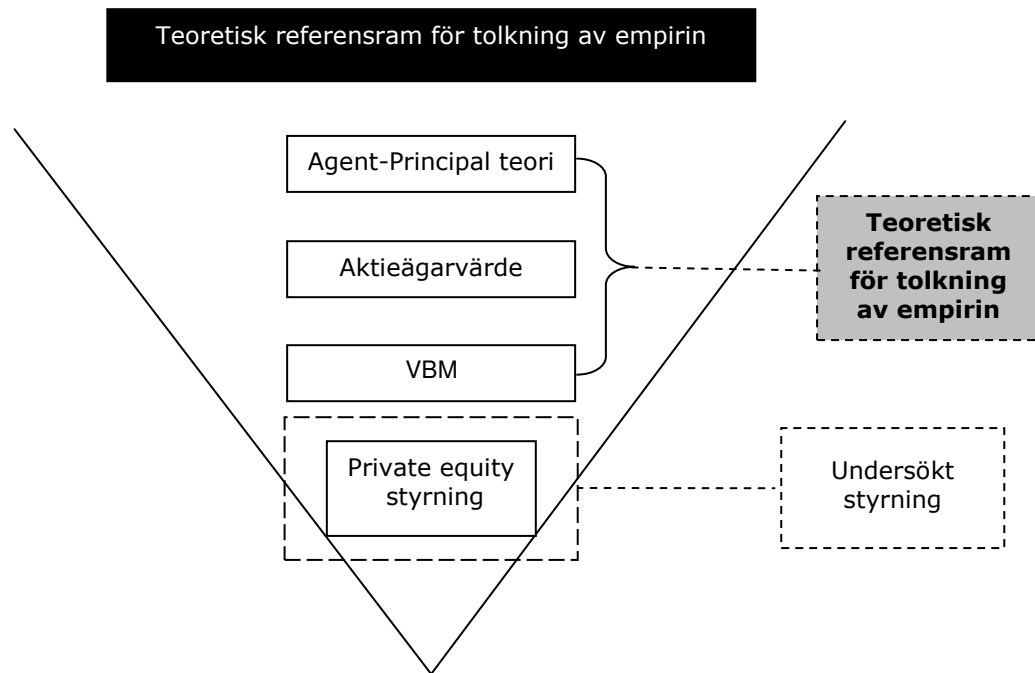
innebär att en ökad förståelse för helheten kan uppnås, samtidigt som en ökad förståelse för enskilda delar, i sin tur kräver att forskaren har uppnått en viss förståelse inom forskningsområdet, innan själva studien påbörjas (Langemar, 2005). Då vårt problemområde är relativt outforskat finns det inte en teori som är direkt tillämplig på området. Emellertid visar uppsatsens inledning specifikt på att private equity branschen genomsyras av fokus på ökat aktieägarvärde. Av denna anledning har vi valt att utgå från teorier om styrning med just fokus på aktieägarvärdet. Vidare har vi valt att ta avstamp i ett relativt brett ramverk för styrningen, då Yin (1994) menar att undersökningen gynnas av att det finns en grundläggande teori som hjälper forskare att systematiskt samla in och analysera studiens empiri. (Se nedan för vidare diskussion om litteraturstudien och den empiriska studiens upplägg).

2.4 Litteraturstudie

Den litteraturstudie som ligger till grund för vårt teoretiska ramverk baseras på teorier inom ett flertal områden. Först ges en generell beskrivning av private equity branschen, vilken följs av en mer ingående beskrivning av private equity fondernas struktur. Denna inledning är till för att ge läsaren en inblick i hur private equity branschen är utformad, samt vilka variabler som är av betydelse. Därefter presenteras uppsatsens teoretiska ramverk. Ramverket har sin utgångspunkt i agent-principal teorin som lyfter fram och diskuterar problematiken kring att det inte är samma aktör som styr bolaget som också äger det. Sedan följer ett avsnitt om aktieägarvärde. Anledningen till att vi valt att placera detta avsnitt direkt efter agent-principal teorin, men innan vi går in på teori om styrningsmetoder, är att fokus på ökat aktieägarvärde genomsyrar hela private equity branschen. Efter avsnittet om aktieägarvärde ges en redogörelse för value based management (VBM), då vi ser denna teori som en brygga mellan fokus på aktieägarvärde och organisationsstyrning. Med andra ord är VBM en styrningsteori anpassad för bolag vars mål är att öka aktieägarvärdet. Vidare är detta ramverk speciellt anpassat för den formella delen av styrningen, vilket är den typ av styrning vi har valt att studera i denna uppsats. Slutligen presenteras i den teoretiska referensramen Otleys definition av styrning mer ingående. Medan VBM kan ses som en avsmalning av Otleys ramverk, till att mer specifikt peka ut hur styrningen skall se ut i ett företag som syftar till att öka aktieägarvärdet, anser vi att Otleys ramverk för styrning utgör en teoretisk grunddefinition för styrning, då Otleys ramverk inte lägger någon värdering i vad styrningen skall syfta på. Skillnaden är således att detta ramverk är bredare, samt inte har fokus på ökat aktieägarvärde. Av denna anledning anser vi att Otleys ramverk för styrning utgör en neutral och mer heltäckande utgångspunkt och därför lämpar sig väl för de frågeformulär som använts vid intervjuerna. Således har Otleys ramverk använts som mätinstrument i denna studie. Vid en senare analys av det empiriska materialet kommer emellertid hela den återgivna teoretiska referensramen, förutom Otleys ramverk⁵, att användas.

⁵ Vid ett tillfälle används emellertid Otleys definition i analysen.

Således kan det ramverk utifrån vilket vi valt att tolka empirin, sammanfattas som följer:



Figur 1: Modell över den teori som kommer att användas i analysen.

2.5 Empiriskt material

Vårt empiriska material består dels av intervjuer och fallstudier, dels av material som memorandum, mail, strategiska planer, finansiell information samt övrig information om private equity företagen och deras portföljbolag. Det senare materialet har varit viktigt för oss att ta del av, då det har givit oss en bättre inblick i hur företagen styr sina portföljbolag. Emellertid har detta material inte explicit kunnat återges i uppsatsen, då det av företagen har klassificerats som hemligt.

Den största delen av det empiriska materialet består av de intervjuer som genomförts på private equity bolagen och med representanter på fallföretagen. Det är således den information som samlades in under dessa intervjuer, som främst ligger till grund för att svara på vår frågeställning. I det återgivna empiriska materialet kommer uppdelningen att göras efter Otleys ramverk, då det är det mätinstrument vi använt oss av.

2.5.1 Val av företag

De två private equity företag som medverkar i denna studie är Procuritas och ABN Amro Capital Norden. Procuritas blev ett naturligt val då en av uppsatsens skribenter arbetar på detta företag. Valet av det andra företaget gjordes på basis av att det för uppsatsens generaliserbarhet är mer intressant att undersöka två företag med olika förutsättningar. Därav blev ABN Amro Capital Norden ett bra val som andra företag. Det faktum att

Procuritas har varit etablerat som private equity företag under längre tid, att de två företagen har olika ägarstruktur, samt att ABN Amro Capital Norden har en internationell, prägel medan Procuritas enbart finns i Sverige och Danmark är några av grundvalen.

Valet av de två portföljbolagen Aritem och Saunatec, ett på vardera private equity företag, har vi inte haft möjlighet att påverka. Då mycket information kring portföljbolagen är konfidentiell har de två bolag som finns med i denna studie valts av respektive private equity företag. Vår uppfattning är att de har valt portföljbolag där vi har kunnat få ta del av så mycket information som möjligt gällande dessa. En skillnad mellan Aritem och Saunatec som kan vara värd att påpeka är att Saunatec även innan ägdes av ett private equity företag. Vi har emellertid gjort bedömningen att detta inte har någon inverkan på vår studie, då vi inte har för avsikt att specifikt undersöka om styrningen har förändrats, utan enbart hur private equity företagen styr sina portföljbolag.

På private equity företagen har vi valt att undersöka hur deras styrning av portföljbolag i allmänhet ser ut. Om enbart ena parten deltar i studien kan det vara lätt att få en snedvriden bild av verkligheten. Syftet med att genomföra de två fallstudierna på portföljbolagen är därför flera. Dels har vi använt intervjuerna på portföljbolagen, för att i möjligaste mån verifiera att den information som vi erhållit från private equity företagen stämmer. Dels anser vi att en fullständig bild av styrningen enbart kan ges vid samtal med båda parter. Förutom att erhålla en komplett bild av styrningen, har de två fallstudierna även gett oss möjlighet till exemplifiering av hur styrningen går till. Detta har varit hjälpsamt dels för att öka vår förståelse för hur det går till i verkligheten, dels för att få en klar bild av hur långt ner private equity företagens styrning genomsyrar portföljbolagens organisation.

2.5.2 Val av respondenter

För att kunna svara på vår frågeställning har vi enbart intervjuat personer som har en inverkan på styrningen (*se appendix 1 för intervjumallar*). För att även erhålla ett heltäckande och nyanserat svar har vi valt att intervjua två personer på vardera private equity bolag, samt två personer på vardera portföljbolag. Sammanlagt har emellertid nio intervjuer genomförts. Anledningen till att en nionde person intervjuades är att Aritem har en ordförande som är ytterst involverad i bolaget, varför vi även ansett det intressant att få med hans åsikter. Den tilltänkta styrelseordförande på Saunatec hade vid intervjutillfället emellertid inte hunnit tillträda sin position, varför denna inte kunnat intervjuas. Vidare har vi försökt att få till intervjuer med personer som innehar olika positioner på sina respektive företag. Även detta gjordes i avsikt att erhålla ett så heltäckande och nyanserat empiriskt material som möjligt. Det slutliga urvalet av intervjuobjekt har emellertid handlat om personernas tillgänglighet, samt vilja att medverka.

Nedan följer en förteckning över de positioner som respondenterna innehade vid intervjutillfället:

ABN Amro Caital Norden:

Investment Director
Investment Director

Procuritas:

Investment Manager
Investment Manager

Saunatec:

VD
Ekonomichef och före detta chef för den tyska verksamheten

Ariterm:

Ordförande
VD
Dotterbolagschef Ariterm Oy

2.6 Genomförandet av intervjuerna

Vid genomförandet av en intervju brukar man skilja på graden av standardisering och strukturering. Med *standardisering* brukar man avse till vilken grad frågorna och situationen är densamma för de intervjuade företagen. Av detta följer att en låg grad av standardisering innebär stora variationsmöjligheter (Trost, 1993). Med *strukturering* avses istället till vilken grad intervjufrågorna har fasta svarsalternativ. Om svarsmöjligheterna är helt öppna är intervjumaterialet helt ostrukturerat (Trost, 1993). Alla intervjuer har i uppsatsen genomförts semistrukturerat. Vidare har alla intervjuer genomförts som djupintervjuer, vilket också är att föredra vid kvalitativa undersökningar (Trost, 1993). Avsikten med att genomföra intervjuerna semistrukturerat har varit att till viss del styra intervjuerna, samtidigt som vi velat vara öppna för nya infallsvinklar. Respondenterna gavs därmed möjlighet att själva resonera öppet kring de frågor vi ställde, samtidigt som vi kunde styra intervjuerna mot de områden vi var intresserade av. Graden av standardisering var emellertid hög. Vi använde oss av samma frågeunderlag för motsvarande intervjuer på private equity företagen och samma frågeunderlag för motsvarande intervjuer på portföljbolagen, då syftet med intervjuerna var att erhålla ett underlag som senare kunde jämföras mellan företagen.

Kontakten med företagen togs i ett tidigt skede av uppsatsen. Flertalet av intervjuerna har genomförts på respektive företag. I tre fall befann sig de intervjuade utanför Sverige varför vi av praktiska skäl valde att genomföra telefonintervjuer med dessa. Innan intervjuerna har alla respondenter erbjudits att ta del av intervjumaterialet. Syftet var att de intervjuade skulle kunna förbereda sig och ta fram lämpligt material. Intervjuerna kunde därmed genomföras smidigare. Alla de respondenter som vi haft kontakt med har även givit oss möjlighet att återkomma vid ett senare tillfälle. Detta har möjliggjort att vi till slut kunnat erhålla ett så komplett material som möjligt. Alla intervjuer har genomförts av båda skribenterna då vi anser att det innebär en stor fördel vid bearbetning och tolkning av materialet. Vidare har samtliga intervjuer spelats in på band, vilket kompletterats med stödanteckningar. Varje intervju varade mellan en och en halv och två timmar.

2.7 Bearbetning av empiriskt material

Att alla intervjuer spelats in på band har möjliggjort att vi noggrant kunnat återge respondenternas svar. Vi har även valt att efter varje intervju transkribera det material vi ansett vara väsentligt för uppsatsen. Det inspelade materialet har även använts för att kunna återge direkta citat från intervjuerna. I detta arbete har vi behövt ta hänsyn till det problem som kan uppkomma vid återgivning av citat. Ur etisk synpunkt kan det vara olämpligt att citera direkt. Då många använder ett talspråk skilt från sitt skriftliga språk, medför detta att de inte alltid känner sig bekväma när man citerar dem direkt (Trost, 1993). För att undvika detta har vi valt att justera citaten för direkta språkfelaktigheter. Vi har vidare låtit de intervjuade läsa igenom sina respektive intervjuer för att försäkra oss om att de känner sig bekväma med de citat som återges i uppsatsen. En annan anledning till att vi låtit respondenterna läsa igenom det transkriberade materialet är att undvika respondentfel. Dessa fel uppstår till följd av att respondenten inte önskar, alternativt inte kan ge ifrån sig information vilket kan resultera i att de svarar felaktigt eller med gissningar (Trost, 1993). Genom att låta respondenterna få läsa igenom sina svar har vi dels haft för avsikt att kontrollera att vi tolkat deras svar på ett korrekt sätt, dels att få respondenterna att känna sig trygga med att vi spelade in intervjuerna. Vidare har vi i ett försök att undvika respondentfel utformat frågorna relativt öppet, vilket diskuterats tidigare. Därtill har vi anonymiserat respondenterna så att deras namn inte återges i det empiriska materialet. En avvägning har här gjorts mellan att få respondenterna att känna sig bekväma och betydelsen av att informera rapportens läsare om vem som sagt vad.

Då undersökningsmetodiken för intervjuerna är av kvalitativt slag följer det sig naturligt att bearbetningen av det empiriska materialet har skett per företag. Vidare har vi valt att separera det empiriska materialet som erhållits av private equity företagen från det empiriska materialet som erhållits av portföljbolagen. Anledningen till detta är att intervjuerna på portföljbolagen fungerar som förtydligande exempel på private equity företagens berättelser om styrningen i allmänhet. Vi har därmed ansett det vara av värde att behålla dessa intervjukällor separerade i empirin. I analysen har empirin stället analyserats i förhållande till det andra företaget för att hitta skillnader och likheter i respondenternas svar. Rimligheten i respondenternas svar har sedan undersökts dels med utgångspunkt i den teoretiska referensramen, dels med utgångspunkt i de andra respondenternas svar. Vi har även i analysavsnittet försökt att generalisera svaren, genom att hitta gemensamma nämnare mellan respondenternas svar. Detta har även gjorts i ett försök att undvika att enskilda individers subjektiva uppfattningar speglas i materialet.

2.8 Reliabilitet och validitet

Det är viktigt att man säkrar kvaliteten i det empiriska materialet. Två vanliga kriterier är reliabilitet och validitet. Med *reliabilitet* avses frånvaron av slumpmässiga mätfel (Lundahl & Skärvad, 1999). Reliabiliteten i en undersökning bestäms således av hur tillförlitligt mätinstrumentet är och därmed hur väl det kan stå emot slumpinflytande av olika slag (Patel & Davidsson, 1994). Hög reliabilitet kan även innebära att en viss mätning ska ge samma resultat vid en ny mätning. Vid kvalitativa intervjuer brukar hänsyn tas till fyra skilda delar som utgör det sammansatta begreppet reliabilitet.

Kongruens avser likheten mellan frågor som syftar till att mäta samma sak (Trost, 1993). För att säkerställa en hög grad av kongruens valde vi att använda samma material för motsvarande intervju på de två private equity företagen, samt samma material för motsvarande intervju på portföljbolagen. Samma övergripande frågor ställdes således till representanter för de olika företagen i syfte att säkerställa att vi mätte samma sak. Med precision avses det sätt som intervjuaren väljer att registrera respondentens svar på (Trost, 1993). För att öka reliabiliteten för det empiriska materialet i detta avseende valde vi att spela in alla intervjuer på band. En tredje komponent som faller under begreppet reliabilitet är objektivitet. En hög grad av objektivitet fås om skilda intervjuare registrerar respondenternas svar på samma sätt (Trost, 1993). För att säkerställa en hög grad av objektivitet har vi, förutom att spela in materialet, valt att föra anteckningar på de områden vi ansett vara av stor betydelse. Dessa anteckningar har sedan jämförts i syfte att säkerställa att vi uppfattat situationen på samma sätt. Den sista komponenten som ingår i begreppet reliabilitet är konstans. Med konstans avses huruvida det fenomen man avser att mäta kan ha ändrats under mätperioden (Trost, 1993). Då vår mätperiod varit relativt kort, alla intervjuerna har genomförts under en femveckors period, anser vi inte att reliabiliteten i detta avseende kan anses som låg.

Med *validitet* avses frånvaron av systematiska mätfel (Lundahl & Skärvad, 1999). Hög grad av validitet innebär därmed att man undersöker det man verkligen avser att undersöka (Patel & Davidsson, 1994). För att i uppsatsen säkerställa en hög grad av validitet har vi valt att använda oss av Otleys ramverk av styrning som mätinstrument. Detta ramverk innefattar, som tidigare nämnts, de flesta av de delar som de andra teorierna pekar på. Genom att använda detta ramverk som utgångspunkt när vi utformat frågorna till intervjuerna anser vi att vi även har säkrat en hög grad av validitet.

3. Private equity branschen

Då förståelsen för private equity branschen och dess aktörer har en stor betydelse för denna uppsats vill vi innan den teoretiska referensramen presenteras, ge en klar och tydlig definition av vad private equity är. Vidare görs en översiktlig genomgång av hur private equity företagen är strukturerade då en förståelse för deras struktur är av betydelse för uppsatsen. Slutligen ges även en förklaring till hur private equity företagen mäter aktieägarvärdet i sina portföljbolag.

3.1 Definition av private equity

Med private equity avses riskkapital som omfattar investeringar i onoterade bolag, eller i noterade bolag som köps ut från börsen och således avnoteras. Investeringarna i dessa portföljbolag har i genomsnitt en investeringshorisont på 5-8 år (NUTEK, 2005; Riksbanken, 2005). Private equity företag skaffar sitt kapital via private equity fonder, vars tillgångar private equity företagen förvaltar genom att investera i portföljbolagen i form av eget kapital (Riksbanken, 2005). Investeringarna kan delas upp efter portföljbolagens livscykel. Investeringar i tidiga faser av företagets livscykel benämns venture capital, medan uppköp av mer mogna företag benämns buy-outs. Det senare syftar på att private equity företagen endera köper ett onoterat företag tillsammans med dess ledning (management buy-out) alternativt köper ut ett företag från börsen. Buy-out investeringar innebär normalt något lägre risk än venture capital investeringar, då dessa investeringar görs i mogna företag med mer stabila kassaflöden (NUTEK, 2005; Riksbanken, 2005).

3.2 Private equity företagens struktur

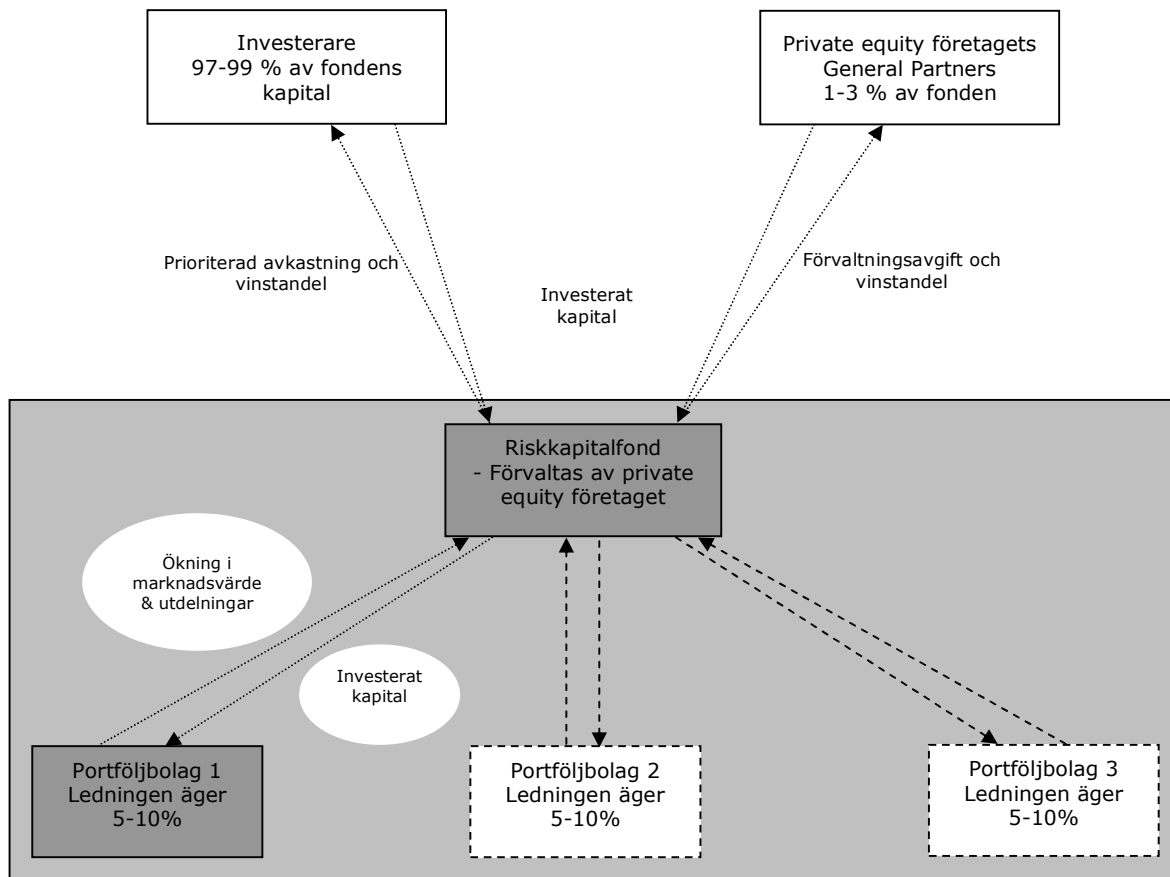
Riskkapitalfonderna är ofta så kallade "limited partnerships", vars närmaste svenska motsvarighet är kommanditbolag. I denna bolagskonstruktion förekommer det minst en "general partner", vilken kan liknas med kommanditbolagets komplementär. Denne har ett obegränsat ansvar inför fondens investerare. Vidare finns det en eller flera "limited partners" med begränsat ansvar. På detta sätt åstadkoms en riskdelning. En aktiv ägarpart skjuter till en liten del av kapitalet i fonden men tar huvuddelen av ansvaret, ett så kallat obegränsat ansvar. Samtidigt skjuter en passiv ägarpart i form av en eller flera investerare till huvuddelen av kapitalet, men tar begränsad risk. Med begränsad risk menas att de inte kan förlora mer än vad de investerat i riskkapitalfonden (Riksbanken, 2005). Fondens general partners är i sin tur anställda i själva private equity företaget, vilket har i uppdrag att aktivt förvalta fonden genom att investera i så kallade portföljbolag.

Huruvida private equity företaget har en eller flera investerare, beror till viss del på vilken sorts private equity företag det är. Den traditionella ägarbilden är att fonden ägs av flera oberoende institutionella investerare som valt att investera i en eller flera av private equity företagets fonder. Vidare finns så kallade "captive private equity firms", vilka är private equity företag som ägs av en större organisation, vanligtvis en bank, ett försäkringsbolag eller ett företag (Altassets hemsida & Barber, 2005).

Då komplementären normalt bidrar med endast 1 till 3 procent av totalt förvaltad kapital i fonden samtidigt som denne också bestämmer vilka företag fonden ska investera i, finns det risk för att det uppstår en intressekonflikt mellan investerarna och komplementären. För att lösa detta har alla riskkapitalfonder ett vinstdelningssystem som ger komplementären incitament att tillgodose investerarnas intressen att nå högsta möjliga avkastning. Strukturen för ett sådant vinstdelningssystem är i stort sett likadan i alla riskkapitalfonder. Den innebär att investerarna får en viss prioriterad avkastning, givet att fonden genererar en positiv avkastning. Denna prioriterade avkastning uppgår för närvarande till mellan 6 och 8 procent. Investerarna och fondens komplementärer delar sedan på den resterande vinsten på så sätt att investerarna får 80 procent, medan komplementärerna erhåller de resterande 20 procenten. Avkastningen från fonden betalas emellertid ut till investerarna och komplementärerna först när fonden avvecklats och alla portföljbolag avyttrats. Den enda ersättning som betalas ut löpande från fonden till komplementärerna är en årlig förvaltningsavgift på 1,5 till 2,5 procent av förvaltad kapital, vilket ska täcka löpande kostnader för löner, kontor och konsultarvoden (Riksbanken, 2005). Med detta vinstdelningssystem avser investerarna (och komplementärerna) att skapa ett enhetligt verksamhetsmål, närmare bestämt att maximera vinsten till investerarna. (Se figur 2.)

En liknande intressekonflikt, som den som beskrivits ovan, uppkommer även mellan private equity företags partners (komplementärerna) och ledningen i de uppköpta portföljbolagen. Denna situation kan liknas vid den problematik som finns i alla företag mellan ledning och aktieägare, där private equity företags partners kan jämföras med aktieägarna. För att överbrygga eventuell diskrepans mellan portföljbolagsledningens syften och private equity företags, låter private equity företagen, genom så kallade management buy-outs, ledningen bli delägare i det företag de arbetar i. Ledningen får därav en liknande avkastningsstruktur som partnererna på private equity företagen och som fondens investerare. Därmed åstadkommes en mer likriktad incitamentsstruktur (Riksbanken, 2005).

Denna uppsats kommer att hantera den del utav private equity organisationens struktur som ligger inom den grå rutan i *figur 2*, det vill säga private equity företags styrning av portföljbolagen.



Figur 2: Överblick över strukturen för private equity fonden och dess portföljbolag.

3.3 Mått på aktieägarvärde

Svenska riskkapitalföreningen (SVCA) rekommenderar tillsammans med europeiska riskkapitalföreningen (EVCA), att private equity företagen mäter avkastningen i sina portföljbolag och i sina fonder med internräntemetoden. Denna metod inkluderar tidsvärdet på investeringar och gör det möjligt att mäta avkastning både på enskilda investeringar och grupper av investeringar, så kallade portföljer. Internräntan (IRR)⁶ är den årliga effektiva räntan som erhålls på investerat kapital. Genom internräntan mäts således investeringens årliga förräntning (SVCA, 2002). För att finna IRR för en investering måste man hitta den IRR som satisfierar följande ekvation:

$$\text{Initial Investering} = \sum_{t=1}^N \frac{C_t}{(1+IRR)^t}$$

⁶ På engelska "internal rate of return".

4. Teoretisk referensram

Uppsatsens teoretiska referensram behandlar de teorier utifrån vilka vi ämnar analysera det empiriska material som presenteras i empirikapitlet, samt det mätinstrument vilket vi använt för insamling av empirin. Initialt presenteras teori om det agent-principal problem som kan uppkomma mellan ägare och ledning i ett bolag. Sedan följer ett avsnitt om aktieägarperspektivet, samt ett ramverk för styrning som baseras på detta perspektiv. Slutligen följer det allmänna ramverk som ligger till grund för den empiriska undersökningen och som tar upp styrningens olika komponenter.

4.1 Agent-principal teorin

Agent-principal teorin har sin grund i ekonomisk teori. Teorin fokuserar på relationen mellan två parter; agenten (utföraren/verkställaren) och principalen (uppdragsgivaren). Grunden till teorin ligger i att en intressekonflikt sannolikt föreligger mellan de två parterna, då dessa förmodligen har olika preferenser och olika individuella mål (Anthony & Govindarajan, 2003). Detta kan liknas vid relationen mellan de ansvariga på private equity företaget (principalen) och ledningen på portföljbolaget (agenten) (Shepherd & Zacharakis, 2001). Agentteorin berör komponenter såsom egenintresse, asymmetrisk information och kontrakt (Jensen & Meckling, 1976):

1. Parterna handlar i första hand av egenintresse. Med det menas att de har mål som inte alltid överensstämmer med den andra partens.
2. Parterna kan förvränga eller hemlighålla information vilket ger upphov till asymmetrisk information.
3. Bägge parter strävar efter att utforma kontrakt så att de blir så fördelaktiga som möjligt för dem själva. För att lösa denna problematik är det viktigt att utforma kontrakt och incitamentsstruktur på rätt sätt.

Då agent-principal relationen innebär att principalen i praktiken tvingas ge mandat åt agenten att fatta beslut å principalens vägnar, blir det av yttersta vikt för principalen att säkerställa att agenten delar principalens mål. Genom att säkerställa detta ökar principalen sannolikheten att agenten genomför uppgiften på det sätt som maximerar värdet för principalen, istället för att utnyttja situationen och se till individuella intressen (Anthony & Govindarajan, 2003).

Teoretiker hävdar att det finns två tillvägagångssätt att hantera denna problematik. Det ena innefattar övervakning och kontroll, där principalen utformar kontrollsystem som bevakar agenten och inskränker dess möjligheter till självstyre. Det andra sättet innefattar utformandet av belönings- och incitamentssystem som ökar agentens drivkraft att handla i linje med principalens strävan (Anthony & Govindarajan, 2003). Dessa incitamentssystem bygger på teorier om att ju mer agentens belöningsystem är kopplat till ett specifikt resultatmått, desto större blir incitamentet för agenten att förbättra just det resultatet (Anthony & Govindarajan, 2003). Enligt Shepherd och Zacharakis (2001) har agentteorin givit riskkapitalister insikt om vikten av att implementera väl anpassade incitamentssystem, såsom ledningens delägarskap och bonussystem, vilka försäkrar att ledningen i portföljbolaget inte agerar opportunistiskt.

4.2 Aktieägarvärde

Syftet med private equity företagens verksamhet är att skapa värde åt investerarna, det vill säga att skapa aktieägarvärde. Termen aktieägarvärde kom att bli mycket populär under 1980 och 1990 talet och dess popularitet har hållit i sig fram tills idag (Brodin et al, 2000). Bland annat uttrycker många börsnoterade företag idag på hemsidor och i årsredovisningar att ett av deras främsta mål är att skapa värde åt sina aktieägare. Denna starka utveckling mot förstärkt ägarfokus beror bland annat på kapitalmarknadens utveckling där nya finansiella instrument ständigt tillkommer. Även det ökade indirekta ägandet, via institutioner och fonder, samt allmänhetens ökade intresse för aktier och kapitalmarknaden har influerat utvecklingens framfart (Brodin et al, 2000). Konceptet innebär att ett vinstgenererande företags mål är att maximera avkastning till aktieägarna och därmed öka aktieägarvärdet. Detta värde mäts i sin tur av marknadspriset på företagets totala antal aktier (Brodin et al, 2000).

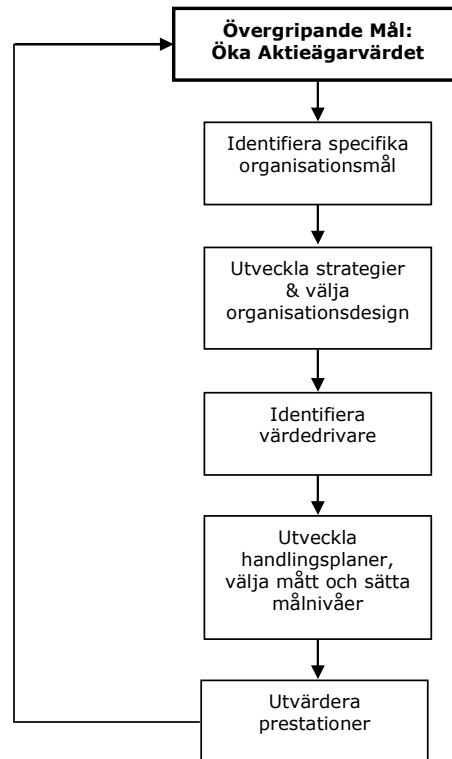
Den ökade betoningen på ägarstyrning har bidragit till framställandet av ekonomistyrningsmodeller baserade på finansiell teori. Dessa fokuserar explicit på skapandet av aktieägarvärde. En uppmärksammas teori inom detta område är Value Based Management (VBM), vilken även blivit samlingsnamnet på de styrmedel som syftar till att maximera ett företags aktieägarvärde (Hellman & Lind, 2004). Modellen sägs erbjuda ett integrerat ramverk för att styra företag så att maximalt aktieägarvärde skapas (Ittner & Larcker, 2001).

4.3 Value based management

Enligt finansiell teori är det övergripande syftet med ett företags existens att öka aktieägarvärdet, vilket även är utgångspunkten i VBM teorin. Det råder emellertid en oenighet kring tolkningen av vad VBM de facto innefattar (Hellman & Lind, 2004). Ittner & Larcker (2001) har utifrån en genomgång utav teorin på området tagit fram en referensram för hur VBM kan definieras. Malmi & Ikäheimo (2003) avfärdar dessa författares ramverk som alldeles för brett. De anser att med en sådan bred definition för VBM går det inte att hitta en alternativ styrningsteori, då Ittner & Larckers definition innehåller de flesta element inom finansiell styrning och de flesta företag syftar till att öka vinsten till aktieägarna. De framhåller istället ett VBM perspektiv där det enbart skall finnas en styrvariabel, vilken är Economic Value Added (EVA). Flera empiriska studier visar dock att med denna smala definition finns det enbart ett fåtal företag som enligt teorin fullt ut tillämpar VBM (Malmi & Ikäheimo, 2003). Uppsatsen kommer därför att utgå ifrån den bredare definitionen som Ittner & Larcker (2001) presenterar, vilken beskriver VBM som bestående av sex olika steg:

1. Val av specifika mål som leder till ökat aktieägarvärde.
2. Val av strategier och organisationsstruktur som överensstämmer med målen.
3. Identifiering av de specifika värdedrivare som fångar affärsverksamhetens värdeskapande givet valda strategier och organisationsstruktur.
4. Utveckling av handlingsplaner, val av prestationsmått samt fastställande av mål baserat på de identifierade värdedrivarna.

5. Utvärdering av organisationens och företagsledningens prestationer, samt genomförandet av handlingsplaner.
6. Löpande omprövning av mål, strategier, planer och styrsystem.



Figur 3: Ittner och Larckers (2001) ramverk för VBM.

Nedan ges en mer ingående beskrivning av ovanstående steg.

4.3.1 Organisationens mål

Ett företag som använder VBM skall ha som mål att maximera aktieägarnas avkastning, det vill säga att öka aktieägarvärdet (Copeland et al, 2000; Ittner & Larcker, 2001). I VBM teorin beskrivs aktieägarvärde som marknadsvärdet på det egna kapitalet.⁷ Utifrån den övergripande målsättningen att skapa aktieägarvärde skall specifika mål för verksamhetens olika delar identifieras. För att de interna målen skall vara i linje med det övergripande målet, menar många VBM teoretiker att dessa mål bör uttryckas i termer av att öka det adderade ekonomiska värdet (EVA[®]) eller att öka kassaflödesavkastningen på investeringen, (CFROI) (Ittner & Larcker, 2001; Weaver & Weston, 2003). Grunderna till dessa nya mått är de så kallade "residual income" och IRR koncepten som utvecklades under 1950 och 1960 talen. Detta grundas i att dessa mått anses vara närmare korrelerade

⁷Marknadsvärdet på eget kapital beräknas enligt Koller et al (2005) som:

$$MV(EK) = Nuv(fria\ kassaflödena) - MV(Skuld - Finansiell\ kassa).$$

med skapat aktieägarvärde, än traditionella redovisningsbaserade mått. Därmed leder även de till ökad kongruens mellan agenten och principalen (Ittner & Larcker, 2001).

4.3.2 Strategier och organisationsstruktur

Det andra steget i VBM processen är att företaget skall utforma specifika strategier, samt en organisationsdesign som leder till att företaget kan nå de uppsatta målen. Ittner & Larcker (1998) med fler (Malmi & Ikäheimo, 2003) menar att företag som använder VBM tenderar att fokusera mer på strategier som leder till ökat aktieägarvärde. De empiriska fakta som finns ifrån tidigare studier visar bland annat gällande området mål och strategier att fokus på strategier är både tillväxt- så väl som effektiviseringsorienterade. Exempel på tillväxtstrategier är expanderingsverksamheten till nya geografiska marknader, såväl som till nya produktmarknader. Exempel på effektiviseringsåtgärder är rationalisering av investeringsverksamheten, effektivare användning av tillgångarna, samt fokus på minskning av rörelsekapitalet (Ittner & Larcker, 1998). Vad gäller det mer operativa beslutsfattandet innebär ett införande av VBM större fokus på balansräkningen, framförallt vad gäller företagens medvetenhet om kostnaderna för rörelsekapitalbindning (Hellman & Lind, 2004).

4.3.3 Identifiering av värdedrivare

Agent-principal modeller indikerar att målet för ett kontrollsystem är att skapa målkongruens mellan agentens faktiska handlingar och principalens önskade handlingar (Ittner & Larcker, 1998). VBM teorin tar fasta på detta och menar att eftersom ägarnas ultimata mål är att öka aktieägarvärdet, borde kontrollsystemen uppmuntra och bidra till att företaget vidtar de handlingar som leder till att detta mål uppfylls. Som ett led i detta förespråkar VBM teorin att man bör fastställa värdedrivare som identifierar vad som leder till ökat aktieägarvärde. Dessa värdedrivare kan vara av både finansiell och icke-finansiell karaktär. Identifiering av dessa värdedrivare anses bidra till en förståelse för vilka faktorer som får kostnaderna att öka och intäkterna att minska. Värdedrivare är därför faktorer som utgör grundpelarna i vad som driver ett företags kostnader och intäkter. Således kan värdedrivarna delas upp i intäktsdrivare respektive kostnadsdrivare. Dessa används inte som mått i sig utan identifierar vilka faktorer en organisation bör hålla under uppsikt. Värdedrivarna används sedan som utgångspunkt när företaget tar fram de specifika mått som används för att mäta företagets prestation (Ittner & Larcker, 1998; Weaver & Weston, 2003).

4.3.4 Handlingsplaner, prestationsmått och mål

Det fjärde steget i VBM-ramverket syftar till att företagen skall utforma handlingsplaner som baseras på analysen av värdedrivarna, det vill säga att de skall syfta till att öka intäktsdrivarna och minska kostnadsdrivarna. Vidare skall företaget ta fram prestationsmått som mäter hur företaget lyckas med att förbättra värdedrivarna, samt målnivåer för dessa mått, så kallade prestationsmål. De mått som tas fram baseras således på de identifierade värdedrivarna och kan därför ses som en operationalisering av värdedrivarna. Avsikten är att på en mer operationell nivå mäta hur företaget utvecklas med avseende på de identifierade värdedrivarna. Vidare menar Simons (1987) att företag

inriktade på tillväxt till stor del använder sig av prognoser och budgetmål. Dessa typer av företag kräver en kontinuerlig rapportering och uppföljning av hur verksamhetens försäljning och expanderings gång, medan kostnadskontrollen är mindre viktig i rena tillväxtföretag.

Fastställandet av olika prestationsmål är även viktigt för belöningssystemen. Inom den normativa VBM-litteraturen är det av yttersta vikt att länka belöningssystemen till mått som mäter värdedrivarna i bolagen och målnivåer för dessa (Hellman & Lind, 2004). Även Weaver och Weston (2003) framhåller detta och menar att bonussystemen skall vara länkade till objektiva resultatmått. Syftet med belöningssystemen är att motivera ledningen till att implementera affärsstrategierna (Morin & Jarrel, 2000). Morin & Jarrel menar att ett framgångsrikt belöningssystem ska vara kopplat till de olika värdedrivare som driver affärsstrategin, så att det resultatmått som ligger till grund för belöningarna och som således mäts, också blir gjort.

4.3.5 Utvärdering och revidering av mål och strategier

De två slutliga stegen i VBM ramverket involverar uppföljning och utvärdering av prestationer. Om resultaten inte överensstämmer med målen krävs omprövning av mål, strategier och handlingsplaner. Så fort en diskrepans mellan mål och utfall identifieras, fordras en handling för att ändra den negativa utvecklingen för företaget (Otley & Berry, 1980). Vidare menar Otley & Berry (1980) att fastställda prognostiserade mål kan vara baserade på icke fullständig information. De pekar på att organisationer består av individer, vilka använder sina individuella modeller, erfarenheter och insikter till grund för sitt beslutsfattande. Det är därför troligt att individer har en begränsad förmåga att inkorporera externa faktorer i sitt beslutsfattande och sina prognoser. Därav kan även mål komma att behöva omprövas (Otley & Berry, 1980).

4.4 Otleys ramverk för styrning – ett mätinstrument

Otley (1999) presenterar en bred definition av begreppet styrning. Han menar att ett ekonomiskt styrningsperspektiv inte täcker in samtliga faktorer som krävs för att analysera begreppet styrning. Trots att den ekonomiska disciplinen under senare år har inkorporerat vissa beteendevetenskapliga aspekter såsom agentteori och belöningssystem, menar Otley att det finansiella perspektivet ej är uttömmande. Av denna anledning presenterar han ett ramverk som fokuserar på den övergripande styrningen. Detta ramverk syftar till att studera själva styrningen av företagets prestationer och inte bara mätningen av prestationerna. Vidare föreslår Otley att detta ramverk kan användas som ett mätinstrument för fallstudiebaserade studier av styrningssystem. Ramverket fokuserar på fem centrala områden: *övergripande mål, strategier och planer, målsättningar och standard, belöningar* respektive *feedback*. Här följer en beskrivning av de olika delarna i ramverket.

4.4.1 Övergripande mål

Övergripande mål är de centrala mål som sätts upp i organisationen för att nå framgång. I Otleys ramverk innefattar denna del dels definition av målen, dels utvärdering av hur

målen skall nås. De övergripande målen omfattar inte bara finansiella mål utan avser samtliga finansiella och strategiska mål som organisationen satt upp i avseende att uppnå alla intressenters önskemål. En undersökning av alla dessa mål ger i sin tur en indikation på den makt som de olika intressenterna har i organisationen. Vidare påverkar de övergripande målen i sin tur de mått som organisationen använder för att styra och utvärdera sin verksamhet med. Avsikten med denna del av ramverket blir således att belysa verksamhetens mål, samt de mekanismer som används för att mäta och utvärdera dessa målsättningar.

4.4.2 Strategier och planer

De strategier som organisationen tar fram kan ses som organisationens planerade väg till att nå de uppsatta målen. Denna del av ramverket behandlar således utformningen och användandet av de strategier och planer som organisationen har beslutat sig för att handla efter. Otley menar vidare att det är intressant att undersöka de processer och aktiviteter som behövs för att implementera dessa strategier och planer. Avsikten med denna del av Otleys ramverk blir därför att utforska och dokumentera det samband som finns mellan de uppsatta målen och de strategier och planer som används för att nå dessa mål.

4.4.3 Målsättning och standard

Målsättning och standard är ett traditionellt område inom forskning om ekonomistyrning. Syftet med de målsättningar och standarder som sätts upp i organisationen är att uppnå de redan framtagna målen. Vidare omfattar denna del av ramverket både den mer tekniska specificeringen av de mål som satts upp, samt kravet på att de uppsatta målen och dess mått motiverar de anställda i organisationen. Då teorin menar att det som mäts blir gjort och det som inte mäts blir inte gjort, är det av yttersta vikt att organisationens mätsystem mäter det som är av värde för företaget.

4.4.4 Belöningar

Vid en ansats av styrningens beståndsdelar är det även viktigt att ta med belöningar. Belöningar är ett område som tidigare legat inom området för personalavdelningen, varför det inte har fått den uppmärksamhet inom området styrning som Otley anser att det förtjänar. Denna del av ramverket koncentrerar sig på faktorer som motivation och incitament. Med begreppet belöningar åsyftas de ersättningar som organisationens anställda erhåller då de uppsatta målen nås. Vidare skall belöningarna tydligt kopplade till den formella ansvarsstruktur som finns i organisationen. Med belöningar avses dels den monetära ersättning som organisationens anställda erhåller, dels icke-monetära fördelar så som status och uppmärksamhet. Enligt Otley är det viktigt att belöningsstrukturen kopplas samman med företagets målsättning och standard samt att de mål och mått som sätts upp inte leder till kortsiktigt fokus. Avsikten med denna del av ramverket är att undersöka och mäta de konsekvenser som följer av att organisationen uppnår, alternativt misslyckas med att uppnå de uppsatta målen.

4.4.5 Feedback

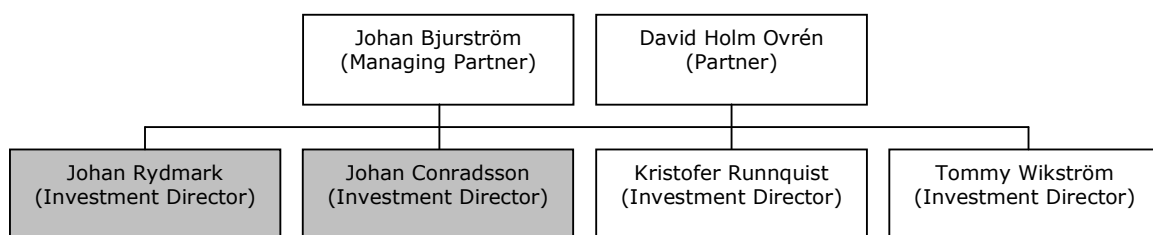
Otleys femte och sista del i ramverket behandlar de informationsflöden som är nödvändiga för att tillåta en organisation att lära sig av sina misstag. Vidare täcker denna del av ramverket hur organisationen ändrar sig efter sina misstag, så att dess lärdomar kan hjälpa den att agera annorlunda i framtiden. Denna information skall inhämtas genom jämförelser mellan vad som faktiskt presterats inom organisationen och de mål som organisationen har satt upp. Organisationen har även möjlighet att genom så kallad ”feed-forward” planering åtgärda eventuella framtida problem innan de uppstår.

5. Empiri

Detta kapitel presenterar resultatet av de intervjustudier som genomförts på ABN Amro Capital Norden och Procuritas, samt på de två portföljbolagen Saunatec och Arterm. Resultatet presenteras separat för de två private equity företagen inklusive respektive portföljbolag. I början av respektive del återfinns en kort presentation av private equity företagens och dess portföljbolags verksamhet och historik. Denna är i huvudsak hämtad från företagens hemsida och annat officiellt presentationsmaterial. Indelningen av resterande material för respektive företag följer komponenterna i Otleys ramverk. Vidare är avsnitten uppdelade så, att först presenteras private equity företagens bild av hur de i allmänhet styr sina portföljbolag och därefter presenteras portföljbolagets bild.

5.1 ABN Amro Capital Norden

ABN Amro är en internationell bankkoncern med verksamhet inom kapitalförvaltning och investeringar (Capitals hemsida). ABN Amro Capital (Capital) är den del av företaget som ägnar sig åt private equity (PE) investeringar. Capital har idag sex kontor i Europa, med sammanlagt 35 investeringsansvariga, samt ett i Australien. Vidare har Capital stabsfunktioner som utför researcharbete och liknande åt de investeringsansvariga. Finansieringen till dessa kontors investeringar sker från ABN Amros resultaträkning. De enskilda kontoren kan dessutom välja att resa extern finansiering från andra institutioner. Detta är emellertid enligt en av de intervjuade ovanligt idag. Den svenska delen, ABN Amro Capital Norden (Capital Norden), har förutom administrativ personal, sex investeringsansvariga som arbetar aktivt med investeringarna. Idag befinner sig två av dessa på partnernivå (Capitals hemsida). Enligt de intervjuade har de investeringsansvariga främst en finansiell bakgrund. Vidare har samtliga en civilekonomexamen och de flesta har tidigare även varit anställda inom finansbranschen. Nedan ges en överblick över de investeringsansvariga på Capital Norden.



Figur 4: Investeringsansvariga på Capital Norden. De grå markeringarna visar vilka som intervjuats.

Trots att det är ABN Amro som sätter ramverken för Capital Nordens verksamhet, anser medarbetarna på Capital Norden att den nordiska filialen är relativt autonom. Enligt en av de intervjuade, är anledningen till detta att den partner som finns på det nordiska kontoret är senior och sitter med i styrelsen för hela Capital. Capital Nordens investeringsstruktur överensstämmer med den inrutade delen av PE-strukturen som presenterats tidigare.

Medan Capital har ägnat sig åt management buy-outs sedan år 1994 har det nordiska kontoret varit aktivt sedan år 1999. Idag arbetar hela Capital med paneuropeiska fonder,

där Capital Norden delar fond med verksamheterna i England och Holland. Fondernas storlek uppgår till cirka 14 miljarder SEK. Sedan år 2000 har Capital ägt och förvaltat 76 portföljbolag (PB) belägna i främst Europa. Vid tiden för denna studie består Capital Nordens portfölj av nio Europeiska investeringar (Capitals hemsida).

Capital investerar i medelstora bolag som inte befinner sig i uppstartsfasen. De har även valt att koncentrera sig på lönsamma och kassagenererande bolag och ägnar sig således inte åt såkallade turnarounds⁸. Vidare är Capital verksamt i alla sektorer förutom fastighetsbranschen och finansiell service. Det senare är uteslutet då det skulle konkurrera med den ägande bankens (ABN Amros) verksamhet (Capitals hemsida).

Capital har på sin hemsida (Capitals hemsida) ett antal uttalade investeringskriterier:

- De bolag Capital investerar i skall ha ett värde (enterprise value) på 300 miljoner SEK till 5 miljarder SEK.
- Bolagen skall ha en bra tillväxtpotential och en stark marknadsposition.
- Bolagen ska ha en kunnig ledning med historiskt goda resultat samt en vilja att investera i bolaget.
- Investeringarna skall ge Capital en majoritetsposition i styrelsen.

Enligt de intervjuade börjar investeringsprocessen med att Capital Norden identifierar ett intressant investeringsobjekt. De sätter sedan ihop en presentation av bolaget. Huruvida Capital Norden skall gå vidare i budgivningsprocessen avgörs sedan på ett investeringsmöte som hålls gemensamt av två chefer från Norden och två chefer från något av de andra Europeiska kontoren. Investeringshorisonten ligger enligt en av de intervjuade på mellan två till fem år.

5.1.1 Saunatec

Saunatecgruppen grundades år 1919 i Finland och är idag ett världsledande företag inom bastubranschen (Saunatecs hemsida). Under hösten 2006 köpte Capital Norden Saunatec av det finska PE företaget Sponsor Capital Oy, som ägt Saunatec till och från sedan början av 1980 talet (Conradsson, 2007).⁹ I jämförelse med Capital Norden, är Sponsor Capital en mindre buy-out aktör med cirka 1 miljard SEK till förfogande i sin nuvarande fond. Under Sponsor Capitals långa ägarperiod utvecklades Saunatec från att vara en liten lokal bastutillverkare i Finland, till att bli ett världsledande och internationellt bastuföretag (Aaltonen & Nurmi, 2002). Vidare var Saunatec under denna period fokuserat på expansion via tilläggsförvärv av olika lokala såväl som internationella aktörer, varför bolaget bestod av spridda bastutillverkare med bristande interaktion då Capital Norden tog över bolaget (Rydmark, 2007). Den bristande interaktionen försämrades ytterligare av det faktum att de första åren under 2000 talet innebar ett rejält bakslag för Saunatec, då tillverkare i låglöneländer under denna period kraftigt kom att konkurrera ut Saunatecs dyrare produkter producerade i Tyskland. Sponsor Capitals och

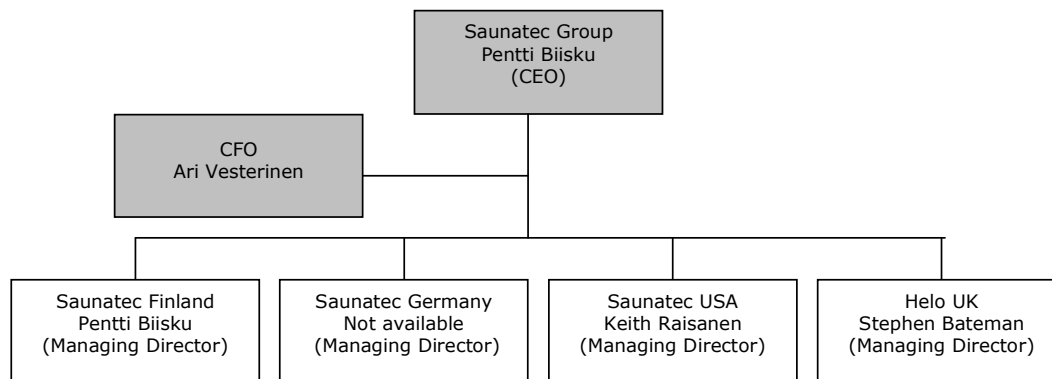
⁸Med turnaround avses att man vänder ett mycket olönsamt företag till att gå bra.

⁹ Under 1990 talet börsintroducerade Sponsor Capital Saunatec, men köpte tillbaka bolaget från börsen år 1999. Den fond som investerade i Saunatec 1999, skulle avslutas under 2006, varför en exit var nödvändig.

ledningens fokus kom på så sätt att kretsa kring omstrukturering av den tyska verksamheten och de lät de övriga enheterna operera autonomt (Conradsson, 2007).

Idag innehar Capital Norden en majoritetsandel av Saunatec medan företags ledning har behållit en minoritetsandel. Saunatecs verksamhet innefattar utveckling, tillverkning, samt marknadsföring av bolagets basturelaterade produkter över hela världen. Dessa produkter består av elektriska såväl som vedeldade bastuaggregat, bastuanläggningar, ångbastuanläggningar, samt olika bastutillbehör. Produkterna marknadsförs idag under ett flertal varumärken där Helo, Finnleo och Amerec är de mer kända (Saunatecs hemsida).

Saunatecs fabriker är belägna i Finland, Tyskland och USA (Saunatecs hemsida). Antal anställda i företaget uppgår till mer än 300 och omsättningen uppgår till cirka 400 miljoner SEK (Odin, 2007). Företaget har idag försäljning över hela världen med återförsäljare i 70 länder. Saunatecs huvudkontor ligger emellertid kvar i Finland, där företaget en gång startades. Nedan ges en överblick över Saunatecs toppledning.¹⁰



Figur 5: Saunatecs ledningsstruktur. De grå markeringarna visar vilka som intervjuats.

Styrelsen

I styrelsen för Saunatec sitter idag två representanter från Capital Norden; Johan Rydmark och Johan Bjurström. Som ordförande har Capital Norden utsett Johnny Wärnelöv, före detta VD i IVT Värmepumpar, ett bolag som tidigare var i Capital Nordens ägo. Vid tiden för denna uppsats har dock inte Wärnelöv påbörjat sitt ordförandeskap. Dessutom finns en extern ledamot i Saunatecs styrelse, nämligen den rådgivare som hjälpte Capital Norden att förvärva Saunatec. Från Saunatecs sida ingår VD, Pentti Biisko och ekonomichefen, Ari Vesterinen.

¹⁰ Se appendix 2 för organisationsstruktur.

5.1.2 Övergripande mål

Capital Norden

Då Capital Norden är en del av en bank sätts deras mål internt av banken. Dessa mål går inte att återfinna på hemsidan, men vid samtal med Capital Nordens medarbetare råder det inget tvivel om att deras övergripande mål är att öka aktieägarvärdet i sina portföljbolag, så att investeraren, ABN Amro, erhåller maximal avkastning på sin investering. Huruvida Capital Nordens ägarfokus de facto innebär ett nytt tänk i deras PB, beror enligt en av de intervjuade oftast på vem som var den tidigare ägaren:

”Om den tidigare ägaren var en eller flera privatpersoner har företaget oftast en mindre definierad styrning, än om vi köper företaget av till exempel ett annat private equity företag som redan implementerat ett organisationstänk som syftar till ökat aktieägarvärde.”

Saunatec

Med investeringen i Saunatec har Capital Norden för avsikt att specifikt öka värdet på det egna kapitalet i bolaget, vilket enligt en av de intervjuade på Saunatec märks tydligt. Då Saunatecs förra ägare också var ett PE företag, menar den intervjuade att aktieägarvärdet inte är mer i fokus än tidigare, utan att det för båda dessa ägare är prioriterat. Han menar att de delmål som kommuniceras av Capital Norden till ledningen främst är tillväxt- och marginalförbättringsorienterade, emellertid har de ännu inte hunnit med att i detalj specificera målen.

5.1.3 Strategier och planer

Capital Norden

Framtagning och exekvering av strategierna

Under uppköpsprocessen av ett PB utarbetar Capital Norden en övergripande strategisk plan för vad de kan göra med bolaget om de skulle äga det. Denna strategiska plan ligger sedan till grund för det slutliga bud som Capital Norden lägger på bolaget. Då bolaget köpts upp utformas den strategiska planen mer i detalj. Detta arbete sker under det första halvåret, i nära samarbete med ledningen i PBet. Det nära samarbetet med ledningen är viktigt enligt de intervjuade på Capital Norden, då de anställda på PE företaget enbart är generalister med kunskap om generella affärsstrategier. Vidare beskriver en av de intervjuade på Capital Norden denna process som iterativ, där PBets ledning har stort inflytande:

”Vem som bestämmer beror på ledningen i portföljbolaget. Är ledningen stark samt har tydliga planer för bolaget så behöver vi inte styra lika mycket. Vi förklarar då för ledningen vad vi anser bör förändras och sedan diskuterar vi det tillsammans med ledningen.”

Vidare påpekar en av de intervjuade på Capital Norden att de är noga med att inte förbise ledningens vilja. Han anser att detta är speciellt viktigt då de anställda på Capital Norden har en finansiell inriktning, vilket innebär att ledningen måste bidra med specifik kunskap om industrin:

"Vi har inte specifik branschkunskap utan det måste företagets ledning ha. Vi har istället en stor verktygslåda med generella idéer så som kunskap om hur mycket marknadsföring som krävs, olika marknader man bör prova att gå in på etcetera. En av våra viktigaste uppgifter är att hela tiden ifrågasätta det som ledningen gör. På detta sätt kan vi tillsammans hitta nya sätt att förbättra verksamheten, samt utvärdera de strategier företaget för tillfället arbetar efter."

Att de anställda på PE företaget är generalister innebär enligt de intervjuade ett krav på att ledningen måste vara kompetent, samt att Capital Norden känner stor tillit för dem. En av de intervjuade på Capital Norden uttrycker det som att *"nyckeln till framgång är en kompetent och professionell ledning"*. Vidare menar han att även om det är Capital Norden som i samspråk med ledningen avgör vilka förändringar som skall göras, så är det PBets ledning som ska implementera och genomföra de strategiska besluten.

Avseende uppföljning av den strategiska planen, så sker det för alla PB en gång i kvartalet. Capital Norden undersöker då om företaget vuxit eller inte, samt vilka de bakomliggande faktorerna till detta är. Vid viktiga externa eller interna förändringar revideras planen. Enligt en av de intervjuade sker detta i genomsnitt en till två gånger per år då långsiktiga antaganden, så som prognoser för den marknad företaget befinner sig på, bygger på faktorer som har en tendens att förändras. Mer specifikt hur denna revideringsprocess skall gå till finns inte fastställt på företaget, utan varierar från gång till annan. Emellertid deltar alltid PBets styrelse med verkställande direktör.

Typ av strategier

Samtliga av de intervjuade på Capital Norden menar att de strategier företaget väljer att tillämpa i sina PB, i grunden handlar om olika tillvägagångssätt för att öka försäljningen i bolaget och sänka dess kostnader. Vad gäller satsning på forskning och utveckling varierar detta från bolag till bolag. Enligt en av de intervjuade på Capital Norden kan man emellertid generellt säga att företaget har en preferens mot att tillförskansa sig nya uppfinningar och nya kunskaper genom uppköp av andra befintliga bolag, snarare än genom stora satsningar på forskning och utveckling. Han menar att uppköpsstrategin är säkrare, då utvecklingsprojekt kan ta lång tid och deras utkomst är oviss. Vid ett uppköp vet man vilka produkter man får och när man får tillgång till dem.

Saunatec

Framtagning och exekvering av strategierna

I Saunatecs fall var den strategiska planen inte färdig vid investeringstillfället. Då uppköpet genomfördes under tidspress, valde Capital Norden att till en början skapa sig en övergripande uppfattning om företaget, med hjälp av ledningens affärsplan och utomstående konsulter. De försökte i denna process fastställa vilka värdeskapande möjligheter som fanns för Saunatec. Så snart köpet genomförts satte de sig ned tillsammans med ledningen i Saunatec, för att utifrån den information de samlat in under uppköpsfasen, utforma den strategiska planen. Denna har vid intervjutillfället inte helt fastställts, men beräknas vara klar under våren 2007. Vad gäller strategiarbetet uttrycker en av de anställda på Saunatec att:

"Det är alltid ägaren som initierar vilka strategier som skall genomföras och på det sättet kommer de strategier vi implementerar från Capital Norden."

Samtidigt understryker han dock att ledningen har mycket att säga till om. Bland annat har Saunatec, sedan Capital Norden blev ägare, tillsatt en egen grupp som arbetar med strategiska frågor i nära samarbete med styrelsen.

Typ av strategier

Enligt de intervjuade på Capital Norden har Saunatec goda möjligheter till organisk tillväxt på både befintliga och nya marknader, då ett flertal marknader utanför Norden är omogna med låg konkurrens. Vidare tror Capital Norden att bastumarknaden i USA kommer att växa, då trenden går mot ökat fokus på hälsa och välmående. Dessa trender skapar, enligt både Saunatecs ledning och Capital Norden, nya och större marknader för Saunatec. Då markanden är ytterst fragmenterad ser Capital Norden även stor potential till tillväxt genom förvärv av mindre aktörer. Även nya produktlanseringar är av stor betydelse för tillväxten, varför Capital Norden avser att snabba på framtagningsprocessen för nya produkter via egen forskning och utveckling, samt genom strategiska uppköp av mindre aktörer. Gällande antalet varumärken, så består företaget idag av fem olika varumärken, vilka Capital Norden vill konsolidera till ett och på så vis effektivisera marknadsföringen samt produktionen.

Idag har Saunatec betydligt lägre marginaler än sina konkurrenter, vilket gör att möjligheterna till kostnadsbesparingar är stora. Bland annat planerar Capital Norden att samordna inköpen till de olika delarna i organisationen, så att större skalfördelar kan erhållas. Även valet av leverantörer skall ses över då dagens inköp till stor del görs från leverantörer belägna i norra Europa. Genom ett byte till leverantörer i lågkostnadsländer tror Capital Norden att kostnaderna kan sänkas betydligt. Vidare skall skalfördelar uppnås genom konsolidering av den utspridda tillverkningen. Det forsknings- och utvecklingsprogram som fanns på Saunatec vid uppköpstillfället, kommer emellertid att behållas. Vissa strategiska åtgärder skall dock genomföras i syfte att snabba på ledtiderna i processen och öka frekvensen av nya produkter.

Vad gäller de mer finansiella strategierna, påpekar en av de anställda i Saunatecs ledning att en tydlig del av Capital Nordens strategi är att arbeta med lite eget kapital, hög skuldsättning och stort fokus på kassaflödet. Den intervjuade framhäver även att Capital Nordens korta investeringshorisont har en tydlig påverkan på de strategiska valen.

5.1.4 Målsättning och standard

Capital Norden

Övergripande mått¹¹

Det övergripande målet, att öka aktieägarvärdet, mäts genom IRR för respektive PB och på en aggregerad nivå för samtliga bolag som ingår i en fond. Båda intervjuade på Capital Norden påpekar emellertid att de inte använder IRR för att direkt styra och kontrollera portföljbolagen. En av dem uttrycker det så här:

¹¹ Med övergripande mått avses här mått som direkt kan härledas till resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys på koncernnivå, det vill säga för hela PBet.

"IRR har inte direkt något med styrningen av portföljbolaget som sådant att göra. Det är snarare ett krav från private equity industrin för att mäta hur framgångsrik en specifik investering är."

Enligt Capital Norden finns för alla deras portföljbolag fokus på övergripande mått som Sales¹², EBITDA¹³ och EBIT¹⁴, samt de motsvarande vinstmarginalerna. De båda intervjuade på Capital Norden menar att EBITDA är speciellt viktigt, då det är det mått som bäst återspeglar operationellt kassaflöde, vilket är viktigt att ha uppsikt över. Vidare har de ett tydligt mål att hålla nere rörelsekapitalet, varför mått på bolagets likviditet, antal varor i lager, kund- och leverantörsfakturor, samt totalt rörelsekapital är i fokus. Vidare sätts målnivåerna för de övergripande måtten i den årliga budgeten. Budgeten är uppdelad på de olika enheterna inom varje PB, där varje enhet har sin egen delbudget att uppnå. Budgeten fastslås i samarbete mellan styrelsen och ledningen på de olika PB:n, efter det att varje PBs enhetschefer arbetat fram ett budgetförslag för sina enheter. De vill med budgeten klargöra för personalen vilka mål som gäller, samt skapa en ökad medvetenhet om vilka enheter som går bra och mindre bra.

Bakomliggande mått¹⁵

Även mått som mäter de bakomliggande faktorerna, som driver de övergripande måtten, används. Dessa är ofta mer anpassade till de enskilda bolagens olika enheter. En av de intervjuade på Capital Norden menar att denna speciella anpassning gäller mått som utreder effektiviteten och utvecklingen i de olika avdelningarna i organisationen. Som exempel nämner han bruttomarginalen för olika tillverkningsenheter i ett tillverkande PB. Dessa effektivitetsmått kan inte direkt hänföras till balans- eller resultaträkningen. Enligt de intervjuade på Capital Norden tas målnivåerna för många av dessa mått fram i de olika delbudgeterna, som sedan adderas ihop till hela bolagets budget. Exempel på denna typ av mått som löpande följs upp av Capital Norden är; månadsvis kundfakturerings per region, division och per produktgrupp; vinstmarginal per enhet, fabrik eller produktgrupp (bruttomarginal eller EBITDA marginal); antal produktlanseringar per år; nya marknadsandelar för hela eller delar av bolaget; samt lager, orderstock och leveranstid per produktgrupp.

Även om Capital Norden oftast använder samma formella styrvariabler i sina PB, påpekar en av de intervjuade att de inte försöker likrikta styrningen på så sätt att de skapar "ABN Amro Capital bolag". Han drar här en parallell till General Electrics där han anser att det kanske på ett tydligare sätt speglas i deras bolag att det är just General Electric som är ägarna.

Något som båda intervjuade på Capital Norden är noga med att framhålla är att effektivitetsmått på lägre nivå än enhets-, regions-, eller produktnivå inte kontinuerligt följs upp. Istället är dessa av intresse när de upptäcker att utfallet inte är i linje med budget och prognoser:

"Det är viktigt att följa upp och se hur det går. Är något fel eller konstigt så måste vi titta närmare på det och lösa det. Är det exempelvis en fabrik som har för höga kostnader tittar vi på mått som; antal produkter

¹² Vi använder de engelska termerna då det är dessa som används på företagen.

¹³ Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation

¹⁴ Earnings Before Interest and Taxes

¹⁵ Med bakomliggande mått avses mått som mäter värde drivarna till de övergripande måtten.

tillverkade per anställd i fabriken, utnyttjande av produktionskapacitet i den fabriken och så vidare. På så sätt vill vi få reda på varför det inte fungerar som det ska just där.”

Målsättningen för dessa mått tas fram dels genom jämförelser internt mellan enheter och mot historiska prestationer, dels genom att de i den utsträckning det går jämför med ledande konkurrenters prestationer. En av de intervjuade på Capital Norden påpekar att då något i PBen avviker, är det inte de ansvariga på Capital Norden som tar fram måtten och gör själva analysen, utan det utförs av ledningen.

Saunatec

Övergripande mått

Samtliga intervjuade på Saunatec menar att IRR inte används explicit av Capital Norden. Istället har Capital Norden tydligt kommunicerat att de är intresserade av övergripande mått som Sales, EBITDA och EBIT. Detta kommuniceras vidare av ledningen neråt i organisationen. Vidare mäts företagets rörelsekapital, kassaflöde och likviditet kontinuerligt. Capital Norden har i samspråk med ledningen tagit fram en budget som prognostiserar 2007 års intäkter, kostnader och kapitalbehov för de olika delarna inom Saunatec. Denna är baserad på mellannivåchefernas initiala uppskattningar. En av de intervjuade i Saunatecs ledning menar att budgetprocessen baseras på prognoser och uppskattningar nerifrån och upp i organisationen. Sedan har Capital Norden tillsammans med resten av styrelsen anpassat budgeten för hela företaget, bland annat baserat på en marknadsanalys utförd av externa konsulter.

Bakomliggande mått

De intervjuade i både Saunatecs ledning och Capital Norden vidhåller att då Capital Norden vill förstå vad som driver intäkterna respektive kostnaderna, är de även intresserade av mått på de operationella delarna av bolaget. Då bolaget fortlöper som det ska, studerar Capital Norden främst operationella mått för hela bolaget, samt på fabriks- och produktnivå. Framförallt finns fokus på EBITDA marginaler i olika delar av företaget, vilka används för att förstå lönsamhetsutvecklingen i de olika varumärkena och fabrikerna. Vilka mått som är viktiga beror på vad varje enhet arbetar med, men kan sammanfattas i; orderintäkter och antal mottagna order per land samt per produktgrupp; kundfordringar; marknadsandelar på konsoliderad nivå och per produktgrupp; samt bruttomarginal per fabrik och per produktgrupp. Vidare påpekar en intervjuad på Saunatec att de mer specifika mått som finns i bolaget, inte förmedlas till Capital Norden då *”de skulle drunkna i information om de fick all denna information varje månad”*. Istället blir dessa mått aktuella att förmedla vid avvikelser.

Enligt en av de intervjuade skiljer sig de mått som Capital Norden är intresserade av, inte nämnvärt åt jämfört med de mått bolaget arbetade med tidigare. Den intervjuade anser att anledningen till detta är att även de förra ägarna var ett PE företag. Han menar att båda dessa ägare vill hålla kostnaderna och rörelsekapitalet nere, erhålla ett bra kassaflöde samt generera en bra tillväxt, i större utsträckning än *”vanliga industriella ägare”*. Han refererar här till de andra företag som han arbetat i där ägarna var industriella företag. Vidare menar de båda intervjuade på Saunatec att även de förra ägarna ville ha alla avvikelser förklarade för sig.

5.1.5 Belöningar

Capital Norden

Alla intervjuade anser att det viktigaste incitamentet för ledningen att göra ett bra jobb och arbeta för samma mål som Capital Norden, finns inbakat i ägarstrukturen. Enligt de intervjuade på Capital Norden är kravet på ledningens delägarskap en följd av att de vill undvika att ledningen inte handlar i ägarnas intresse. Ledningens andel av det egna kapitalet uppgår i de flesta fall till mellan fem och tio procent. Capitals delägarstruktur för ledningen resulterar dessutom i att denna får en högre IRR på sina investeringar än vad ABN Amro får. Syftet med detta är att motivera ledningen att öka avkastningen till investerarna. Vidare inför Capital Norden incitamentssystem både på lednings- och mellanchefernsnivå i sina bolag. Dessa incitamentssystem utgörs av bonusprogram som är kopplade till budgetutfallet. Bonusprogrammen är enligt en av de intervjuade på Capital Norden kopplade till både företagets övergripande resultat, samt till mer positionsberoende prestationsvariabler. Med det senare menas att varje individ som erhåller bonus, har en del av bonusen grundad på ett objektiva resultatmått som ligger inom dennes kontrollsfär, samt en mindre del grundad på mer mjuka, icke mätbara variabler förknippade med den enskilda personens prestation: *”Därmed kommer även en mer subjektiv bedömning in”*, menar en av de intervjuade på Capital Norden. Att det är viktigt att införa ett väl anpassat incitamentssystem uttrycker en av de intervjuade så här:

”Ledningen är vanligtvis emotionellt involverade i företaget och dess anställda på ett sätt som private equity företaget inte är. Till exempel vill ledningen ofta vänta tills in i det sista innan personal avskedas. Detta är inte i linje med att öka aktieägarvärdet. Därför är det viktigt med rätt incitamentsstruktur”

Ett utvecklat incitamentssystem som implementeras i alla bolag finns emellertid inte. Vidare anser en av de intervjuade på Capital Norden att det även finns belöningar för dem som sitter i ledningen, i form av att de har möjlighet att utvecklas som företagsledare och prestigen i att vara med och utveckla ett framgångsrikt bolag:

”Det är viktigt att vi tillsammans med ledningen tar fram inte bara vinstmål och finansiella mått utan även låter ledningen utvecklas som ledare. Vi brukar därför låta ledningen gå olika ledningskurser där de lär sig hur man inspirerar och leder andra människor. Detta är viktigt även för ledningens trivsel så att de stannar kvar på företaget och kontinuitet i kommunikationen mellan portföljbolaget och oss på firman uppnås.”

Saunatec

I Saunatec är tio personer ur den högsta ledningen delägare i bolaget. De intervjuade på bolaget menar att ledningens delägarskap definitivt ökar medvetenheten och fokus på bolagets aktieägarvärde. Vid intervjutillfället hade Capital Norden ännu inte färdigställt och infört nya bonusprogram i Saunatec. Anledningen är att Capital Norden vill vara helt säkra på att rätt personer sitter i ledningen innan nya bonussystem införs, samt att det nuvarande bonussystemet anses fungera väl. Gällande de mer mjuka belöningarna, såsom att utvecklas som ledare och stoltheten över att vara en av nyckelpersonerna i ett framgångsrikt företag, menar de intervjuade på Saunatec att dessa är otroligt viktiga för att de ska känna att arbetet är stimulerande. Dock anser de inte att dessa alltid får dem att sträva i samma riktning som Capital Norden. De förklarar detta med att de, till skillnad från Capital Norden, är emotionellt bundna till Saunatec och dess anställda, vilket bidrar

till att de två parterna ibland har olika uppfattningar om vad som är bra och dåligt för företaget.

Vidare påpekar en av de intervjuade på Saunatec, att tillit mellan honom och de ansvariga på Capital Norden är viktigt för samarbetet. Han uttrycker det som att ett *”bra kontrollsystem och tillit mellan oss [ledningen och Capital Norden] krävs för ett väl fungerande samarbete”*. Han påpekar även vikten av att relationen bygger på *”professionellt förtroende och ett bra track rekord”*. Han menar att just dessa faktorer är grunden till en tillit i relationen.

5.1.6 Feedback

Capital Norden

Enligt de intervjuade på Capital Norden har de en önskan om att ta en aktiv roll i sina PB. Ett alltför aktivt deltagande hindras emellertid av att de är relativt få anställda på det nordiska kontoret. Enligt de intervjuade blir därför tvåvägskommunikationen mellan dem och PBet av största vikt. Det är viktigt att parterna träffas regelbundet och håller varandra uppdaterade. Vanligtvis har Capital Norden någon typ av kontakt med sina portföljbolag en gång i veckan eller oftare, beroende på i vilken fas bolaget befinner sig i. Som regel pratar en ansvarig på Capital Norden med respektive VD på PBen en gång i veckan. Förutom denna kontakt erhåller de ansvariga personerna på Capital Norden en rapport om företagets framskridande och viktiga händelser varje vecka per telefon eller via mail. Dessutom träffar Capital Norden styrelsen för respektive PB fyra till sex gånger årligen på styrelsemöten, där finansiell såväl som strategisk information presenteras och diskuteras.

Alla intervjuade på Capital Norden menar att en tät kontakt är speciellt viktigt, då de inte objektivt kan veta att ledningen ger dem all information de behöver. Vidare medför detta att en hög tillit till ledningen måste finnas. En av de intervjuade påpekar här vikten av att de redan i uppköpsprocessen känner att de kan arbeta med ledningen:

”Det är inte vi som ska ’run the show’ utan det är ledningen. Om vi inte tror på ledningen så blir det väldigt svårt. Då blir det genast en massa extra uppföljning och man ska vara nere och ifrågasätta saker. Därför är tillit en mycket viktig komponent i vårt samarbete. Tillit är något som byggs upp och fördjupas under vägen. Men vi måste ha tro på ledningens kompetens och samarbetsvilja från dag ett för att köpa företaget om det inte är så att vi redan vid uppköpstillfället har andra kandidater som kan ta över och träda in i ledningen.”

Detta bekräftas även av en annan på Capital Norden, som påpekar tillitens betydelse för att en fruktsam relation skall kunna finnas mellan PE företaget och portföljbolaget.

Formella rapporter

Då Capital Norden går in som ägare i ett nytt bolag kräver de en viss standard på den formella rapporteringen. Ett konsekvens av detta är att många PB tvingas att förbättra sina rapporteringssystem, då de inte tidigare haft dessa höga krav på sina formella rapporter. Vidare kräver Capital Norden att PBen presenterar en månatlig rapport som innehåller både finansiell data och en skriftlig återgivning av vad som hänt internt i

företaget respektive extern på dess marknader. Vid årsbokslut begär även Capital Norden en fullständig skriftlig finansiell rapport av årets händelser. Denna är dock mindre detaljerad jämfört med månadsrapporterna. Enligt alla intervjuade på Capital Norden är rapporterna en ytterst viktig del av styrningen, då de ger kontroll och minskar risken för att ledningen förskönar bolagets resultat.

Månadsrapporternas innehåll

Månadsrapporterna, vilka skickas till respektive PBs styrelse, är anpassade för varje PBs verksamhet. Capital Norden tar tillsammans med PBets ledning fram en standard som är anpassad till dess verksamhet. Enligt en av de intervjuade på Capital Norden innehåller dock samtliga PBs månadsrapporter en resultaträkning, en balansräkning och en kassaflödesanalys för hela bolaget. Vidare innehåller dessa rapporter någon form av beräkning av rörelsekapitalet, samt information om hur bolagets investeringsverksamhet fortlöper. De flesta PB rapporterar även någon form av resultaträkning för respektive division eller fabrik. Inkluderas görs även de bakomliggande operationella mått¹⁶ som löpande följs upp av Capital Norden. Samtliga data jämförs sedan med budget och med motsvarande data för aktuell månad tidigare år. Den skriftliga informationen i månadsrapporterna syftar till att förklara redovisade data, samt ge Capital Norden överblick över hur strategiska planer, investeringar och forskning och utveckling fortlöper. Även information om konkurrenter och andra externa faktorer som är av vikt för det specifika PBet ingår.

Att ovan nämnda rapporter kommer in till Capital Norden i tid är ytterst viktigt. En av de tillfrågade framhåller här att utan en viss nivå av kontroll, i form av rapporter och uppföljning, skulle de inte objektivt kunna veta att ledningen gör som den säger att den gör. Saknas denna objektiva kontroll, kan de heller inte lita på att ledningen handlar enligt överenskommelser. Denna inställning verifieras av en annan:

”Vi vill alltid ha de formella rapporterna. Utan uppföljning kan vi inte veta att ledningen gör det vi kommer överrens om. Däremot, då rapporteringssystemen fungerar väl och man vet att man har rätt man på rätt plats och allting går enligt plan, så blir man mer avslappnad. Då behöver man inte vara lika ifrågasättande på styrelsemötena och kan lämna ledningen lite mer till sig själv. Men denna tillit är något som byggs upp med tiden.”

Här förtydligar den tillfrågade att med rätt man på rätt plats avser han att *”de vet att de vill behålla dem som sitter i ledningen och samtliga personer har blivit delägare i bolaget”*. Samtidigt påpekar han att om Capital Norden skulle kontrollera och följa upp ledningen i sina PB alltför hårt, skulle detta kunna inverka negativt på deras relation till ledningen.

”Om ledningen känner att vi inte litar på dem, utan ständigt granskar allt de gör, kommer de snarare motverka vår närvaro, istället för att välkomna den.”

När Capital Norden fått rapporterna är de enligt en annan av de intervjuade mycket noga med att följa upp dessa:

”Vi följer alltid upp våra rapporter noga. Om det är något som inte är som det ska hajar man till. I dessa fall hoppas man att VD:n i den skriftliga bifogade månatliga rapporten kommenterat kring avvikelser. Sedan, om vi inte har något inplanerat styrelsemöte relativt snart därefter så brukar vi ringa och fråga vad

¹⁶ Se Bakomliggande mått för Saunatec under Målsättning och standard i detta kapitel.

det är som inte gått som det ska. Oftast ringer då en av våra partners till bolagets VD alternativt går vi först via styrelseordföranden, som i sin tur pratar med VD. Därefter skulle det eventuellt bli aktuellt med ett gemensamt telefonmöte med alla inblandade, både på vårt företag och på portföljbolaget. ”

Saunatec

I Saunatec har VD löpande kontakt med den ansvarige partnern, Johan Bjurström. De andra ansvariga på Capital Norden har kontinuerlig kontakt med ekonomichefen. Om VD och ekonomichefen inte är tillgängliga, tar Capital Norden kontakt med någon annan längre ner i organisationen. Dock påpekar samtliga intervjuade på Capital Norden, att det i dessa fall är viktigt att se till att inte toppledningen uppfattar det som att de försöker förbigå dem. Att ledningen på Saunatec skulle få uppfattningen att Capital Norden inte litar på dem och därför kontrollerar vad de säger genom att höra sig för längre ner i organisationen, är något Capital Norden är noga med att undvika.

Saunatecs ekonomichef har vanligtvis kontakt med Rydmark, som är ansvarig Investment Director, via mail två gånger per vecka. Därutöver har de telefonkontakt varannan vecka. Varje månad skickar även Saunatecs VD en rapport till Capital Norden, som innehåller både finansiell och strategisk information. Vidare träffar VD och ekonomichefen de ansvariga på Capital Norden sex gånger per år på så kallade styrelsemöten. Däremellan träffar främst VD de ansvariga på Capital Norden i samband med att de besöker till exempel potentiella uppköpskandidater.

Formella rapporter

Vad gäller rapporteringssystem, anser de intervjuade på Capital Norden att Saunatec vid uppköpstillfället hade ett dåligt sådant. Detta förklarar de intervjuade på Saunatec med att bolaget fick stora problem med den tyska verksamheten under början av 2000 talet. Av denna anledning hade de förra ägarna, Sponsor Capital, samt den högsta ledningen under denna period fullt upp med att rädda företaget från att förlora en av de viktigaste inkomstkällorna i företaget. Rapporteringen och uppföljningen av de andra delarna av Saunatec, vilka gick synnerligen bra, blev därför lidande. Samtidigt menar de intervjuade på Saunatec att rapporteringssystemet utvecklades ordentligt under Sponsor Capitals första ägarperiod, vilket underlättade företagets börsintroduktion under 1990 talet. Till följd av ett bristande rapporteringssystem har Saunatec idag påbörjat utformningen av ett mer heltäckande sådant. Dagens rapporter är betydligt mer innehållsrika, både till djup och till antal olika finansiella mått. I denna process deltar Saunatecs ekonomichef och controller samt en ansvarig partner på Capital Norden.

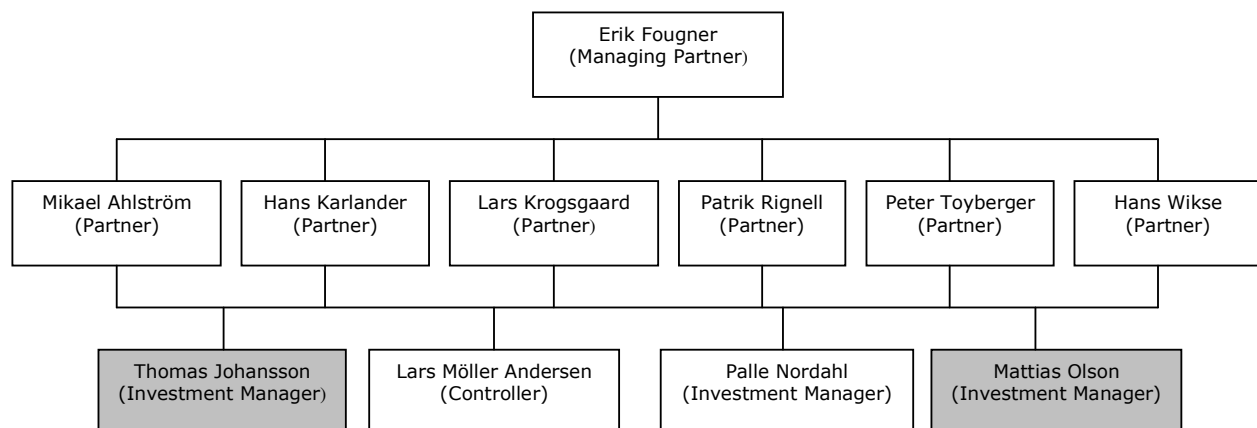
Månadsrapporternas innehåll

Capital Norden vill månatligen ha en resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys för hela bolaget, samt detaljerad information om de respektive enheternas intäkter, kostnader och vinstmarginaler. Rapporterna är till exempel nedbrutna på de olika regionala enheterna; Tyskland, Finland, England och USA, där en resultaträkning redovisas för varje region. Vidare görs idag en kontinuerlig jämförelse av månadens utfall med utfallet samma månad året innan, samt med budgeten för aktuell månad. Vidare rapporteras månatligen; fakturering per land som de säljer till, försäljning per produktgrupp per land och bruttomarginal per fabrik.

Som komplement till den ovan beskrivna finansiella rapporteringen, skriver VD en redogörelse för vad som sker på de olika marknaderna, samt förklarar eventuella avvikelser i de finansiella talen. För att kunna ge dessa förklaringar, använder han ofta mer specifika effektivitetsmått. Vid behov inkluderas även dessa i rapporten. En av de intervjuade i Saunatecs ledning påpekar att denna skriftliga och mer utredande del av rapporteringen, inte fanns innan Capital Norden blev ägare.

5.2 Procuritas Partners KB

Procuritas Partners KB grundades 1986 i Köpenhamn och var därmed det första private equity bolaget i Skandinavien som inriktade sig på management buy-outs. Senare flyttade huvudkontoret till Stockholm och företaget har nu verksamhet i både Stockholm och Köpenhamn. Sedan starten har Procuritas gjort sammanlagt 24 investeringar uppdelade på tre olika fonder, med en sammanlagd investering på över 11 miljarder SEK (Procuritas hemsida). Procuritas började sin verksamhet genom att under slutet av 1980 talet göra tre management buy-outs som lade grunden för det track rekord som möjliggjorde kapitalinsamling till en första fond. En av dessa tre investeringar, Gunnebo, var även Sveriges första MBO där ett företag köptes ut från börsen (Procuritas hemsida). Fond nummer tre, PCI III, startade år 2003 och har gjort sju investeringar till dags dato. Idag har Procuritas cirka 3 miljarder SEK till förfogande i de två senaste fonderna (Procuritas hemsida). Procuritas organisationsstruktur är i linje med den generella PE-strukturen som presenterats ovan. Varje fond består av en viss mängd utlovat kapital som tillskrivits Procuritas under respektive fonds kapitalresningsperiod. I de två senaste fonderna har cirka 20 institutionella investerare förbundit sig att bistå med kapital som betalas ut till Procuritas då lämplig uppköpskandidat identifierats (Olson, 2007). På Procuritas finns idag sju partners och tre investment managers. Dessa har främst en operationell bakgrund som chefer inom industrin och dessförinnan som managementkonsulter. Resterande personal består av administrativ personal, en controller samt två deltidsanalytiker. Företaget befinner sig emellertid i en omstruktureringsfas, där flera av partnererna skall lämna företaget och somliga arbetar halvtid. Således är den nuvarande organisationsstrukturen inte helt representativ för företagets verksamhet i praktiken.



Figur 6: Investeringsansvariga på Procuritas. De grå markeringarna visar vilka som intervjuats.

Procuritas syftar till att generera en god avkastning på sina investeringar, genom att tillämpa en strategi där de inriktar sig på att investera i nordiska företag till en kostnad under företagens realiserbara värde (Procuritas hemsida). Vidare engagerar sig Procuritas vanligtvis inte i företag där en turnaround krävs, eller i företag som befinner sig i uppstartsfasen (Procuritas hemsida).

De övergripande investeringskriterier som Procuritas tillämpar och som står att finna på deras hemsida är:

- En erfaren och talangfull ledning med bevisat resultat och vilja att investera i bolaget.
- Bolaget ska ha en omsättning på mer än 400 miljoner SEK.
- Bolaget ska ha en stark produkt och/eller marknadsposition.
- Fonden skall ha majoritetsäggande, eller i undantagsfall en stor minoritetspost.

5.2.1 Ariterm

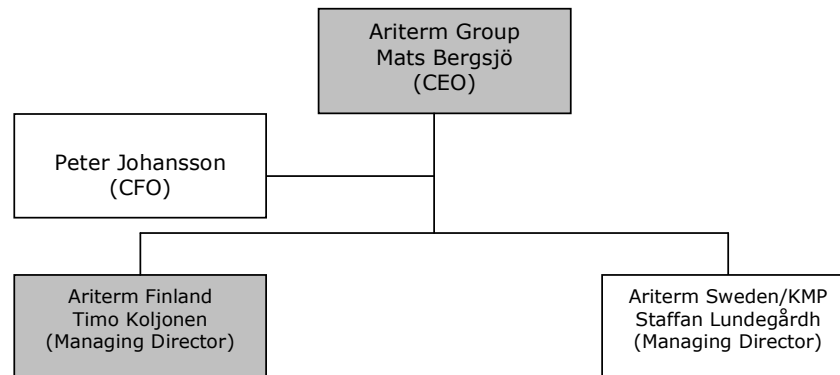
Våren 2004 köpte Procuritas värmepumpskoncernen Thermia med anor från år 1889. Innan hade bolaget varit ägt utav fyra större ägare; Industrifonden, Arbustum Invest, finska Componenta samt en privatperson (Procuritas hemsida). Vid köpet hade bolaget även en mindre pelletsverksamhet. Enligt en av de intervjuade tog Procuritas under hösten 2005 beslutet att avyttra värmepumpsverksamheten, det vill säga större delen av Thermia, till industrikoncernen Danfoss. Anledningen till detta var bland annat att de fick ett bra erbjudande på värmepumpsverksamheten, samtidigt som de såg en enorm tillväxtpotential i pelletverksamheten. Procuritas ansåg att pelletsverksamheten inom Thermia låg mer i tiden, då uppvärmning med pellets inte bidrar till växthuseffekten och beslöt därför att behålla denna del som då blev aktiebolaget Ariterm¹⁷ med huvudkontor i Arvika (Olson, 2007). Idag utvecklar och producerar Ariterm pelletssystem i form av pelletspannor, pelletsbrännare och pelletsaminer (Ariterms hemsida). Aritermkoncernen bestod från början av två bolag; Ariterm AB i Sverige och Ariterm OY i Finland. 2006 köpte Procuritas även upp Kalmar Maskin projekt AB (KMP) som även de utvecklar och producerar pelletssystem. Enligt de intervjuade omsätter Aritermgruppen idag cirka 400 miljoner SEK och har 170 anställda i Sverige och Finland.

Styrelsen

I styrelsen för Ariterm sitter från Procuritas sida idag en partner, Hans Wikse, och en Investment Manager, Mattias Olson. Vidare har Procuritas utsett Björn Lindberg till styrelseordförande. Lindberg har även tidigare suttit som ordförande i Procuritas portföljbolag och arbetar heltid som styrelseproffs. De andra medlemmarna i styrelsen är Elisabeth Du Rietz som är extern ledamot, samt Mats Bergsjö, VD för Aritermkoncernen. Nedan presenteras Ariterms organisationsstruktur på övergripande nivå.¹⁸

¹⁷ I studien kommer hela Procuritas investering i Thermia som sedan mynnade ut i Ariterm, att benämnas som Ariterm.

¹⁸ Se appendix 2 för organisationsstruktur.



Figur 7: Ariterms ledningsstruktur. De grå markeringarna visar vilka som intervjuats.

5.2.2 Övergripande mål

Procuritas

En samstämmighet råder hos samtliga intervjuade på Procuritas att det övergripande målet för deras portföljbolag är att öka aktieägarvärdet. Detta sammanfattas av en av de intervjuade så här:

”Vårt fokus är bara aktieägarvärdet. Syftet med alla de strategiska mål som sätts upp i portföljbolagen är att öka avkastningen.”

En annan av de intervjuade på bolaget uttrycker det som att *”målet att öka aktieägarvärdet genomsyrar hela portföljbolagens slutliga konstruktion”*. Han menar att val av strategier påverkas av hur de på bästa sätt kan öka avkastningen i portföljbolaget och därmed öka avkastningen till investerarna. Vidare påverkar strategierna i sin tur vilken organisationsstruktur som är mest optimal.

Ariterm

Enligt en av de intervjuade på Ariterm har Procuritas inte infört några nya mål, däremot har de ökat fokuseringen på aktieägarna. Vidare menar en av de intervjuade att Procuritas kommunicerat att de vill att Ariterm skall ha en bra marknadsposition för att kunna generera tillväxt, en bra lönsamhet, samt ett bra kassaflöde. Men även om dessa är Procuritas uttryckliga mål, menar han att allt egentligen handlar om att öka aktieägarvärdet i företaget:

”De mål Procuritas satt upp mynnar alla ut i att de ska kunna sälja Ariterm så dyrt som möjligt, för att kunna få så hög avkastning på sin investering som möjligt. En stark tillväxt innebär högre multiplar och ett bra resultat. Ett bra kassaflöde innebär i sin tur att man får ner skulderna, vilket ger en extra fin hävstång. Det är egentligen en väldigt enkel matematik. Allt handlar om att maximera och optimera deras exit, vilket kan sammanfattas med målet att öka aktieägarvärdet.”

5.2.3 Strategier och planer

Procuritas

Framtagning och exekvering av strategierna

Under varje uppköpsprocess tar Procuritas hjälp av externa managementkonsulter, som analyserar och genomlyser den marknad som uppköpskandidaten verkar på. Med hjälp av denna analys och tillsammans med de planer som ledningen för det tilltänkta portföljbolaget presenterar under processen, tar Procuritas fram en initial aggregerad strategisk plan. Denna plan utgör en grov översikt över vilka strategiska förändringar Procuritas kan göra för att öka aktieägarvärdet i bolaget. Vidare ligger de övergripande strategiska planerna till grund för det pris Procuritas är beredd att betala för bolaget. Om Procuritas slutligen köper bolaget, förfinas och fördjupas den strategiska planen i samspråk med portföljbolagets ledning. Procuritas siktar på att inom cirka tre månader efter uppköpet, ha en detaljerad strategisk plan färdig. Denna plan skall innehålla de olika strategiska moment Procuritas och bolagets ledning kommit överrens om att genomföra, samt en tidsplan för när implementeringen av respektive strategi skall vara genomförd.

Alla intervjuade på Procuritas anser att det är viktigt att det finns ett fungerande samspel mellan dem och PBets ledning. De menar att de och deras kolleger är generalister, medan ledningen agerar som branschspecialister. Av denna anledning blir ledningens kunskaper om den specifika industrin mycket viktiga. En av de intervjuade på Procuritas beskriver den strategiska framtagningsprocessen som:

"I slutändan kan man säga att planen tas fram i symbios mellan oss och portföljbolaget. Det är väldigt viktigt att portföljbolagets ledning och VD är med och tar fram planen och är engagerad."

Vidare är det alltid ledningen i portföljbolaget som ansvarar för den operativa verksamheten och implementerar de förändringar som Procuritas och ledningen tillsammans fastslagit. Styrelsen för varje PB ansvarar i sin tur för att initiera de strategiska planerna och coacha ledningen så att de blir genomförda. Samtliga intervjuade på Procuritas menar att ledningen har en oerhört avgörande roll i implementeringen av de framtagna strategierna och det är därför av största vikt att denna är kompetent, så att de ansvariga på Procuritas känner att de vågar delegera ansvaret till denna.

Enligt en av de ansvariga på Procuritas är det både vanligt och viktigt att den strategiska planen revideras:

"Anledningen till att den revideras är till exempel att vi vill göra den mer detaljerad allt eftersom, då det från början kan vara svårt att göra den mycket detaljerad, samt att man oftast inte lägger fokus på detaljer från början. Vidare är det ju så att ett företag genomgår olika faser och efter det att man har genomfört vissa strategier som att gå in på en ny marknad under de första två åren, är det dags att utvärdera och revidera vad man bör göra härnäst beroende på vad utkomsten blev."

Vidare menar han att de idag inte har några formella möten med styrelsen och bolagsledningen, där de diskuterar huruvida de strategiska planerna fungerar och om de ska revideras:

"Det genereras ju nya idéer ständigt om vad som skulle kunna göras och förbättras. Detta är en pågående process hos oss på Procuritas."

De investeringsansvariga på Procuritas samlas dessutom en gång per kvartal för att se över de strategiska planerna internt och diskutera vad de bör göra härnäst.

Typ av strategier

Enligt samtliga intervjuade på Procuritas, består den strategiska planen i allmänhet av strategier som expansionsstrategier, effektiviseringsstrategier, optimering av produktportföljen och aspekter relaterade till de anställda inom företaget. Vidare anser alla intervjuade på Procuritas att det är viktigt att ta beslut om hur genereringen av nya produkter skall gå till, det vill säga genom uppköp av nya företag med konkurrenskraftiga produkter eller genom forsknings- och utvecklingsprojekt. En av de intervjuade menar att de generellt har en preferens mot att genom uppköp av mindre bolag tillförsäkra sig nya produkter: *"På så sätt erhåller man både nya produkter och ny kunskap, samt nya kunder och mer försäljning"*, menar han.

Ariterm

Framtagning och exekvering av strategierna

I Ariterms fall var grundstommen till den strategiska planen klar vid uppköpstillfället. Direkt efter uppköpet hade Procuritas sedan en avspark med Ariterms ledning, där de tillsammans bröt ner den strategiska planen till en affärsplan. I denna plan utformades mer specifikt vad som skulle göras på olika områden inom företaget. Enligt en av de intervjuade på Ariterm är strategiarbetet *"sällan en systematisk process utan idéerna växer fram genom interaktion"* mellan dem och Procuritas. Han känner att han när som helst kan lyfta på telefonen och ringa till Procuritas, om han skulle få en idé. Han vidhåller även att om Procuritas idag skulle komma med en idé som han, baserat på sin branschkunskap, inte ansåg skulle fungera så skulle de lyssna på honom. Men, det har emellertid inte alltid varit så. Som exempel på när åsikterna skilt sig åt markant tar han satsningarna i forskning och utveckling under Thermia tiden, då Procuritas precis kommit in som ägare. Värmepumpsbranschen var på den tiden i en explorativ fas, där både Thermia och konkurrenterna satsade ovanligt mycket på forskning och utveckling:

"Precis i början beslutade Procuritas att vi måste dra ner på F&U, och jag ansåg detta vara ett stort misstag och förde ett av mitt livs största kamper mot det beslutet. Men de vägrade ge med sig, vilket innebar ett stort misstag och värmepumpsdelen i Thermia led av detta i många år efter det. Hade jag fört en liknande 'strid' idag skulle de ansvariga på Procuritas absolut inse hur enormt viktig denna fråga var och lyssna på mig. Idag vet de att om jag anser att något är så viktigt, så är det för att det verkligen behövs för bolagets fortlevnad."

En av de berörda på Procuritas instämmer i detta och erkänner att det var ett stort misstag och att de i början inte vågade lita fullt ut på Aritermledningens prioriteringar. Även om en nära relation finns idag, påpekar en av de intervjuade i Ariterm att det i slutändan är Procuritas som har det sista ordet.

Att strategierna i Ariterm ständigt uppdateras och revideras, bekräftas av de intervjuade i bolaget. En av dem menar att Procuritas i början även tänkte sälja pelletsverksamheten, men att han var med och aktivt övertalade Procuritas att behålla denna del och utveckla den. Detta anser han är ett tydligt tecken på att de strategiska planerna revideras och anpassas efter externa förändringar och influenser.

Typ av strategier

Enligt de intervjuade på Procuritas investerade de i Ariterm då de hade en hög tilltro till utvecklingen inom industrin. I Ariterms fall består strategierna idag av hur de skall växa i Europa, vilka produktområden som skall växa, vilka produktområden som skall finnas kvar och vilken storlek på respektive produktområde som är optimal. Då de beslutat att behålla pelletsverksamheten, gjordes en ytterligare genomlysning av pelletsmarknaden, både internt och av externa konsulter. Utifrån det material som togs fram beslutade Procuritas att portföljbolaget borde göra tilläggsförvärv för att uppnå önskad tillväxt. Enligt en av de intervjuade köptes KMP (Kalmar Maskinprojekt AB) för att säkra marknadsandelar framförallt i Norden.

Sedan Procuritas blev ägare har Ariterm även ingått ett partnerskap med en fabrik i Polen. Att det blev Polen var VDs förslag, som sedan godkändes av Procuritas. De ansåg att Polen har en fungerande infrastruktur, ligger geografiskt nära samt har låga produktionskostnader jämfört med Sverige. Bolaget håller dessutom på att bygga upp en ny exportorganisation då *"dagens export sker helt ad hoc"*, enligt en av de intervjuade på Ariterm. Vem det var som initierade denna idé från början minns ingen av de intervjuade. De menar istället att det har varit en pågående process under en längre tid, då de insett att det måste finnas en fungerande exportavdelning i bolaget om de skall kunna bli marknadsledande.

Samtliga intervjuade på Ariterm anser att vissa av strategierna har ett mer kortsiktigt fokus. En av dem beskriver det såhär:

"Att långsiktigt stärka företaget är inte så tydligt när man jobbar med denna bransch [private equity]. Man ägnar sig istället åt andra typer av framtida tillväxt, som tilläggsförvärv samt små investeringar. Genom att använda dessa strategier tillsammans med de medel man redan har försöker man att öka försäljningen, gå in på nya marknader, undersöka potentialen i nya produkter och så vidare."

Trots att Procuritas inte är så intresserade av att satsa på större investeringar som forskning och utveckling, ser de tillfrågade i ledningen på Ariterm inte det som ett stort problem. De anser att Procuritas kommer att satsa på det som är nödvändigt för att företaget skall växa och få en bra marknadsposition. En av de intervjuade på Ariterm uttrycker det som att han *"drar åt ena hållet, medan styrelsen håller emot åt andra hållet och därmed uppnås en bra dynamik"*.

5.2.4 Målsättning och standard

Procuritas

Övergripande mått

Procuritas är intresserade av IRR för respektive bolag och för hela fonden. Denna används enligt en av de ansvariga på Procuritas emellertid inte direkt för att styra portföljbolagen, utan är ett mått som mäter avkastningen till investerarna. Emellertid är IRR även av intresse för de anställda på Procuritas, vilka är delägare i fonden, samt för ledningen i portföljbolagen som också de är delägare i sina respektive bolag. Explicit fokuserar Procuritas på att deras PB ska ha god omsättnings- och vinsttillväxt, bra

operationellt kassaflöde samt effektiv användning av rörelsekapitalet. Procuritas fokuserar därför på mått som Sales, EBITDA, EBITA och på Free Cash flow. Detta verifieras av en annan som påpekar att dessa mått ligger bakom formeln, som Procuritas använder för att beskriva marknadsvärdet på aktierna.¹⁹

Enligt en av de intervjuade är ett bra operationellt kassaflöde ett måste, så bolaget inte behöver låna av banken för att betala sina löpande kostnader. Då räntekostnaderna ofta är högre i Procuritas PB än i vanliga företag på grund av att lånefinansieringen är hög, är det viktigt att det operationella kassaflödet kan täcka detta. Av denna anledning menar han att ett positivt operationellt kassaflöde är extra viktigt inom PE branschen. Vidare menar han att EBITDA är ett bättre resultatmått än EBITA, då EBITDA är det mått som de operativt anställda i företaget lättast kan påverka. Avskrivningar påverkas till mångt och mycket av investeringsbeslut som tas på lednings- och styrelsenivå och som ligger utanför de operativt anställdas kontrollsfär.

Målnivåerna för PBen sätts i budgeten, vilken upprättas en gång om året, på månads- och årsbasis. Budgeten tas fram i samspråk mellan styrelsen och ledningen på de olika PBen. Vidare har respektive division inom PBen så kallade divisionsbudgetar, vilket bidrar till att varje enhet vet exakt vad den skall sträva efter att uppnå.

Bakomliggande mått

En av de intervjuade framhäver att det är av yttersta vikt för Procuritas att ha uppsikt över hur de olika enheterna i PBen går. Han påpekar emellertid att dessa är mer sekundära jämfört med de mer övergripande måtten. Målnivåerna för dessa mått sätts utifrån hur Procuritas anser att PBet ifråga kan förbättras, utifrån historiska prestationer och genom jämförelse med konkurrenternas prestationer. De bakomliggande mått som används är mått som; kundfakturerings per försäljningsenhet per tidsenhet; marknadsandelar per produktgrupp; antal sålda produkter per produktgrupp per tidsenhet; vinst per produktgrupp och per fabrik (bruttomarginal eller EBITDA marginal); samt antal nya produktlanseringar per tidsenhet.

Vid behov tittar dock Procuritas även på operationella mått ännu längre ner i organisationen, som mäter utvalda delar inom produktionen och försäljningen. En av de intervjuade uttrycker det så här:

"Om den kontinuerliga rapporteringen visar att en viss produktgrupp eller en viss fabrik inte visar de resultat som vi förväntat oss, alternativt anser vara rimliga, blir däremot mer detaljerade operationella mått intressanta. Vi jämför alltid mål och budget med utfall. Om det avviker försöker vi alltid att förstå varför."

En av de intervjuade på Procuritas menar att då något ligger utanför budgetramen vill de veta varför och gräver därför djupare tills de får svar. Vid dessa tillfällen är det emellertid inte Procuritas själva som tar fram och beräknar de operationella måtten, utan det gör ledningen i PBen. Enligt en annan av de intervjuade på Procuritas, är det viktigt att även undersöka resultat som kan te sig alltför bra, då de oftast generas av fel i de mätsystem som används.

¹⁹EBITDA * EBITDA Multipel - Nettoskulden = marknadsvärdet på EK

Ariterm

Övergripande mått

Under intervjuerna med de anställda på Ariterm, framgår det att nyckeltal som mäter finansieringsverksamheten inte är det primära för Procuritas. De påpekar istället att även om totalt kassaflöde, kapitalstrukturen och avkastningen till investerarna är viktiga att hålla koll på är dessa inte i fokus. Istället är det mått som mäter verksamheten som premieras. De intervjuade på Ariterm anser att Procuritas i princip är intresserade av att veta allt. De anser emellertid att Procuritas har ett ovanligt starkt fokus på rörelsekapitalet, ökad tillväxt och bra marginaler. En av de intervjuade på Procuritas beskriver skillnaden i de mål och mått som används idag gentemot tidigare så här:

"Vi har ett större fokus på balansräkningen och på kassaflödet jämfört med hur det såg ut i Thermia innan. Det var en viss process att få igenom det rapporteringsformat som finns idag. Jag tror vidare att vi är mer noggranna jämfört med de tidigare ägarna. Vi ligger på mera, försöker att förstå detaljerna mera."

Enligt de intervjuade i Ariterms ledning blir följden av Procuritas fokus, att de ansvariga enhetschefernas fokuserar på att förbättra försäljningstillväxt, tillväxt i EBITDA och EBITDA marginalen, ökade marknadsandelar, produktutveckling, samt effektivare användning av rörelsekapitalet. En av de intervjuade på Ariterm lyfter även fram att tidsaspekten är kortare hos Procuritas. Han menar att toleransen för en längre period av sämre resultat till följd av stora investeringar är mindre då de inte har en lång tidshorisont att spela med. Detta påverkar både hans och den övriga ledningens beslut, de blir mer försiktiga med att göra stora investeringar som inte ger en positiv effekt inom de närmaste åren. Målnivåerna för de övergripande operationella måtten sätts för varje år under budgetframtagningen. Enligt en av de intervjuade tas först budgetpropositioner fram av varje enhetschef, vilka fastslås efter godkännande från de ansvariga på Procuritas. En av de intervjuade på Procuritas framhäver att Procuritas givetvis är med och kontrollerar så att budgeten sätts på lämplig nivå, men att de idag litar på att Ariterms ledning och styrelseordförande är väl lämpade för uppgiften.

Bakomliggande mått

Av Ariterms rapportering till Procuritas, framgår att de tittar på mått som mäter den operationella verksamheten på avdelningsnivå. Exempel på dessa är: månadsvis kundefakturering i Ariterm OY respektive Ariterm AB; bruttomarginal och EBITDA marginal i Ariterm OY respektive Ariterm AB; operationellt kassaflöde i Ariterm OY respektive Ariterm AB; månadsvis kundefakturering per produktgrupp; antal produkter i lager versus orderstock per produktgrupp; samt leveranstid per produktgrupp.

Vidare använder VD inte bakomliggande operationella mått på lägre operationell nivå i vanliga fall. Han menar, precis som de intervjuade på Procuritas, att operationella mått på lägre nivåer är intressanta först då de kontinuerligt använda måtten visar på dåliga resultat. I dessa fall används bakomliggande operationella mått på lägre organisationsnivå, för att spåra och fastsätta vad det är som inte står rätt till. Längre ner i organisationen används emellertid specifika operationella mått frekvent.

5.2.5 Belöningar

Procuritas

Alla intervjuade påpekar att ett incitament för ledningen att verka i enlighet med Procuritas övergripande mål, är den egna avkastning ledningen erhåller på sina aktier i bolaget. En av de intervjuade menar att ledningens delägarskap, är av yttersta vikt för att de anställda på Procuritas ska känna att de och ledningen strävar efter samma mål, att öka aktieägarvärdet. Utöver det inför Procuritas även bonussystem i sina portföljbolag. Dessa bygger på bolagets hela resultatutfall i relation till budget, men även på ett positionsspecifikt resultatmått som den berörda personen till viss del kan påverka. Storleken på den senare delen beror av hur väl den del av budgeten, som personen ifråga själv har möjlighet att påverka, uppnås. En av de intervjuade på Procuritas menar att det är viktigt att bonusen är lätt att förstå, saknar utrymme för feltolkning och bygger på hårda fakta snarare än mjuka variabler som arbetstrivsel. Han beskriver bonusen som ett *"grundläggande moment som skall finnas i bolaget och som skall vara objektivt"*. Vidare menar en av de intervjuade på Procuritas, att en del av belöningen för ledningen är den prestige och erfarenhet de får av att medverka till expanderings och utveckling av ett bra företag.

Samtliga tillfrågade på Procuritas är noga med att påpeka att tillit är en viktig faktor i samspelet med bonussystemen. En av de intervjuade på Procuritas menar att *"om det inte finns tillit så har man ett problem. Då spelar det ingen roll vilken typ av incitamentsstruktur man har"*.

Ariterm

I Ariterms fall är tio personer ur den högsta ledningen delägare i bolaget. Enligt en av de intervjuade på Ariterm är belöning och incitament viktigt till en viss del, då det kan påverka vissa av de beslut som tas. Samtliga intervjuade på Ariterm menar att deras delägarskap ökar deras medvetenhet och fokus på att öka aktieägarvärdet. Bonussystemet på Ariterm är framtaget av ordförande i samarbete med de ansvariga på Procuritas. I Ariterms fall har de högsta cheferna, samt mellannivåcheferna bonussystem. Bonussystemet stämmer väl överrens med den bonusstruktur, som de intervjuade på Procuritas menar att de använder och som redogjorts för ovan.

En av de intervjuade på Ariterm framhäver att även om han eftersträvar att uppnå bonusmålen, är det av yttersta vikt för honom kunna vara stolt över vad han åstadkommer i Ariterm. Han menar att han vill kunna lämna ifrån sig ett *"starkt och välmående bolag"*. Han menar dock att detta kan få honom att ibland sträva i motsatt riktning gentemot Procuritas. Det förklarar han med att han har *"en annan relation till bolaget och dess anställda"*.

5.2.6 Feedback

Procuritas

Alla intervjuade på Procuritas framhåller hur viktigt det är med bra och frekvent kontakt med PBet:

”Det är viktigt att Procuritas hela tiden ifrågasätter det bolaget gör, det är ju så förbättringar görs. För det krävs ständig information.”

Enligt en av de intervjuade på Procuritas är det VD och ekonomichefen på Pbet, som de alltid har nära kontakt med. Anledningen till att de även har nära kontakt med ekonomichefen, är att denna är bättre insatt i de finansiella siffrorna. Om det händer något i företaget är det alltid VD som hör av sig till styrelseordförande, eller till någon på Procuritas.

Enligt de intervjuade på Procuritas har de daglig kontakt med PBen om de befinner sig i investeringsfasen eller försäljningsfasen. I en lugnare period har de istället veckovis kontakt, i form av telefonsamtal eller via mail. En av de intervjuade beskriver innehållet i denna kontakt som:

”Oftast handlar mailen om strategiska saker som till exempel något specifikt om det produktionsprojekt som vi håller på med eller något förvärv som vi tittar på.”

Då Procuritas framförallt arbetar mot ledningen, har de svårt att verifiera att deras tankesätt implementeras i hela portföljbolagets organisation. Till följd av detta anser de att det är viktigt med tillit till ledningen. Procuritas styr ledningen och litar på att de i sin tur klarar av att styra själva verksamheten. En av de intervjuade på Procuritas menar:

”Om man ej känner tillit till ledningen i ett företag, kan man inte ha kvar den, utan man väljer en ledning man litar på. Tillit är en nyckelfaktor och grunden i relationen.”

Detta resonemang styrks av en annan av de intervjuade: *”Tillit är något som man inte kan klara sig utan om det skall finnas ett bra samarbete med företaget.”* Enligt honom är tillit något som till viss del måste finnas mellan Procuritas och bolagets ledning från början, även om det också är något som byggs upp när parterna lär känna varandra bättre och ser att den andra parten gör vad den säger att den ska göra. Han menar att om de i uppköpsprocessen känner att ledningen i det tilltänkta bolaget inte verkar tillräckligt kompetent eller engagerad och samarbetsvillig, så väljer de att inte köpa bolaget, eller så köper de bolaget utan den befintliga ledningen och tillsätter senare en ny.

Formella rapporter

Procuritas kräver en hög nivå på rapporteringen från sina PB. En av de intervjuade menar att många PB tvingas att uppgradera sina rapporteringssystem, då de tidigare ägarna inte haft samma krav på de formella rapporterna. Procuritas erhåller månadsrapporter, kvartalsrapporter samt årliga rapporter från sina PB. Enligt en av de intervjuade är dessa rapporter den första indikationen på om något inte står rätt till i bolaget. Förutom de skriftliga rapporterna, samt telefonsamtalen och mailkontakten, håller Procuritas portföljbolag styrelsemöten sex till nio gånger per år.

Att rapporteringen fungerar utan problem är enligt de intervjuade av yttersta vikt. De menar att den löpande rapporteringen och uppföljningen är av största vikt för att relationen mellan dem och ledningen i PBet skall kunna fungera. Utan någon uppföljning skulle de inte kunna kontrollera att ledningen handlar enligt plan. Samtidigt förtydligar en av de intervjuade på Procuritas att då *"uppföljningen flyter på och ledningen håller oss uppdaterade"* samt att *"de [ledningen] gör vad de ska göra"*, så kan han slappna av mer och lita på att ledningen sköter sitt jobb. Vidare menar han att alldeles för stora krav på rapporteringen skulle bidra till en för hård kontroll, vilken skulle hämma arbetet för ledningen i PBen och skada PBens och Procuritas relation.

Månadsrapporternas innehåll

I de månatliga rapporterna, vilka alltid skickas till styrelsen i varje PB, finns information som balansräkning, resultaträkning, kassaflödesanalys samt vissa övergripande operationella mått som Procuritas kommit överrens med PBets ledning om och som är specifikt viktiga för respektive PB. Dessutom kompletterar alltid VD denna finansiella information med väsentlig information om vad som händer i och runtomkring bolaget.

Ariterm

I Ariterm kommunicerar styrelseordförande med VD tre till fyra gånger per vecka. Resterande ansvariga på Procuritas kommunicerar med VD i snitt en gång per vecka via telefon och några gånger per vecka via mail. Vidare träffar Procuritas ledningen för Ariterm sex gånger per år på styrelsemöten. Däremellan träffar Procuritas Ariterms VD vid viktiga och avgörande strategiska beslut, såsom huruvida de ska gå vidare med eventuella uppköpskandidater eller andra investeringar som är av stor betydelse. Överlag menar både de intervjuade på Procuritas och Ariterms VD att de har en tät och bra kontakt. En av de intervjuade på PBet tror att den täta kontakten beror på att Procuritas hela tiden vill vara uppdaterade, så att de snabbt kan ta beslut. Vidare tror en av de intervjuade på Ariterm att kontakten är så frekvent, för att Procuritas anser att deras närvaro krävs för att saker ska ske lite snabbare. Detta verifieras av en av de ansvariga på Procuritas:

"Oftast handlar det inte om totalt olika uppfattningar utan snarare om olika prioriteringar. Procuritas vill oftast att saker och ting skall ske snabbare, inte byta ut en nyckelperson eller anställa en ny om ett halvår utan det skall göras nu. Vidare kanske ledningen inte alltid inser att skall ett förvärv göras så måste det ske nu, inte om ett år eller så, då har ju någon annan redan hunnit före. Det är sådana prioriteringar som Procuritas förstår bättre."

Trots detta är samma person noga med att påpeka att olikheter i sig inte är något negativt, utan säger att *"det är ju olikheterna som för processen framåt"*. Att olikheter och skilda åsikter är viktigt lyfter likaså en av de intervjuade på Ariterm fram.

De intervjuade i ledningen på Ariterm anser även att tillit är en mycket viktig ingrediens i relationerna till dem de arbetar med på Procuritas. Emellertid anser en av de intervjuade på Procuritas att det tar tid att bygga upp ett förtroende:

”Även om man snabbt kan bygga upp ett förtroende till någons kompetens, tar det lång tid att bygga upp ett mer personligt förtroende. Förtroende byggs genom vardagliga saker, man visar på att man har ett förtroende till varandra genom sina handlingar. Av största vikt för att bygga ett förtroende är att man gör det man säger att man ska göra. Man får inte glömma att det kan räcka med ett felsteg, så är ett uppbyggt förtroende raserat.”

Formella rapporter

I Ariterms fall var det enligt de tillfrågade på Procuritas en viss process att få igenom det rapporteringsformat som finns idag. En skillnad mot tidigare är att Procuritas är mer noggranna och kräver fler detaljer än vad de tidigare ägarna gjorde. Att den information som Procuritas kräver är både omfångsrik och detaljrik, verifieras av en av de intervjuade på Ariterm.

Samtliga intervjuade på både Procuritas och Ariterm anser, att trots en hög grad av tillit är formell kontroll fortfarande viktigt. Samtliga anser att det inte går att skapa trygghet, utan att ha kontroll via rapporter och dylikt. Rapportuppföljningen är således en process som både VD och de ansvariga på Procuritas tar allvarligt på.

Månadsrapporternas innehåll

I Ariterm tas den finansiella delen i de månatliga rapporterna fram av ekonomichefen, medan det är VD som skriver resterande information. Vad som skall ingå i rapporterna har Procuritas till viss del talat om. Månadsrapporterna innehåller vad som händer i företaget, hur marknaderna går samt andra saker som VD anser är viktiga för Procuritas att ta del av. En av de intervjuade påpekar att även om rapporterna är detaljrika skiljer de sig från de rapporter som Ariterms VD får från företaget, då dessa är än mer detaljrika. De olika detaljnivåerna finns då styrelsen skulle drunkna i alla mått och nyckeltal, om de skulle försöka ta del av alla dem mått som finns och används i hela organisationen.

Rapporterna är standardiserade och innehåller resultaträkning, balansräkning, kassaflödesanalys för Ariterm koncernen samt för Ariterm OY och Ariterm AB. De innehåller även en beräkning av totalt rörelsekapital och månadens förändring av rörelsekapitalet, samt information om hur bolagets investeringsverksamhet fortlöper. Vidare innehåller månadsrapporterna information om de mer avdelningsspecifika bakomliggande måtten som löpande följs upp i Ariterm.²⁰ Samtliga data jämförs med budget och med motsvarande data för aktuell månad tidigare år.

²⁰ Se Bakomliggande mått för Ariterm under Målsättning och standard ovan i detta kapitel.

5.3 Sammanfattning av empirin

Nedan ges en sammanfattning av den empiriska studien. Denna del är till för att ge läsaren en bättre överblick över de fakta som framkommit i den empiriska studien. Initialt följer en sammanfattning av skillnaderna mellan de två PE företagen. Därefter presenteras kortfattat vad som framkommit angående mål, strategier och planer, målsättning och standard, belöningar och feedback. Här sker således indelningen efter rubrikerna i Otleys ramverk men då analysen kommer att göras horisontellt över båda private equity företagen och deras respektive portföljbolag, kommer denna sammanfattning att konsolidera dessa två studier. Således presenteras empiri från både Capital Norden och Procuritas under samma rubrik.

5.3.1 Skillnader mellan Capital Norden och Procuritas

De två PE företagen har olika ägarstruktur. Även om Capital Norden är autonom så är ägaren och finansiären en bank, medan Procuritas är en självständig firma med många olika institutionella investerare. Då den internationella bankkoncernen ABN Amro är den primära partnern i Capital Norden, får Capital Norden en mer internationell prägel jämfört med Procuritas som enbart har kontor i Sverige och Danmark. Emellertid är de finansiella investerarna i Procuritas vitt spridda internationellt. Vidare är Procuritas cirka 15 år äldre än Capital Norden och dess investeringsansvariga har en bakgrund som managementkonsulter och som chefer inom industrin. Capital Nordens investeringsansvariga har istället en mer finansiell bakgrund. Vidare har Capital Norden och Procuritas ungefär lika många PB, men då Capital Norden bara har sex investeringsansvariga har Procuritas elva stycken.

5.3.2 Övergripande mål

Både Capital Norden och Procuritas slår fast att deras övergripande mål är att generera maximal avkastning till sina investerare, det vill säga att öka aktieägarvärdet i PBen. Detta övergripande mål tar sig i PBen uttryck i mål som är tillväxt- och marginalförbättringsorienterade. Dock finns en stor medvetenhet i PBen att dessa mål endast är delmål som skall leda till att öka värdet på bolagen.

5.3.3 Strategier och planer

Framtagning av strategier och planer

Strategierna tas både på Capital Norden och på Procuritas fram i en trestegsmodell. I det första skedet, som sker under förvärvsprocessen, tar ledningen på respektive PE företag fram en preliminär strategisk plan för vad de anser sig kunna göra med företaget. Detta är således en översikt över möjliga strategiska förändringar, som kan leda till ökat aktieägarvärde. Denna process sker i samarbete med både PBets ledning, samt utomstående konsulter. I denna fas är det både Procuritas och Capital Norden som framförallt är den drivande parten, då PBet ännu inte ägs av PE företaget. När PE företaget sedan har köpt PBet inleds en intensiv fas då PE företaget och ledningen i PBet tillsammans i detalj diskuterar eventuella strategiska planer. Denna fas resulterar i en färdig strategisk plan som normalt är klar inom några månader (3-6 månader) efter köpet.

Den tredje strategifasen tar vid då de fastslagit den strategiska planen och fortsätter i princip till dess att PBet är avyttrat. Denna består av en ständig uppdatering och revidering av den strategiska planen. Denna kontinuerliga uppdatering uttrycks av både Procuritas och Capital Norden vara av yttersta vikt då både externa och interna faktorer ändras under tidens gång. På både Capital Norden och Procuritas är detta en iterativ process, där både PE företaget och PBets ledning medverkar. Vid behov tar de även i detta steg hjälp av utomstående konsulter.

Exekvering av planerna

I både Procuritas och Capital Norden framgår det tydligt att PE företagen agerar som generalister, med allmän kunskap om hur man utvecklar ett bolag. PBets ledning står för den specifika branschkunskapen och innehar den verkställande rollen. Båda PE företagen betonar här vikten av en kompetent ledning, för att denna typ av samarbete ska fungera. Inget av PE företagen skulle behålla en person i ledande position vars kompetens de inte litade på. I Procuritas fall innehar även styrelseordförande en mer övergripande verkställande roll och fungerar som en länk mellan Procuritas och Arterm. I Capital Nordens fall är detta vanligt i andra PB, men i Saunatec har styrelseordförande ännu inte hunnit avsluta sitt tidigare VD-åtagande och dröjer därmed med sin närvaro. Vidare menar båda PE företagen att om hög tillit finns, får PBets ledning en större frihet i både generering och exekvering av de strategiska planerna, men PE företagen har ändå alltid sista ordet. En viktig aspekt är att de båda PE företagen har ett mer kortsiktigt fokus, vilket bidrar till att strategierna måste implementeras omgående och PE företagen agerar som katalysatorer i denna process.

Typ av strategier

Samtliga strategier som nämns i de två studierna, kan kategoriseras som antingen tillväxtstrategier eller effektiviserings- och kostnadsbesparingsstrategier. En preferering mot tilläggsförvärv, snarare än egen forskning och utveckling kan skönjas i båda PE företagen.

5.3.4 Målsättning och standard

Övergripande mått

Det övergripande målet, att öka aktieägarvärdet, mäts i båda PE företagen med måttet IRR. Detta används dock inte i styrprocessen av portföljbolagen, utan är snarare en spegling av kapitalmarknadens avkastningskrav. Inget av PE företagen använder i större utsträckning mått för att mäta hur den finansiella verksamheten går. Både PE företagen och PBen framhäver att Sales, EBITDA och EBIT, samt marginalerna till de två senare måtten, är viktiga mått vid mätning av hur portföljbolagen går. Vidare finns i båda PE företagen ett stort fokus på PBens balansräkningar i form av användningen av rörelsekapital. De är väldigt mån om ett bra operationellt kassaflöde, ökad försäljningstillväxt och höga vinstmarginaler, såsom bruttomarginal och EBITDA marginal.

Bakomliggande mått

De mer bakomliggande operationella måtten används för att utvärdera och förstå hur portföljbolagens olika delar går. Båda PE företagen använder en del bakomliggande operationella mått i den löpande uppföljningen, vilka främst ser till intäkter och kostnader för respektive division och produktgrupp. Mer specifika bakomliggande mått blir emellertid, både i Procuritas och i Capital Nordens fall, aktuella först då något av de andra måtten avviker från uppsatta mål eller förväntningar. Dessa används således som verktyg för att spåra avvikelser.

Målsättningar

Målen för de kontinuerligt använda måtten sätts i budgeten.²¹ Ett undantag är dock IRR, vilken inte används som ett explicit styrmedel och som därmed inte budgeteras. Budgeten tas i ett första steg fram av PBets enhetschefer (mellanivåchefer), sedan går PBets styrelse, i samspråk med de ansvariga på PE företagen, igenom budgeten och fastslår den slutliga versionen. Vidare används benchmarking mot andra företag, för att hitta optimala målnivåer för olika effektivitetsmätt.

5.3.5 Belöningar

Ledningens delägarskap i PBet är ett tydligt incitament för denna att verka i enlighet med PE företagets övergripande mål. Ledningens avkastning på dess aktier i PBet, är direkt relaterad till ökningen i aktieägarvärde och således till PE företagets avkastning. Dessutom inför båda PE företagen bonussystem i sina PB. I Procuritas eftersträvas här en fullständigt objektiv incitamentsstruktur baserad på hårda, finansiella data, medan Capital Norden även ger utrymme för en subjektiv bedömning i sin bonusstruktur. Dock motsvarar denna en mindre del av den totala bonusstrukturen. Emellertid påpekar båda PE företagen att för en optimal incitamentsstruktur krävs tillit mellan parterna. De menar att saknas tillit fungerar inte samarbetet, oavsett incitamentsstruktur. Vidare uttrycker de intervjuade på båda PE företagen att prestigen i att vara med och utveckla ett framgångsrikt bolag, är ytterligare ett incitament för ledningen att handla efter PE företagets önskemål.

5.3.6 Feedback

Båda PE företagen har en tät kontakt med ledningen i sina PB. Den tätaste kontakten sker via mail minst en gång per vecka, medan telefonkontakten sker något mer sällan. Vidare träffas styrelsen för respektive PB en gång per kvartal eller oftare, på så kallade styrelsemöten. Däremellan ses de respektive parterna vid mer speciella tillfällen, som vid möte med potentiella uppköpskandidat, eller vid diskussion om avgörande strategiska beslut. På båda PE företagen är tilliten till PBen här av yttersta vikt, då de aldrig rent objektivt kan veta att de får all den information de behöver. Samtliga intervjuade menar här att en initial tillit mellan PE företaget och PBets ledning, är ett måste för att

²¹ De kontinuerligt använda måtten är de övergripande måtten, samt de bakomliggande mått som används på koncern-, region-, fabriks- samt produktgruppsnivå.

samarbetet skall fungera. Vidare menar de intervjuade att tilliten byggs upp och förstärks med tiden, då parterna lär känna varandra och ser att den andra parten handlar i enlighet med vad de kommer överens om.

Formella rapporter

Båda PE företagen har höga krav på rapportering och återkoppling. I många fall resulterar detta till att PBen får uppdatera sina rapporteringssystem då de köps upp. Den formella uppföljningen sker i båda PE företagen via månadsrapporter till styrelsen, där både finansiell data och VD:s skriftliga information ingår. Vidare strävar båda PE företagen efter att i månadsrapporten erhålla resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys för respektive PB. I möjligaste mån vill de även ha dessa rapporter uppdelade på de olika divisionerna/enheterna i respektive PB. Det senare för att ytterligare operationell information skall kunna erhållas. Båda PE företagen vill även ha operationell data som övergripande speglar intäkter och vinstmarginaler inom varje PBs respektive divisioner och produktgrupper. De är även intresserade av mått som leveranstider, varor i lager och rörelsekapital. Samtliga data jämförs med budget och med motsvarande data för aktuell månad tidigare år. Att rapporteringen fungerar utan problem är enligt PE företagen av yttersta vikt. De intervjuade på PE företagen menar att då den löpande rapporteringen flyter på ordentligt och ledningen i PBen håller dem uppdaterade, kan de slappna av och lita på att ledningen sköter sitt jobb. Vidare menar de att varken bristande eller extremt hård formell kontroll är optimalt för samarbetet mellan parterna.

6. Analys

I detta kapitel analyseras horisontellt det empiriska underlag som erhållits om de två private equity företagens styrning av sina portföljbolag. Analysen kommer att behandla de egenskaper som private equity företagens styrning har, samt bakomliggande förklaringsfaktorer till dessa. Analysens upplägg har gjorts efter det VBM ramverk som presenterats i teorin. Vidare har i empirin tillit visat sig vara av stor betydelse för styrningen, varför även detta område kommer behandlas.

6.1 Mål

6.1.1 Övergripande mål

Private equity bolagens existens möjliggörs av kapitalmarknadens tillgång på likvida medel. Då dessa medel investeras där de genererar högst avkastning, ter sig det övergripande målet för PE företagen givet. Både Capital Norden och Procuritas uttrycker tydligt att deras övergripande mål är att öka aktieägarvärdet, vilket de studerade PBen är väl medvetna om. På Arterm menar de att även om aktieägarvärdet alltid varit viktigt, så betonar Procuritas detta mer än de tidigare industriella ägarna. Det övergripande målet mäts av båda PE företagen med IRR. Detta mått är ett traditionellt avkastningsmått som används på kapitalmarknaden och PE företagens användning av måttet är en direkt följd av investerarnas krav på att kunna mäta avkastningen. I VBM teorin anses detta avkastningsmått vara närmare korrelerat med skapat aktieägarvärde, än traditionella redovisningsbaserade mått. En kommunikation med denna typ av mått anses således öka kongruensen mellan agenten och principalen. Det faktum att PBets ledning själva är delägare i det PB de är anställda i, bör leda till ett ökat ledningsfokus på IRR. Detta bör i sin tur öka kongruensen mellan ledningens och PE företagens övergripande mål. Att så är fallet kan tydligt utläsas av vår empiriska studie, då de intervjuade presenterar en unison uppfattning om att ledningens delägarskap ökar deras medvetenhet om aktieägarvärdet och underlättar samarbetet mellan de två parterna. Således är målet att öka aktieägarvärdet en framträdande och viktig egenskap hos den studerade styrningen.

6.1.2 Specifika mål

Enligt VBM teorin bör det övergripande målet, att öka aktieägarvärdet, operationaliseras på företagsnivå genom specifika organisationsmål. Vår empiriska studie visar tydligt att båda studerade PE företagen tenderar att göra detta i sina PB. I både Arterm och Saunatec har det övergripande målet brutits ner i mer specifika och begripliga mål, såsom att öka tillväxten och att minska kostnaderna med en viss procent. Dessa mål syftar till att öka PBets försäljningstillväxt, samt att förbättra bolagets vinstmarginaler. Att denna typ av mål leder till ett ökat aktieägarvärde, tycks de studerade PE företagen rörande överens om. Att ökad tillväxt och minskade kostnader ökar aktieägarvärdet, är lätt att förstå om man ser till en värderingsmodell där företagets kassaflöde diskonteras. Kassaflödet är positivt korrelerat med försäljningstillväxten och negativt korrelerat med kostnaderna. Således leder de specifika målen som satts upp i PBen till att öka aktieägarvärdet. Vi kan därför konstatera att det övergripande målet att öka aktieägarvärdet, även har inverkan på

de specifika mål som sätts upp i PBen, då dessa tydligt är intäktsöknings- och kostnadsminskningsrelaterade.

6.2 Strategier och organisationsstruktur

6.2.1 Framtagningsprocessen

I enlighet med VBM teorin, tar Capital Norden och Procuritas fram en strategisk plan för att nå de specifika mål som satts upp i portföljbolagen. Framtagningen av strategierna påbörjas redan under uppköpsprocessen. Så fort ett bolag köpts upp inleds den gemensamma strategiframtagningen, där de ansvariga på PE företaget och PBets ledning ingår. Det faktum att denna process påbörjas tidigt och avklaras på kort tid, torde vara en effekt av PE företagens korta investeringsperiod. Då PE företagen inte äger sina PB mer än 3-7 år, tvingas de att agera omgående för att hinna genomföra de tilltänkta strategierna, samt räkna hem kostnaderna för dessa. Att strategierna tas fram i ett så tidigt skede är därmed av stor vikt för PE företagen.

I båda PE företagen är strategiframtagningsprocessen en iterativ process, där idéer och alternativ diskuteras mellan PE företaget och PBets ledning, även om det är PE företaget som i slutändan tar beslutet. I empirin framkommer att detta delvis beror på att de anställda på PE företagen är generalister, varför ledningens specifika bransch och företagskunskap är av yttersta vikt. Vid framtagning av konkurrenskraftiga och genomförbara strategier, är således PE företagen beroende av ledningens expertis gällande branschens och PBets specifika egenskaper och förutsättningar. Vidare kan den iterativa strategiframtagningsprocessen förklaras med att ledningen i PBen innehar den operationella rollen och att implementeringen av strategierna är deras ansvar. Att ledningen innehar den operationella rollen, kan delvis förklaras med att PE företagen inte har tillräckligt med kunskap om PBen, för att själva operationalisera besluten. Då delaktighet sägs föda engagemang, sammantaget med att ledningens engagemang och motivation har betydelse för den senare implementeringen av de strategiska planerna, blir dennas delaktighet i den strategiska planeringen viktig i detta hänseende. Det iterativa samarbetet i strategiframtagningsprocessen är således av största vikt både för framtagningen av värdeskapande och konkurrenskraftiga strategier, samt för implementeringen av dessa.

6.2.2 Typ av strategier

Som VBM teorin förutsätter, syftar strategierna i PBen till att nå de specifika organisationsmålen i respektive portföljbolag, vilka utgörs av mål för intäktsökning och kostnadseffektivisering. De handlar således om olika tillvägagångssätt för att öka försäljningen i bolaget, samt sänka kostnaderna genom effektivisering och rationalisering. Merparten av de intervjuade lyfter fram att strategierna därmed syftar till att öka aktieägarvärdet. Även här påvisas hur formad styrningen är utav målet att öka aktieägarvärdet.

Att båda PE företagen tydligt väljer att arbeta med samma typ av strategier, är intressant i det avseendet att de anställda på de två företagen har relativt olika bakgrund. Medan alla anställda på Capital Norden har en tydlig finansiell bakgrund, kommer Procuritas medarbetare från industrin och konsultbranschen. Detta borde visserligen inte påverka att företagen på en övergripande nivå strävar efter tillväxt och kostnadseffektivisering i sina PB, men även de mer specifika strategierna som används är slående lika. Exempelvis föredrar båda PE företagen att tillförskansa sig nya uppfinningar och kunskaper genom uppköp av befintliga bolag, snarare än med forskning och utveckling. I detta sammanhang skulle det vara tänkbart att Procuritas, med sin mer industriella bakgrund, skulle vara mer positiva till forsknings och utvecklingsprojekt. Vår studie har emellertid inte visat på ett sådant samband. Istället kan denna omständighet snarare kopplas till det faktum att PE företagen opererar med en kort investeringshorisont. Vid köp av ett befintligt företag vet köparen vilka nya kunskaper och produkter som erhålls. Vid ett forskningsprojekt råder en stor osäkerhet kring vad utfallet kommer att bli, samt när det är realiserbart. Har investeraren en kort tidshorisont ter sig därmed ett forskningsprojekt mer riskfyllt. Vidare kan ett beslut om tilläggsförvärv även ses som ett strategiskt sätt för PE företaget att försöka övervinna det agent-principal problem, som kan uppstå vid forsknings och utvecklingsprojekt. I dessa projekts natur ligger att ledningen i PBet och specifikt den ansvariga för forskningsprojektet, får friare tyglar till följd av sin bransch- och specialistkunskap. De ansvariga på PE företaget kan då, till följd av kunskaps- och tidsbrist, inte på samma sätt kontrollera hur projektet framskrider. Dessutom är uppköp av mindre aktörer på marknaden ett viktigt sätt att tillförskansa sig fler marknadsandelar och nya kunder, vilket legitimerar uppköpsstrategin än mer. På grund av den korta investeringshorisonten och PE företags knappa specialistkunskap, sammantaget med fokuseringen på tillväxt, premieras uppköpsstrategier ofta för att nå målen inom forskning och utveckling. Preferensen mot uppköp bör emellertid inte ses som en av de mest framträdande styrningsegenskaperna. Dock påvisar den vilken stor betydelse som PE företagens korta investeringshorisont och deras explicita fokus på aktieägarvärdet, i detta fall via tillväxten, har för valet av strategier.

6.2.3 Exekvering av strategierna

Som tidigare påpekats låter både Capital Norden och Procuritas ledningen i sina PB inneha den verkställande och operationella rollen. Därmed är det alltid ledningen i bolaget som ansvarar för implementeringen och genomförandet av de strategiska planerna. Detta visar tydligt på den särkoppling som finns mellan den part som innehar den beslutande makten och den part som utför handlingarna, det vill säga mellan principalen och agenten. Att båda PE företagen har valt att delegera den operationella rollen till ledningen torde bero på flera företeelser. I Capital Nordens fall är antalet anställda få, vilket troligtvis innebär att tiden inte räcker till för de anställda att vara engagerade i PBets operationella arbete. Procuritas har fler anställda i relation till antalet PB än Capital Norden, men samma trend till särkoppling mellan framtagning och implementering av strategierna syns hos dem. Då dagens organisationsstruktur främst beror på att Procuritas är i omstruktureringsfasen och flera investeringsansvariga ska lämna företaget och andra inte arbetar heltid, så är denna struktur emellertid inte representativ för organisationen i praktiken. Vidare innehar Capital Norden stabsfunktioner och researchhjälp i en annan utsträckning än Procuritas. Således ter det

sig naturligt att även de anställda på Procuritas skulle vara för få, för att ha tid att engagera sig operationellt i sina PB. En annan förklaring till denna särkoppling är det faktum att ledningen i PBen har företagsspecifik kompetens och kunskap och därför borde vara mer lämpade för detta arbete. Således får PBets toppledning en viktig roll som specialister inom bolaget och dess bransch och som ansvariga för att strategierna implementeras längre ner i organisationen. Delegeringen av det operationella ansvaret till ledningen, är följaktligen en konsekvens av att de anställda på PE företagen är få och att ledningen innehar en komparativ fördel i form av specialistkunskap om bolaget och dess bransch.

6.2.4 Organisationsstruktur

Enligt VBM teorin bör organisationsstrukturen utformas så att målet att öka aktieägarvärdet främjas och implementeringen av strategierna underlättas. I Ariterms fall pågår för tillfället en omstrukturering av organisationen, där bland annat nya säljkontor skall öppnas för att främja de uppsatta tillväxtmålen. Vidare har Procuritas valt att låta organisationen stå på två ben, Ariterm AB (KMP) i Sverige och Ariterm Oy i Finland, varpå CEO nu antar en mer övergripande koncernchefsroll som arbetar nära Procuritas med de strategiska frågorna. Capital Norden har valt att tillsätta en ekonomichef på heltid i Saunatec, samt satt igång en process där antalet fabriker och varumärken skall minskas. Detta ska leda till att organisationsstrukturen blir mindre spretig, mer konsoliderad och att en del av kostnadseffektiviseringen i organisationen kan uppnås genom skalfördelar. Omstrukturering av organisationsstrukturen i PBen tycks således vara en integrerad del av PE företagens strategier.

6.3 Värdedrivare

Inom VBM teorin förespråkas att företaget identifierar de viktigaste värdedrivarna för att öka förståelsen för vilka specifika faktorer som påverkar dess kostnader och intäkter. I denna studie uttrycker inget av de intervjuade PE företagen explicit att de identifierar värdedrivarna i sina PB. Emellertid visar det strategiska resonemanget hos båda PE företagen tydligt, att PBens värdedrivare indirekt identifieras och kommersialiseras. För att generera strategier som leder till att bolaget uppnår sina specifika mål gällande tillväxtsökning och kostnadsminskning, krävs att PBets intäkts- och kostnadsdrivare identifieras. Strategierna syftar sedan till att kommersialisera värdedrivarna. Således innebär strategiframtagningsprocessen en indirekt identifiering av värdedrivarna. För att styrka detta resonemang, följer några exempel från respektive PB:

Capital Norden har i Saunatec identifierat att nya produktlanseringar är av stor vikt för försäljningstillväxten. Lanseringen av nya produkter kan således kategoriseras som en värdedrivare. En av strategierna för Saunatec är alltså att öka framtagningsprocessen för nya produktlanseringar. Vidare anses försäljningstillväxt kunna erhållas genom etablering på nya marknader, samt genom uppköp av existerande spelare på gamla och nya marknader. Dessa två strategier leder båda till ökade marknadsandelar, vilket i sin tur kan ses som en värdedrivare. Detta ter sig ganska självklart, då en ökning i marknadsandelar betyder ökad försäljning, givet att marknadens tillväxt är större än noll. Dessutom

planerar Capital Norden att minska antalet fabriker i Saunatec och därav erhålla skalfördelar i produktionen, då antalet fabriker som producerar samma produkt är en kostnadsdrivare. Vidare kan nämnas att Capital Norden och Saunatecs ledning ämnar strukturera om Saunatecs leverantörsnät, till att bestå av fler leverantörer i lågkostnadsländer, då dagens inköp görs från leverantörer belägna i länder med relativt hög lön. Anledningen till denna strategi är att inköp är en stor kostnadsdrivare för tillverkande företag som Saunatec. En tydlig del av Capital Nordens strategi är även att arbeta med lite eget kapital och hög skuldsättning, vilket bidrar till en bättre skattesköld och en högre finansiell hävstång. På så sätt kan även kapitalstrukturen anses vara en värddrivare.

För att säkra marknadsandelar i Norden har Aritem under Procuritas ledning köpt upp KMP. Vidare håller företaget på att bygga upp en systematisk exportorganisation, även det i syfte att öka Aritemns marknadsandelar. En ökning i marknadsandelar är enligt ovan resonemang en värddrivare. Procuritas har dessutom anlitat konsulter för att urskilja hur de bör rationalisera Aritemns finska fabrik. För att kunna ta fram en rationaliseringsplan, krävs med andra ord att konsulterna identifierar vad som driver de största kostnaderna i tillverkningen och hur dessa kostnader kan minska. Dessutom har Procuritas beslutat att Aritem skall samarbeta med tillverkare i låglöneländer som Polen, för att få ner kostnaderna i sin produktion. Således har arbetskraften indirekt identifierats som en viktig kostnadsdrivare i produktionen. Även Procuritas tillämpar strategin att arbeta med lite eget kapital och hög skuldsättning, för att maximera skatteskölden och erhålla en högre finansiell hävstång. Därför kan kapitalstrukturen anses vara en värddrivare även för Procuritas PB.

6.4 Handlingsplaner, prestationsmått och målnivåer

6.4.1 Handlingsplaner

Enligt VBM perspektivet bör företag utforma handlingsplaner som baseras på analysen av värddrivarna, det vill säga som syftar till att förbättra det som värddrivarna mäter. Företag inriktade på tillväxt bör vidare använda sig av prognoser och budgetmål. Det strategiska arbete som Procuritas och Capital Norden vidtar, mynnar för båda företagen ut i så kallade budgetplaner. Dessa budgetplaner används sedan av PBets ledning och dess underställda. Vidare är de anställdas bonusutfall beroende av huruvida olika budgetmål uppnås. Således är budgeten ett viktigt medel för kommunikation och specificering av delmålen i PBens olika enheter.

6.4.2 Övergripande mått

Det avkastningsmått som används av PBen är IRR, detta mått används emellertid inte explicit av PE företagen för att styra PBen med. Inget av PE företagen använder i sin styrning mått som mäter finansieringsverksamheten i någon större utsträckning. En anledning till detta kan vara att PBen inte själva råder över sin kapitalstruktur och att mått som mäter denna därmed inte är lämpliga styrvariabler. Detta betyder inte att mått som kontrollerar finansieringen av företaget inte är av betydelse för PE företagen. Tvärtom

menar de tillfrågade att det är viktigt att ha kontroll över kapitalstrukturen och PBens räntekostnader. Men då PE företagen ansvarar för den finansiella biten, är denna utanför ledningens kontrollsfär. En styrning av dessa variabler blir således onödig, då PE företagen själva tar hand om denna. De två PE företagen presenterar följaktligen en begränsad användning av mått som mäter finansieringsverksamheten.

Capital Norden och Procuritas presenterar vidare en unison fokusering på de övergripande måtten Sales, EBITDA och EBITDA marginalen. Även tillväxten i dessa mått är i fokus och måtten används för att mäta hur väl bolaget lyckas med kommersialiseringen av värdedrivarna. Måtten kan tolkas som övergripande värdedrivare för avkastningsmålet IRR, då detta i grunden bygger på en värdering av det egna kapitalet, med hjälp av diskontering av operationella kassaflöden. Då det resultaträkningsbaserade mått som ligger närmast det operationella kassaflödet är EBITDA, vilket i sin tur ökar med ökad försäljning och högre vinstmarginal, blir det naturligt att detta mått tas fram som en viktig värdedrivare. En styrning som syftar till att öka Sales och EBITDA marginalen blir därmed positivt korrelerad med aktieägarnas avkastning i form av IRR.

Båda PE företagen uttrycker även att de fokuserar på PBens rörelsekapital. Anledningen är att en stor kapitalbindning i form av stora kundfordringar, ett stort varulager och dylikt har en hög alternativkostnad i form av outnyttjade investeringsalternativ. PE företagens styrning syftar därför till att minska kapitalbindningen så att kapital frigörs. Detta kapital kan sedan användas för att återbetala investerarna, alternativt i PBens investeringsverksamhet. Då rätt balansräkningsstruktur innebär att kapitalbindningen optimeras, kan vi dra slutsatsen att PBens balansräkningsstruktur utgör en viktig värdedrivare i PBen. De balansräkningsstyrmått som tas fram, tar därför hänsyn till detta faktum. För de studerade PE företagen finns även kassaflödesrelaterade mått i fokus. Då denna uppsats studerar bolag som köpts upp med lånat kapital, opererar de studerade PBen med en hög skuldsättningsgrad, vilket medför höga räntekostnader. Då räntekostnaderna skall betalas varje månad är det viktigt för PBen att ha ett bra operationellt kassaflöde. Därav krävs fastställda kassaflödesrelaterade mått.

6.4.3 Bakomliggande mått

Mer bakomliggande operationella mått, det vill säga mått som i större utsträckning mäter de bakomliggande intäkts- och kostnadsdrivarna på olika nivåer i företaget, används kontinuerligt av båda PE företagen på en koncern-, region-, produktgrupps- eller fabriksnivå. Gällande omfattningen av dessa mått kan vi i den empiriska studien inte urskilja någon skillnad mellan användandet för Capital Norden och Procuritas. En skillnad hade varit tänkbar till följd av att de anställda på Procuritas har en bakgrund från industrin och konsultbranschen. Att styra med hjälp av ingående och detaljerade operationella mått kan därför tyckas te sig mer naturligt för de anställda på Procuritas, då de tagit del av operationella verksamheter i större utsträckning än de anställda på Capital Norden. Emellertid är så inte fallet, utan de båda företagen presenterar en likvärdig användning.

De bakomliggande mått som löpande används av både Capital Norden och Procuritas syftar främst till att indikera vilken operationell vinstmarginal olika delar av organisationen genererar samt vilka produkter som är lönsamma och vilka som efterfrågas av kunderna. De bakomliggande måtten kan vidare härledas till olika värde drivare. Gällande intäktsrelaterade mått, mäter båda PE företagen exempelvis antalet nya produkt lanseringar och nya marknadsandelar, mått som kan klassificeras som intäkts drivare. Operationalisering av kostnads drivarna, sker i sin tur genom att båda PE företagen studerar bruttomarginalerna i sina tillverkande PBs olika fabriker och för respektive produktgrupp. Då bruttomarginalen indikerar kostnadsmassan för respektive fabrik eller produktgrupp, kan den således ses som ett övergripande mått på fabrikernas eller produktgruppernas samlade kostnads drivare. Således handlar det varken för Procuritas eller Capital Norden om att mäta hur effektiv en viss produktionsmaskin är, utan de är snarare intresserade av att mäta hur de olika delarna av portföljbolaget går. Syftet med informationen är att på en övergripande nivå få indikationer på huruvida de implementerade strategierna fortlöper som de ska, eller om en justering bör diskuteras.

6.4.4 Avvikelser från utfall och förväntningar

Som påpekats ovan ligger de bakomliggande måtten som kontinuerligt används, på en högre enhetsnivå. En viktig poäng blir därmed att varken Procuritas eller Capital Norden aktivt arbetar med att förstå hur man mäter och följer upp processerna hela vägen ner i PBets organisation. Båda företagen har istället valt att rikta in sig på de övre nivåerna i sina PB. I vårt empiriska material kan en intressant trend emellertid urskiljas i båda PE företagen. När verkligheten avviker från budget eller förväntningar, blir de investeringsansvariga på Procuritas och Capital Norden däremot intresserade av vad som sker även på en lägre operationell nivå i PBen. Vid sådana tillfällen anser de att det är av yttersta vikt att PBen mäter och följer upp produktiviteten och effektiviteten i hela organisationen, så att en förklaring till avvikelsen kan ges. Detta gäller framförallt negativa, men enligt Procuritas även positiva, avvikelser. Vi kan här se att de båda PE företagen opererar slående lika; initialt är de intresserade av vad som sker på en övergripande fabriks, produkts- och regional nivå, men vid minsta avvikelse vill de genast ha en uttömmande förklaring till denna. Detta visar bland annat på hur uppdaterade PE företagen vill vara om sina PB, vilket i sin tur får konsekvenser för rapporteringen i de lägre nivåerna i PBen. Trots att inget av PE företagen pekar ut exakt vilka mått som skall användas för att mäta lägre nivåer, så kräver de att en viss nivå av rapportering alltid skall ske, så att eventuella avvikelser kan utredas. På så vis ökar förståelsen för de olika delarnas produktivitet och det är därav lättare att urskilja var eventuella effektiviseringsåtgärder bör vidtas. Detta förfarande bör i sin tur möjliggöra att PE företagen kan handla snabbt vid uppkomsten av strategiska möjligheter eller hinder i PBen. En sådan möjlighet torde i sin tur leda till en effektivare organisation, vilket indirekt borde öka värdet för aktieägarna. Att PE företagen enbart vid avvikelser är intresserade av operationella mått på lägre nivåer, kan också förklaras med att de till vardags styr på ledningsnivå och inte försöker att aktivt kontrollera bolaget hela vägen ner. Vid avvikelser blir det emellertid nödvändigt att ta reda på orsaken.

Således kan vi konstatera att både Procuritas och Capital Norden använder övergripande mått som påvisar företagets försäljnings- kostnadsutveckling. Dessutom följer de löpande

upp mer bakomliggande mått på fabriks- region- och produktgruppsnivå. Det är först vid avvikelser i de resultat som mäts av dessa mått, som en uppföljning av hur det går längre ner i PBen blir aktuell. För att förtydliga detta förfarande, ges nedan ett fiktivt exempel på hur uppföljningen på koncern- och fabriksnivå har visat sig gå till.

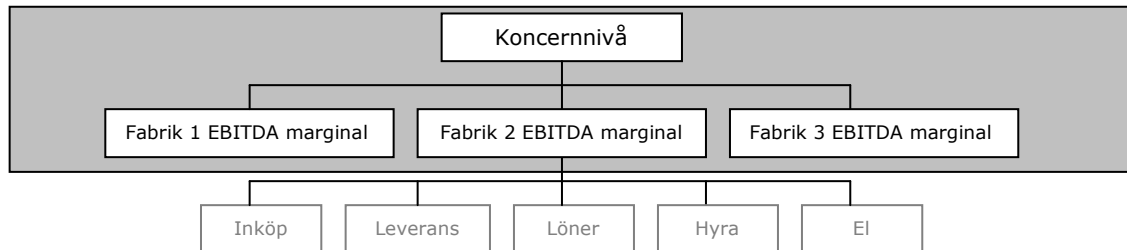


Bild 8: Exempel på hur uppföljningen på koncern- och fabriksnivå går till. Det gråmarkerade täcks av den löpande uppföljningen, medan de svagare rutorna längst ner i figuren undersöks vid eventuella avvikelser.

6.5 Uppföljning och Revidering

Både Capital Norden och Procuritas följer upp utvecklingen i sina PB på en rad olika sätt. Den mest frekventa uppföljningen sker via den mer informella kontakten. Båda företagen har veckovis mailkontakt med ledningen i sina PB, där de erhåller information om olika strategiska åtgärder, samt upplysningar om något oväntat inträffat i bolaget. Vidare är telefonkontakten tät. Förutom denna mer informella kontakt använder båda PE företagen sig av mer formell kontakt. Både Saunatec och Arterm tar fram en formell rapport varje månad. Denna ligger sedan till grund för kvartalsrapporten, vilka i sin tur ligger till grund för PBs årsrapporter. Detaljrikedomen är som störst i månadsrapporten för att avta successivt med kvartals- respektive årsrapporterna. Utöver det presenterar ledningen specifik finansiell och strategisk information på varje styrelsemöte. Antal styrelsemöten per år varierar från fyra gånger per år eller mer. Att kontakten mellan parterna är frekvent, visar tydligt på den aktiva ägarroll som PE företagen intar. Frekvent kontakt är även något som Simons (1987) anser vara speciellt viktigt för företag som satsar på tillväxt. Vidare torde den frekventa kontakten vara ett resultat av den korta investeringsperioden, vilken medför att ingen tid får gå till spillo. Det ter sig sannolikt att det frekventa informationsflödet inte endast bidrar till snabb problemlösning och snabba beslut. Även potentiella framtida problem bör kunna undvikas innan de uppstår då PE företagen får information i tid, vilket av Otley benämns som "feed forward" information. Således är den täta kontakten av stor vikt för att PE företagen skall få reda på allt som sker i PBen och för att de skall optimera den korta ägarperioden.

6.5.1 Månadsrapportens innehåll

Utformning och innehåll i månadsrapporterna är ytterst lika för de två bolagen. Inte heller här kan vi urskonja en skillnad till följd av att Capital Norden och Procuritas inte har samma bakgrund. Ett tänkbart scenario skulle kunna vara att Capital Norden skulle vara mer intresserade av finansiell information medan Procuritas skulle ha en preferens för operationell information, då de har ett förflutet inom industrin. Den empiriska

informationen pekar emellertid inte på att så skulle vara fallet. Inte heller har vi kunnat finna en betydande skillnad i rapporternas omfattning och detaljrikedom. Även upplägget är relativt lika. Månadsrapporteringen till styrelsen kräver väl utvecklade rapporteringssystem i PBen och det är vanligt att dessa får uppdatera sina befintliga system betydligt då PE företagen tar över ägandet. De övergripande måtten och de viktigaste bakomliggande måtten är med i dessa rapporter och därav får PE företaget varje månad en god indikation på hur varje PB utvecklas. Vidare är det intressant att dessa rapporter även innehåller en skriftlig del där PBets VD på mer detaljnivå återger utvecklingen på PBets marknader, vad dess konkurrenter gör, vad som händer och sker i bolaget och hur olika strategier fortlöper. Återigen påvisas det stora krav på information som PE företagen ställer på sina PB, samt hur uppdaterade dessa är som ägare. Den frekventa informationsinhämtning blir således avgörande för att PE företagen ska ha ett bra informationsunderlag, vilket i sin tur bör bidra till att de kan fatta snabba beslut. Vidare bör rapporternas rikliga innehåll även vara en fördel vid överbryggandet av eventuella agent-principalproblem, då PE företagen till följd av den rikliga informationen bättre kan kontrollera att PBens ledning handlar i deras intresse.

6.5.2 Revidering av strategiska planer

Enligt VBM teorin bör företag ompröva sina mål, strategier och handlingsplaner om resultaten inte överensstämmer med de tidigare uppsatta målen. I studien framkommer att både Capital Norden och Procuritas lägger stor vikt vid den strategiska revideringsprocessen. Genom en väldokumenterad uppföljnings- och utvärderingsprocess erhåller PE företagen ständigt information om hur implementeringen av strategier och handlingsplaner fortlöper. På så vis får de snabbt indikationer på huruvida en viss handlingsplan kommer att kunna uppfyllas, eller om en revidering av denna bör göras. Det finns många anledningar till varför en handlingsplan blir ogenomförbar. Dels förändras företagets externa miljö ständigt, varför det är av yttersta vikt för företaget att snabbt reagera på förändringar av marknadsrelaterade faktorer, såsom konkurrenters beteende och inköpspriser. Även interna faktorer inom företaget kan komma att ändras, vilka i sin tur kan påverka de strategiska planerna. Vidare menar teoretiker såsom Otley & Berry att individer har en begränsad förmåga att inkorporera externa faktorer i sitt beslutsfattande och sina prognoser. Därav kan även mål komma att behöva omprövas på grund av de anställdas felaktiga uppskattningar.

Vidare visar den kontinuerliga och frekventa omprövningen av strategier och handlingsplaner, tydligt på Capital Nordens och Procuritas korta investeringshorisont. Denna medför att de inte har någon tid att förlora på sämre strategiska satsningar. Istället måste eventuella missbedömningar och ändringar i externa och interna faktorer genast upptäckas, så att skadan kan minimeras och avkastningen till investerarna maximeras. Den korta investeringshorisonten och det uttalade målet att skapa aktieägarvärde, ter sig således som bakomliggande förklaringsfaktorer till PE företagens aktiva ägande.

6.6 Belöningssystem och incitament

6.6.1 Ledningens delägarskap

Ledningens delägarskap har i studien visat sig vara av stor betydelse för att skapa målkongruens mellan de ansvariga på PE företagen och PBen. Då ledningen är mer emotionellt inblandad i PBet och dess anställda än vad PE företaget är, så krävs ett bra incitamentssystem som bidrar till att ledningen håller sig mer objektiv gentemot PBet. I de båda studerade PBen är 10 personer ur ledningen delägare. Samtliga intervjuade påpekar att detta är ett fundament för att samarbetet skall fungera. Detta delägarskap resulterar i att ökningen i aktieägarvärde och investerarnas avkastning får betydelse även för ledningen. Både VBM teorin och agent-principal teorin menar att agentens incitament att förbättra ett visst resultat, ökar desto tydligare dennes belöningssystem är kopplat till just det resultatet. I enlighet med dessa teorier, får ledningen till följd av delägarskapet en väsentlig anledning att verka för att aktieägarvärdet i PBet ökar.

6.6.2 Bonussystem

Utöver ledningens delägarskap nyttjar båda PE företagen bonussystem, vilka riktar sig till ett större antal anställda i bolaget, inte bara till den högsta ledningen. Teori på området förespråkar att ett framgångsrikt belöningssystem ska vara kopplat till de olika värdedrivare som driver affärsstrategin, då de anställda strävar efter att uppnå det som specificeras i bonusen. Det är även viktigt att belöningsstrukturen är anpassad till respektive persons formella position och vad denna kan påverka i organisationen. I studien framkommer att både Capital Norden och Procuritas har en policy att införa bonussystem, som delvis bygger på en resultatdel gemensam för samtliga personer som erhåller bonus. Denna är ofta baserad på hela PBets EBITDA eller EBIT, vars målnivåer specificeras i den årliga budgeten. Vidare har båda företagens bonusstruktur en del där varje individs bonus enbart är kopplad till vederbörandes kontrollsfär. Således kan individen själv påverka sin bonus genom att förbättra de värdedrivare som denna del av bonusen baseras på. Syftet med belöningssystemen är att motivera ledningen till att implementera affärsstrategierna, genom att koppla belöningarna till de olika värdedrivare som driver affärsstrategin. Det är tydligt att de bonusstrukturer som finns på både Capital Norden och Procuritas har nyttjat detta resonemang i sina bonusprogram och således bör de verka för en högre målkongruens mellan PBs ledning och PE företagen.

VBM litteraturen menar att bonusen enbart skall vara kopplad till mått som mäter de värdeskapande variablerna i bolagen, vilka är objektivt konstaterbara. Under intervjuerna med Procuritas framgår detta tydligt och företaget har valt att inte lämna något individuellt tolkningsutrymme i bonusen. Capital Norden uttrycker däremot en motsatt åsikt. De menar att en viss del av bonusen, om än en mindre del, skall utgöras av subjektiva, icke mätbara aspekter av hur personen ifråga har utfört sitt arbete. Detta är inte i linje med VBM teorin. Varför Capital Norden har valt att ha detta subjektiva moment med i sin bonusstruktur, kan bero på flera saker. Troligast är dock att detta speglar de personliga preferenserna hos dem som styr Capital Norden och att detta därmed blivit en norm i företaget.

6.6.3 Ickemonetära incitament

Monetära belöningar är emellertid inte de enda incitament som påvisats i studien. Belöningar såsom prestige, ledarskapsutveckling samt erfarenheten av att få vara med, expandera och utveckla ett bra företag, är viktiga belöningar enligt Capital Norden och Procuritas. Båda PE företagen anser att dessa belöningar är viktiga, då de fungerar som incitament som får ledningen att handla i linje med vad de eftersträvar. Här finns dock en paradox. På grund av ledningens mer personliga relation till PBet och dess anställda, samt att tolkningen av status och prestige är ytterst subjektiv, kan denna motivationsfaktor i själva verket leda till divergenta åsikter. Detta styrks i empirin då ingen av de intervjuade på PBen framhåvt att status och prestige skulle öka målkongruensen mellan PE företagen och PBen. Tvärtom menar en av de intervjuade på Saunatec att prestige- och statusfaktorerna i vissa fall kan få honom att sträva i motsatt riktning gentemot PE företaget, om han är av motsatt uppfattning om vad som är bra eller dåligt för PBet. Det förklarar han med att han vill kunna vara stolt över sitt företag och de handlingar han gör, och inte svika personer som han gett sitt ord. Detta resonemang kan även urskönjas hos en av de intervjuade på Arterm, som menar på att han ibland kan vilja åsidosätta fokus på ökat aktieägarvärdet till förmån för vad han anser är bäst för bolaget och dess anställda. På grund av denna inbyggda subjektiva osäkerhet i de prestige och status beroende incitamenten, anser vi att dessa incitament är av sekundär art.

6.7 Tillit – en grundsten i relationen

Då uppsatsen ämnat undersöka den mer formella styrningen hos private equity ägda bolag, har vi tagit avstamp i teori om formella styrvariabler där en part skall kontrollera och styra en annan mot målet att öka aktieägarvärdet. Således har vi inte explicit undersökt den informella delen av styrningen. I den empiriska studien framgår det emellertid återkommande att tillit är ytterst viktigt för relationen mellan PE företaget och ledningen i PBet. Alla intervjuade parter har vid ett eller flera tillfällen under intervjun påpekat hur viktig tilliten är för att samarbetet skall fungera. Att tillit är så viktigt kan bland annat härledas till att de anställda på PE företagen är relativt få och inte deltar i den operationella verksamheten. Således är de ytterst beroende av att de kan lita på ledningen att de får den information de behöver. Det faktum att de ansvariga på PE företagen är generalister med begränsad branschspecifik kunskap, gör tilliten än mer viktig. För att ett bra samarbete mellan ledningen och PE företaget skall uppnås, krävs en dynamisk och iterativ process, där PE företagen agerar som generalister med allmän kunskap, medan ledningens specialistkunskap krävs för att avgöra och förstå huruvida idéerna passar företaget och dess bransch. Således bygger PE företagets framgång på att de agerar som övergripande katalysatorer till förändring i PBen, men utan tillit till ledningens välvilja och kompetens skulle detta samarbete inte kunna fungera optimalt. Tillit krävs för att PE företaget skall våga släppa kontrollen och lita på att de bransch- och företagsspecifika råd som ledningen ger är korrekta. Detta resonemang stärks även av Sheperd & Zacharakis (2001)²², vilka menar att tillit är en oerhört viktig ingrediens i relationen mellan en riskkapitalist och dess PB.

²² Se Sheperd & Zacharakis (2001)

Vidare menar båda PE företagen att en initial upplevd tillit är ett investeringskrav. Utan en välsinnad, professionell och motiverad ledning investerar de inte i bolaget. Att just sådana egenskaper som kompetens, professionalism och välvilja leder till en sorts upplevd initial tillit hos motparten, stärks av författare såsom Davis, Mayer & Schoorman (1995)²³. Dessa menar vidare att man kan skilja på initialt upplevd tillit och den faktiska tilliten som med tiden byggs upp i en relation. I linje med detta återkommer de intervjuade frekvent till det faktum att en djupare tillit byggs upp under samarbetets gång. Både Capital Norden och Procuritas anser att tilliten mellan parterna stärks under hela ägarperioden, genom frekvent kommunikation, samt att parterna gör det de säger att de skall göra och därmed påvisar sitt engagemang. Att dessa handlingar stärker tilliten i en relation bekräftas av Sheperd & Zacharakis (2001)²⁴.

6.7.1 Tillit ett resultat av den formella styrningen

Tillitsperspektivet sträcker sig emellertid längre än så. De ansvariga på båda PE företagen menar att genom tät rapportering och genom att den formella styrningen fungerar väl, ökar med tiden PE företagets tillit till ledningen. De påpekar att då den formella rapporteringen flyter på och ledningen kontinuerligt håller dem uppdaterade om vad som sker i PBet, så ökar deras tillit till denna. Vidare innebär ledningens delägarskap och bonussystem, att PE företaget har en grundläggande tro om att ledningen har en ambition att öka aktieägarvärdet. Ledningens delägarskap kan därmed ses som ett styrmedel som ökar PE företagets tillit till ledningens välvilja och bidrar till att målkongruens uppnås mellan parterna. Således är även den monetära belöningsstrukturen väsentlig för att tilliten skall kunna byggas upp. Av denna information att döma, ter sig tilliten och den formella kontrollen vara komplementärt beroende, där en väl fungerande formell styrning föder tillit. Detta resonemang stöds av Poppo & Zenger (2002)²⁵, vilka menar att en kombination av båda faktorerna genererar en högre grad av kontroll och styrning, än vad de enskilda faktorerna gör var för sig. En ökad formell kontroll, genom en ökning i social integration, föder ett ökat samspel och därmed en ökad tillit. Att formell kontroll och tillit skulle vara komplement stöds ytterligare i empirin, då de intervjuade framhåller att vid alltför låga nivåer av uppföljning och kontroll, saknas en objektiv grund för tilliten. De intervjuade menar att utan någon uppföljning kan de inte kontrollera att ledningen faktiskt gör vad den säger att den skall göra. Att man är ärlig och gör vad man säger att man ska göra, är en av grundstenarna för att en part ska kunna lita på en annan²⁶. Vid en bristande kontroll kan den ena parten inte veta att den andra håller sina löften. Således ter det sig naturligt att alltför låga nivåer av kontroll leder till bristande tillit.

Samtidigt framhåller de intervjuade att extremt höga nivåer av formell kontroll skulle signalera ett bristande förtroende och att PE företagets ständiga övervakning skulle bidra till en mindre kreativ miljö i PBet. Av denna anledning är båda PE företagen ytterst noga med att aldrig utan vidare kontakta anställda längre ner i organisation. En signalering om ett bristande förtroende gentemot PBets ledning skulle kunna skada relationen, då

²³ Se Davis, Mayer & Schoorman (1995), s. 715

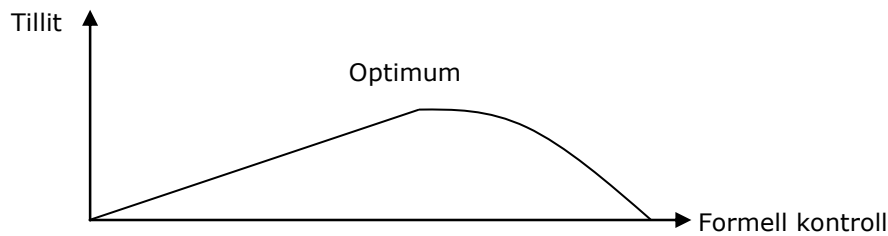
²⁴ Se Sheperd & Zacharakis (2001), s.132

²⁵ Se Poppo & Zenger (2002), s. 723

²⁶ Se Sheperd & Zacharakis (2001), s. 131

människor har en tendens att handla i enlighet med motpartens förväntningar (Argyris, 1952)²⁷. Signalerar PE företaget att de förväntar sig att PBets ledning skall handla opportunistiskt eller oärligt, kan detta i själva verket skapa misstro mellan parterna. Således kan alltför höga nivåer av formell kontroll leda till att tilliten mellan parterna urholkas.

Tillitens betydelse för PE företagens styrning, kan därmed sammanfattas som att den formella kontrollen, såsom tät kontakt, kontinuerlig och informativ rapportering, ledningens delägarskap i PBet samt befintliga bonussystem, resulterar i och möjliggör att en tillit mellan PE företaget och ledningen i PBet byggs upp. En hög nivå av tillit är i sin tur nödvändig för att parternas samarbete skall vara produktivt. För extremt höga nivåer av formell kontroll, där PE företaget signalerar misstroende, kan emellertid tilliten skadas. Således leder en väl avvägd nivå av formell kontroll till att en optimal nivå av tillit kan byggas. Nedan presenteras detta kurvlinjära samband mellan formell kontroll och tillit.



Figur 9: En optimal nivå av formell kontroll föder den högsta tilliten.

²⁷ Se Shepherd och Zacharakis (2001)

7. Sammanfattande analys

I ovan analys har vi funnit att private equity företagens sätt att styra sina portföljbolag kännetecknas av ett antal egenskaper. Samtidigt har vi funnit indikationer på att vissa utav private equity branschens egenskaper, utgör bakomliggande förklaringsfaktorer för hur styrningen är utformad. Av denna anledning vill vi här tydliggöra vilka egenskaper som vi i analysen funnit karakteriserar styrningen, samt vilka som karakteriserar branschen. Att aktieägarvärde har fått en egen rubrik är en följd av att det i analysen framkommit som det viktigaste målet, samt att det genomsyrar hela styrningen. Även agent-principal problematiken har fått en egen rubrik, då denna visat sig ha inverkan på styrningen.

7.1 Branschens karakteristika

I ovan analys framkommer att det finns ett fåtal faktorer med särskilt stor betydelse för hur PE företagen väljer att utforma styrningen av sina PB. Dessa beror av branschens struktur och tas således som givna i denna uppsats, varför vi inte haft för avsikt att förklara eller undersöka varför just dessa faktorer finns. Då vi emellertid har sett vilken betydelse dessa branschkaraktistika har för utformningen av styrningen, vill vi här förtydliga dessa: Det faktum att de investeringsansvariga på PE företagen är relativt få, har visat sig vara av stor betydelse för utformningen av ansvarsfördelningen mellan PE företaget och PBets ledning. Vidare resulterar kunskapsförhållandet mellan PE företagens generalister och ledningens specialister i en tydlig uppgiftsfördelning mellan parterna. Slutligen medför PE företagens korta investeringshorisont stora krav på information om och från PBen, samtidigt som det genomsyrar PE företagens hela strategiska resonemang.

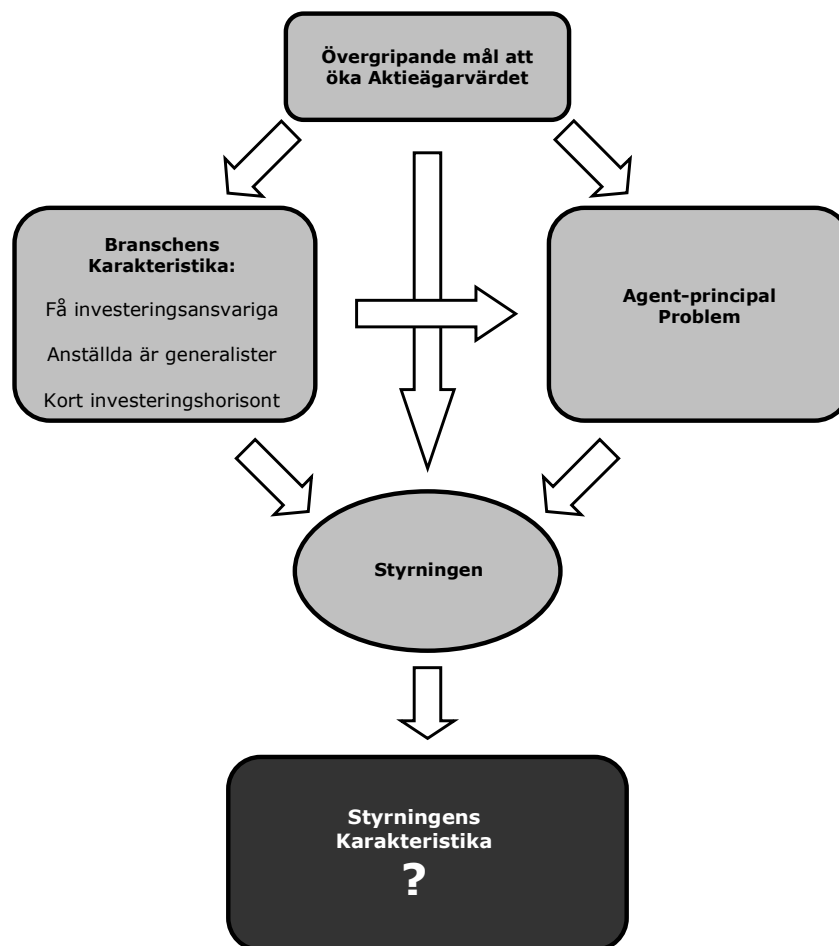
7.2 Målet att skapa aktieägarvärde

Då private equity företagens existens är avhängig investerarnas vilja att investera i deras fonder, blir målet att maximera investerarnas avkastning av högsta prioritet. Ett fokus på aktieägarvärde blir således karakteriserande för private equity branschen och det uttalade övergripande målet för PE företagens verksamhet. I ovan analys konstaterades att fokus på aktieägarvärdet genomsyrar PE företagens styrning och är därmed en viktig och avgörande faktor i de beslut som tas av PE företaget. För att få en förståelse för vad som karakteriserar PE företagens styrning av deras PB, är det av vikt att konstatera att aktieägarvärdet har en stor inverkan på styrvariablerna.

7.3 Agent-principal problem

Problematiken med en agent-principal relation beror enligt teorin främst på att agenten innehar ett informationsövertag gentemot principalen, samt att båda parter har en tendens att handla i egenintresse. Denna problematik finns inbäddad i samtliga relationer där en part skall styra den andra. Emellertid bidrar investerarnas krav på avkastning och de branschegenskaper som lyfts fram, till att öka problematiken i agent och principal relationen. Att de ansvariga på PE företagen är få och främst generalister som är vana att arbeta på en övergripande nivå, resulterar i att de inte själva deltar i PBens verksamhet. Därav hamnar de i ett informationsunderläge gentemot ledningen. Vidare kan den korta

investeringshorisonten hos PE företagen, sammantaget med målet att öka aktieägarvärdet i PBen, i vissa fall verka i motsatt riktning gentemot vad PBets ledning vill. PBets ledning har ofta en mer emotionell och långsiktig relation till bolaget, varför målet att öka aktieägarvärdet inte alltid är lika viktig för denna. Detta kan i sin tur öka problematiken med att ledningen verkar i enlighet med sina egna preferenser, istället för att verka för att öka aktieägarvärdet. En viktig uppgift för styrningen blir således att överbrygga dels den agent-principal problematik som finns inbäddad i alla relationer där ena parten ska styra den andra, men även den problematik som uppstår på grund utav branschens karakteristika samt investerarnas krav på ökat aktieägarvärde. På nästa sida följer en illustrativ redogörelse för de hittills presenterade sambanden.



Figur 10: En modell för vad som formar styrningens karakteristika.

7.4 Styrningens karakteristika

Den styrning som PE företagen utövar på sina PB, är således tydligt formad av målet att öka aktieägarvärdet, de specifika branschkarakteristika som lyfts fram, samt den agent-principal problematik som ovan konstaterats. Med en förståelse för vilka faktorer som är

av betydelse för styrningens utformande, är det nu möjligt att utifrån den samlade studien av styrningen, bryta ut dess specifika karakteristika.

7.4.1 Fokus på aktieägarvärdet

Ett starkt fokus på aktieägarvärdet är en nödvändighet för att PE företagen ska kunna säkra tillgång till investerarnas kapital. Att det även karakteriserar styrningen är givet, då målet att öka aktieägarvärdet tydligt genomsyrar PE företagens verksamhet. Detta speglas i de delmål och strategier som kommuniceras till ledningen i PBen. De specifika organisationsmål som kommuniceras av PE företagen till PBen är samtliga delmål gällande tillväxt och kostnadseffektivisering. Om dessa delmål uppfylls bör värdet på företaget öka, vilket i sin tur ökar aktieägarvärdet. Då de strategier som PE företagen implementerar i PBen under investeringsperioden syftar till att nå de specifika delmålen, är även strategierna inriktade på att öka försäljningen och minska kostnaderna. Vidare innebär det faktum att PE företagens strategier syftar till kostnadseffektivisering och tillväxt i intäkterna, att en indirekt identifiering av kostnads- respektive intäktsdrivarna görs under den strategiska framtagningsprocessen. För att PBen skall kunna genomföra de strategiska planerna krävs ofta en omstrukturering av deras organisationsstruktur. Medan tillväxtstrategier ofta leder till nya försäljningsenheter och liknande, innebär rationaliseringsstrategier ofta konsolidering eller omlokalisering av enheter. Detta resonemang visar på vilken stor betydelse PE företagens fokus på ökat aktieägarvärde får för PBens verksamhet. Även det faktum att ledningen är delägare i sina bolag och därmed får samma incitament att öka avkastningen som investerarna, påvisar hur viktigt fokus på aktieägarvärdet är.

7.4.2 Tydlig rollfördelning

Då de ansvariga på PE företagen är generalister, är relativt få, samt har en förhållandevis kort investeringshorisont, intar dessa en roll som övergripande katalysatorer till förändring i PBen. Ansvaret för att strategier och handlingsplaner implementeras ligger i sin tur på ledningen, vilken innehar den operationella rollen. Denna har en specifik kunskap om bolaget och den bransch detta verkar inom. De ansvariga på PE företagen har varken tid eller tillräckligt specifik kunskap för att inta en mer operationell roll. Denna delegering är även viktig för att komma ifrån den intressekonflikt som kan uppstå, om ledningen känner att PE företaget inte litar på dennas kompetens och välvilja, utan istället tar över deras operationella arbete. PE företagen blir till följd av denna rollfördelning ytterst beroende av ledningens specialistkompetens. Detta tar sig tydligt uttryck i att strategiframtagningen karakteriseras av ett iterativt samspel mellan ledningen och PE företaget. Ledningens deltagande i denna framtagningsprocess är av vikt för att värdeskapande strategier skall kunna framarbetas, samt att dessa ska implementeras ordentligt. Då ledningen ansvarar för implementeringen är dennas motivation och acceptering av strategierna av största vikt. Av vikt är även att strategiframtagningen påbörjas tidigt, då investeringsperioden är kort och PE företagen måste handla därefter.

7.4.3 Toppstyrning

Som en effekt av att det är relativt få anställda på PE företagen, samt att dessa har en mer generell kunskap om hur man på en övergripande nivå bygger upp ett företag, riktar sig PE företagens styrning mot den översta ledningen i PBen. Mer specifikt innehas den främsta kontakten med ledningen via PBets VD och ekonomichef. Detta leder till att PE företagens styrning av PBen blir ytterst toppstyrd. Denna toppstyrning kännetecknas även av ett tydligt fokus på övergripande mått, samt bakomliggande mått som mäter de operationella delarna i bolagen på en högre nivå. Anledningen till detta mer övergripande operationella fokus tycks vara att de anställda på PE företagen är generalister, som inriktar sig på att förstå vilka delar som är vinstdrivande och varför. Studien har även visat på att styrningen nästan uteslutande sker med operationella mått då PBens finansieringsverksamhet ligger utanför ledningens kontrollsfär. Vidare specificeras målnivåerna i PBen i den årliga budgeten. Budgeten är viktig för kommunikationen av vilka mål som gäller och vad som förväntas av de anställda. Även här intar PE företagen en övergripande roll. Det är ledningen och dess underställda som tar fram budgeten för de olika enheterna i PBen, medan det är PE företagen som slutligen godkänner den totala, sammanslagna budgeten.

7.4.4 Styrning efter avvikelser

Även om PE företagen i sin kontinuerliga styrning använder mer övergripande mått, samt bakomliggande mått på en högre operationell nivå, blir de vid avvikelser i dessa mått även intresserade av mått på lägre organisationsnivåer. De inriktar sig då explicit på att förstå upphovet till avvikelserna, samt vad som kan göras åt eventuella problem. Att PE företagen inte har tid att ständigt sätta sig in i detaljerna i PBens alla enheter, ter sig naturligt. Emellertid innebär deras explicita fokus på att maximera avkastningen till investerarna, sammantaget med att deras investeringsperiod är kort, att de måste agera vid minsta tecken till problem. Ett liknande beteende kan skönjas i den kontinuerliga revideringen av de strategiska planerna. Då både interna och externa faktorer med betydelse för PBens verksamhet ständigt tenderar att förändras och avvika från tidigare uppskattningar, reviderar PE företagen kontinuerligt sina strategiska planer. Detta är ett resultat av att de ständigt måste anpassa sig till förändringar, för att kunna skapa ett ökat aktieägarvärde på kort tid.

7.4.5 Tät kontakt och utförlig rapportering

En framträdande del av PE företagens styrning är de uttömmande rapporterna de löpande kräver av PBets ledningen. I dessa inkluderas inte bara information om hur företaget går finansiellt och operationellt, utan en viktig del av dessa rapporter utgörs även av marknadsinformation kring konkurrenters och kunders beteende och utveckling. Här understryks än en gång PE företagens aktiva ägarskap och det faktum att de håller sig välinformerade om sina PB. Utöver dessa mer formella rapporter innehas en tät och informativ kontakt mellan parterna. Denna typ av information är ofta av stor vikt när det gäller "feed forward" information, vilket medför att potentiella problem kan förhindras redan innan de uppstår.

7.4.6 Transparenta monetära incitamentssystem

Ledningens delägarskap i PBen är inbyggt i branschens struktur och är av yttersta vikt för att målkongruens ska uppnås mellan parterna och att PE företagen ska kunna lita på ledningens välvilja. Vid sidan av detta inför PE företagen bonussystem i sina PB. Då bonusen är kopplad till hur väl budgetmålen uppfylls innebär den ett ytterligare incitament för ledningen att verka i linje med de överenskomna målen.

7.4.7 Tillit – ett resultat av den formella styrningen

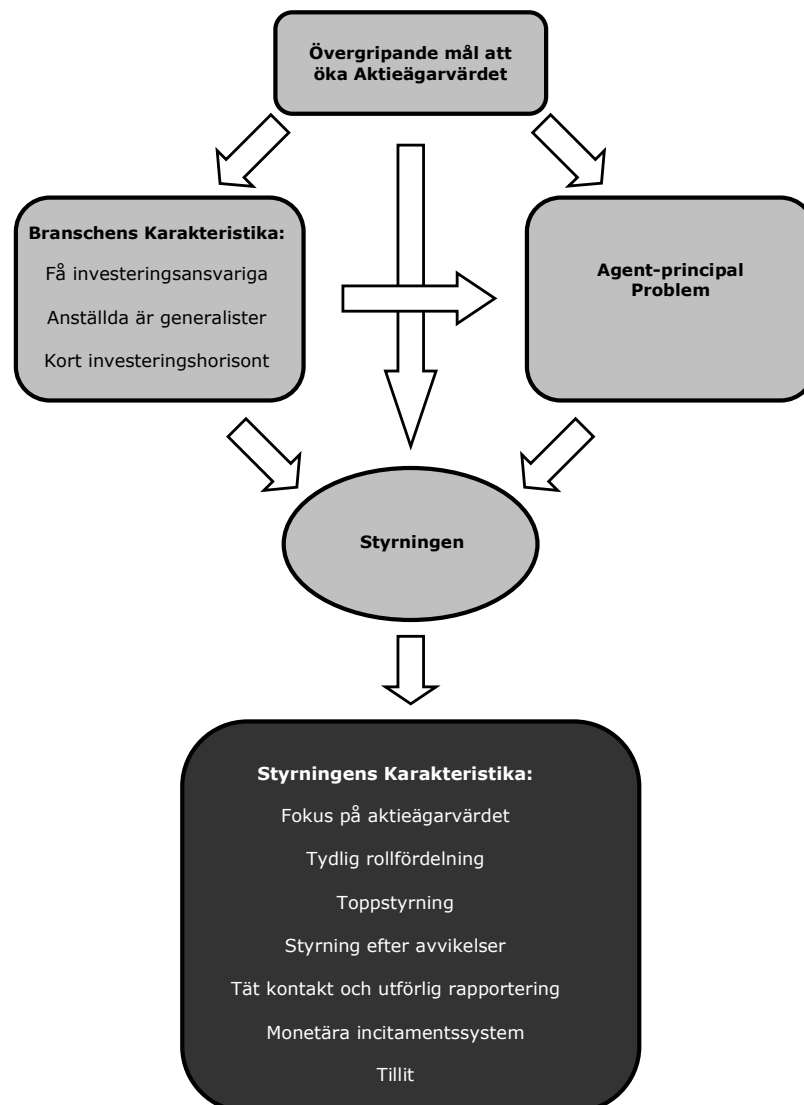
Slutligen har denna studie visat att tillit är en viktig komponent då PE företagen styr sina PB, ty utan tillit kan ett produktivt samarbete inte uppnås mellan parterna. En initialt upplevd tillit är således ett investeringskrav. Vidare byggs PE företagens tillit till ledningen upp med tiden, om de formella delarna av styrningen fungerar väl och PE företaget genom uppföljning och kontroll konstaterar att ledningen agerar enligt överenskommelser. Detta kräver dock att PE företagens formella kontroll av PBen inte blir så fordrande att PE företagen signalerar misstro till ledningen i bolagen, då detta i sin tur kan skada tilliten i relationen. En rätt avvägd mängd av formell styrning tycks därför medföra att maximal tillit mellan parterna kan byggas upp.

8. Slutsats

Resultatet av denna studie visar att styrningens karakteristika formas samt är ett resultat av den kontext som private equity branschen verkar inom: För att investerarna skall vara intresserade av att investera sina pengar i private equity branschen, kräver de avkastning på sina investeringar. Detta medför att hela private equity företagens styrning av sina portföljbolag genomsyras av ett fokus på ökat aktieägarvärde. Även i private equity branschens struktur finns ett inbyggt incitament för ledningen att verka för ett ökat aktieägarvärde, vilket spär på detta fokus ytterligare. Resultatet visar även att det finns ett fåtal bakomliggande faktorer som kan förklara styrningens utformning. Dessa faktorer bildar branschens karakteristika och utgörs av att de investeringsansvariga på PE företagen är relativt få, att de anställda på PE företagen är generalister, samt att investeringshorisonten är kort. Vidare uppstår till följd av branschens ägarstruktur agent-principal problem. Det har emellertid visat sig att det stora fokus som finns på ökat aktieägarvärde, samt de nämnda branschkarakteristika ytterligare spär på detta problem. Att det är de hittills nämnda förutsättningarna och förhållandena som påverkar och präglar styrningen, snarare än de enskilda private equity företagens utformning och egenskaper, påvisas av att de studerade PE företagen agerar lika, frånsett vissa nyansskillnader, trots att deras strukturer och egenskaper på ett flertal sätt skiljer sig åt.

Resultatet av studien visar vidare att private equity företagen tillämpar en styrning som karakteriseras av *fokus på aktieägarvärdet*. Detta syns i utformandet av portföljbolagens organisationsmål och strategier, vilka tydligt syftar till att öka aktieägarvärdet i form av tillväxt och kostnadseffektiviseringar. Även i den indirekta identifieringen av PBens värdedrivare, vilka strategierna bygger på, speglas målet att öka aktieägarvärdet. Här konstateras vidare att en omstrukturering av organisationsstrukturen i PBen är ett medel för att lättare uppfylla de utvalda strategierna. Styrningen karakteriseras även av en *tydlig rollfördelning* mellan de ansvariga på PE företagen och ledningen i portföljbolaget. PE företagen agerar som katalysatorer till förändring, medan ledningen i respektive PB innehar den verkställande rollen. Detta kan förklaras med att de anställda på PE företagen är generalister medan ledningen på respektive PB har specifik kunskap om sitt bolag, att antalet anställda på PE företagen är relativt få, samt att PE företagen har en förhållandevis kort investeringshorisont. PE företagen blir till följd av denna rollfördelning ytterst beroende av ledningens specialistkompetens och att denna accepterar strategierna. Strategiframtagningsprocessen består därför av ett iterativt samspel mellan parterna. Branschens karakteristika leder även till att PE företagens styrning karakteriseras av en *toppstyrning* av PBen. Kontakten med PBen sker nästan uteslutande med den översta ledningen och PE företagen har ett tydligt fokus på övergripande samt bakomliggande mått, som mäter de högre operationella delarna i PBen. Studien visar även att styrningen fokuserar på operationella mått då finansieringsverksamheten ligger utanför ledningens kontrollsfär. Vidare specificeras målnivåerna i PBen i den årliga budgeten, vilken är viktig för kommunikationen av vad som förväntas av de anställda. Studien visar även att styrningen karakteriseras av *styrning efter avvikelser*, då PE företagen blir intresserade av mått på lägre organisationsnivåer om de kontinuerligt studerade måtten avviker från uppsatta mål och förväntningar. Måtten på lägre organisationsnivåer används då för att

förklara upphovet till avvikelserna. PE företagens explicita fokus på att maximera avkastningen till investerarna, sammantaget med att deras investeringsperiod är kort, gör att de vid minsta tecken till problem måste agera omedelbart. Denna styrning efter avvikelser kan även skönjas i den kontinuerliga revideringen som sker av de strategiska planerna. Även en *tät kontakt och utförlig rapportering* karakteriserar PE företagens styrning av sina PB. Frekvent uppföljning krävs för att möjliggöra en effektiv styrning efter avvikelser. En kontinuerlig informationsinhämtning är även av yttersta vikt för att PE företagen tidigt skall kunna avvärja potentiella problem och kunna fatta snabba beslut. Vidare karakteriseras styrningen av *transparenta monetära belöningsystem*, i form av ledningens delägarskap och bonussystem, för att målkongruens ska uppnås mellan PE företagen och ledningen i respektive PB. Dessa utgör en formell grund för att PE företagen ska kunna lita på att ledningen strävar efter att öka aktieägarvärdet. Slutligen karakteriseras styrningen av *tillit*, vilket visat sig vara en oersättlig ingrediens för att samarbetet mellan PE företaget och PBet ska fungera optimalt. Det har i denna studie visat sig att rätt nivå på den formella styrningen leder till att tillit mellan parterna byggs på och förstärks. I nedan ramverk presenteras uppsatsens slutsats.



Figur 11: En modell för styrningens karakteristika.

9. Diskussion

Nedan förs en diskussion om studiens generaliserbarhet, genom en kritisk reflektion över studiens styrkor och svagheter. Därefter följer förslag till framtida forskning.

9.1 Generaliserbarhet

9.1.1 Svagheter

I uppsatsen har investeringsansvariga på ledningsnivå intervjuats på private equity företagen och på respektive portföljbolag har VD, samt ytterligare en person ur ledningen ställt upp. På Procuritas har även ordförande på Arterm deltagit, men då ordförande i Saunatec ännu inte tillskridit sin position, har denna inte varit aktuell att intervjua. Av detta skäl har ordförandes perspektiv inte kunnat beaktas till fullo. Vidare hade det varit intressant att på båda portföljbolagen intervjua respektive ekonomichef. Emellertid kunde detta inte möjliggöras på Arterm. Även anställda längre ned i bolagen kunde ha bidragit med värdefulla insikter, gällande i vilken utsträckning private equity företagen förändrar rapporteringen och mätinstrumenten på lägre nivåer. Men då en begränsad tid fanns för detta arbete, gjorde vi bedömningen att personer ur den översta ledningen var av första prioritet.

Vidare har studien enbart studerat tillverkande portföljbolag. Huruvida de identifierade styrningskaraktäristika även är giltiga i tjänsteföretag, kan således inte besvaras av denna studie. Det faktum att de studerade private equity företagen är relativt små, får även det en inverkan på generaliserbarheten. På den nordiska marknaden finns betydligt större aktörer, som gör både fler och större investeringar. Huruvida dessa företag använder andra styrningsvariabler än de som framkommit i denna studie, kan således inte besvaras inom ramen för detta arbete.

En annan aspekt som kan ha påverkat studien, är det faktum att Saunatec vid tiden för denna uppsats inte varit i Capital Nordens ägo tillräckligt länge för att samtliga beslutsprocesser har hunnit färdigställas. Detta bidrar till att Capital Nordens slutliga styrmetoder inte fullt ut kunnat observeras på portföljbolagsnivå. Att Saunatec tidigare var ägt av ett annat private equity företag avhjälpas emellertid delvis denna problematik, då de intervjuade på Saunatec uttryckt att de är medvetna om vad det innebär att ägas av ett private equity företag. Vidare talar det faktum att de förra private equity ägarna tenderade att ha en ytterst likartad styrning som Capital Norden, för slutsatsens generaliserbarhet.

Slutligen har vi använt oss av en kvalitativ undersökningsmetod. Jämfört med en kvantitativ studie är reliabiliteten mindre i en kvalitativ studie. Dock har en kvantitativ studie varit nödvändig för ändamålet att på djupet studera den formella styrning, som private equity företagen implementerar i sina portföljbolag. Ur ett generaliserbarhetsperspektiv skulle en liknande studie, men med ett större antal studerade private equity företag vara av intresse. En mer kvantitativ studie skulle därför behöva

genomföras, för att verifiera att de styrningskaraktäristika som framkommit i denna studie är generella.

9.1.2 Styrkor

Intervjuerna på portföljbolagen har använts för att kontrollera att den styrning som de intervjuade på private equity företagen säger sig använda, faktiskt används. De intervjuade på portföljbolagen presenterar i de centrala frågorna en ytterst likartad bild, som de intervjuade på private equity företagen och samstämmigheten mellan parternas utsagor är slående. Detta indikerar att risken för försköning hos de intervjuade är begränsad och talar för slutsatsens generaliserbarhet.

Som konstaterats i metodstycket skiljer sig de två private equity företagen, ABN Amro Capital Norden och Procuritas, betydligt åt till karaktär. För det första har de två företagen helt olika ägarstruktur. Även om Capital Norden är autonom så är ägaren och finansiären en bank, medan Procuritas är ett självständigt företag med många olika institutionella investerare. Capital Norden har även en mer internationell prägel med systerföretag runt om i Europa, medan Procuritas enbart har kontor i Sverige och Danmark. Vidare är Procuritas cirka 15 år äldre än Capital Norden och dess investeringsansvariga har en bakgrund som managementkonsulter och som högt uppsatta chefer inom industrin. Detta skiljer sig betydligt åt från de investeringsansvariga på Capital Norden som istället har en mer finansiell bakgrund. Trots dessa klara skillnader mellan de två private equity företagen, har deras styrningskaraktäristika visat sig vara slående lika. Att dessa karaktäristika således är oberoende av ägarstruktur, ålder, de investeringsansvarigas bakgrund, samt i viss mån europeisk prägel, tycks vara fallet. Detta talar för att den framställda bilden är generell. Men även om den europeiska prägel som Capital Norden har, inte lyser igenom i denna, studie kan vi inte utesluta att private equity företag belägna i andra europeiska länder kan ha en styrning formad av vederbörande lands företagskultur. Samstämmigheten i det empiriska materialet ger därför främst en god grund för att studiens slutsatser kan generaliseras för private equity företag inom Norden.

9.2 Förslag till framtida forskning

Studiens fokus har riktats mot ett område som tidigare inte har behandlats utförligt inom forskarvärlden. Denna studie har till följd av detta belyst många, i vår mening, intressanta faktorer som är väl värda att fortsätta studera. Vid framtida forskning inom samma område är vår förhoppning att denna uppsats kan fungera som referens.

Ett förslag på vidare studier är att göra fler fallstudier över samma fenomen, för att generaliseringar av våra resultat skall kunna möjliggöras. Vidare skulle en kompletterande studie kunna studera dels större private equity företag, samt företag belägna utanför Norden. Av ännu större intresse vore emellertid att inkludera portföljbolag inom tjänstesektorn, för att se huruvida de identifierade styrningskaraktäristika gäller även för dessa. Inkluderas dessa aspekter i en framtida studie skulle de identifierade karaktäristika kunna förfinas och generaliserbarheten öka.

Under uppsatsens tillkommande har vi även upptäckt en intressant aspekt av styrningen som skulle behöva utredas vidare. Denna studie har inte haft för avsikt att närmare studera den informella styrningen som private equity företagen brukar. Istället har studien fokuserat på de mer formella styrningsvariablerna. Trots detta har tilliten, vilket kategoriseras som ett informellt styrmedel, visat sig vara av stor vikt för private equity företagens styrning av portföljbolagen. I studien påvisas att tilliten mellan parterna är ett resultat av den formella styrningen, där en ökad formell kontroll de facto föder tillit. Det vore därför intressant att vidare utreda detta fenomen i detalj. Exempelvis har studien bekräftat Poppo & Zengers (2002) teori om att tillit och formell kontroll är komplement, i den meningen att den formella kontrollen föder tillit. Dock har det andra komplementära förhållandet, att ökad tillit föder en ökad formell kontroll, varken undersökts eller påvisats i denna studie. En studie som granskar detta skulle således kunna fördjupa förståelsen för hur tilliten och den formella kontrollen samvarierar i denna typ av bolag.

Avslutningsvis har vi i denna undersökning även fått implikationer på att vissa av de identifierade styrningskaraktistika i sin tur möjliggör snabba beslut och såkallad "feed forward" information, vilket är viktigt för private equity företagens framgång. En mer omfattande analys av vilka styrningskaraktistika som är av särskild vikt för private equity företagens framgång, vore således ett givande forskningsområde.

Referenslista

Aaltonen, J. & Nurmi, E. (2002), "The spirit of the sauna is no longer enough for Finns", *Helsingin Sanomat*, 19 mars. Tillgänglig [online]: <http://www2.hs.fi/english/archive/news.asp?id=20020319IE3> [2007-03-20].

AltAssets hemsida. Tillgänglig [online]: http://www.altassets.com/hm_glossary.php [2007-04-10].

Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994), *Tolkning och reflektion – Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, Lund.

Anthony, R.N. (1965), *Planning and Control Systems – A Framework for Analysis*. Boston: Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Anthony & Govindarajan (2005), *Management Control Systems*, 12:e upplagan, McGraw Hill/Irwin, New York.

Ariterm hemsida. Tillgänglig [online]: www.ariterm.se [2007-04-12].

Aronsson, C. (2007), "Vem vill jobba åt riskkapitalisterna?", *Veckans Affärer*, 22 mars.

Barber, J. (2005), "Investors in private equity funds: an overview", A chapter in *The Guide to private equity fundraising*, Private Equity International Books, Mvision Private Equity Advisers Limited. Tillgänglig [online]: <http://www.helixassociates.co.uk/articles/Investors%20In%20Private%20Equity%20Funds%20-%20An%20Overview.pdf> [2007-03-15].

Bergin, E. (2007), "Vem tar risken inom riskkapitalet?", *Svenska Dagbladet*, 20 mars.

Brodin, B., Lundkvist, L., Sjöstrand, S-E., & Östman, L., (2000), *Koncernchefen och ägarna*, Stockholm: EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Capitals hemsida. Tillgänglig [online]: <http://www.capital.abnamro.com> [2007-04-12].

Carlbom, T. (2007), "Nu ska Skatteverket jaga riskkapitalmiljarderna" *Veckans Affärer*, 22 mars.

Chalmers, A.F., (1999), *Vad är vetenskap egentligen*, Bokförlaget Nya Doxa, Falun.

Copeland, T., Koller T., and Murrin J. (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Values of Companies*, 3:e upplagan, John Wiley & Sons, New York.

Davis, J., Mayer, R. & Schoorman, D. (1995), "An Integrative Model of Organizational Trust", *Academy of Management Review*, Vol. 20, Nr. 3, 709-734.

Emmanuel C., Otley D. & Merchant K. (1994), *Accounting for Management Control*, 2:a upplagan, Chapman & Hall, London.

Flamholz, E., Das, T.D. & Tsui, A.S. (1985), "Toward an Integrative Framework of Organizational Control", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 10, Nr. 1, s. 35–50.

Golis, C. (2002), *Enterprise and Venture Capital- A business builder's and investor's handbook*, 4:e upplagan, Allen & Unwin, St. Leonard.

Gustavsson, B. (2004), *Kunskapande metoder - inom samhällsvetenskapen*. 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund.

Hellman, T. (1998), The Allocation of Control Rights in VC Contracts, *Rand Journal of Economics*, Vol.29, s 57-76.

Hellman, N. & Lind, J. (2004), "Aktieägarvärde och koncernstyrning – en studie av interna och externa aspekter på koncernstyrningen", Ingår i Lind, J. & Schuster, W. (red), *Redovisningens teori, praktik och pedagogik: en vänbok till Lars Östman*. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm.

Hellman, T. & Puri, M. (2002), Venture Capital and the Professionalization of Start-Up firms, *Journal of Finance*, Feb, 2002, s. 169-197.

Isaksson, P. (2005), "Private Equity ägda bolag- Vi kan agera snabbare utanför börsen", *Affärsvärlden*, 1 juni.

Ittner, C. & Larcker, D. (1998), "Innovations in performance measurement: Trends and research implications", *Journal of Management Accounting Research*, Vol.10. s. 205-238.

Ittner, C. & Larcker, D. (2001), "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, s. 349-410.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, s. 305-360.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005), *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, 4th edition, John Wiley & Sons.

Langemar, P. (2005), *Att låta en värld öppna sig – Introduktion till kvalitativ metod i psykologi*, Psykologiska institutionen, Stockholms universitet.

Langfield-Smith, K. (1997), "Management Control Systems and Strategy: a critical review", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 22, Nr. 2, 207-232.

Lundahl, U. & Skärvad, P-H., (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund.

Malmi, T. & Ikäheimo, S., (2003), "Value Based Management practices – some evidence from the field", *Management Accounting Research*, 14. 235-254.

McCahery, J. & Renneboog, L. (2003), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*, Oxford University Press.

Morin, R. & Jarrell, S. (2000), *Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*, McGraw-Hill, New York.

NUTEK (2005), *Utvecklingen för svenska riskkapitalbolag*, NUTEK R 2005:22, Stockholm.
Tillgänglig [online]: http://www.nutek.se/content/1/c4/06/70/R2005_22Portfoljbolagensutveckling.pdf [2007-04-10].

Odin (2007), Odin, Bureau van Dijk (Internet Database). Tillgänglig [online]:
www.odin.bvdep.com/version-2007411/cgi/template.dll?product=33 [2007-04-20].

Otley, D. T. (1999), "Performance Management: a Framework for Management Control System Research", *Management Accounting Research*, 10, s.363-382.

Otley & Berry (1980), "Control, organizations and accounting", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 5, s. 231-244.

Patel, R. & Davidsson, B. (1994), *Forskningsmetodikens grunder, Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund.

Patel, R. och Davidson, B. (2003), *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur, Lund.

Poppo, L. & Zenger, T. (2002), "Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements?", *Strategic Management Journal*, Vol 23, Nr. 8, s. 707-725.

Procuritas hemsida. Tillgänglig [online]: www.procuritas.com [2007-04-12].

Riksbanken, (2005), "Riskkapitalbolagen i Sverige", i *Finansiell Stabilitet 2005:1*, Riksbanken, Stockholm. Tillgänglig [online]: http://www.riksbank.se/pagefolders/19702/FS_2005_1_sve.pdf [2007-05-01].

Saunatecs hemsida. Tillgänglig [online]: <http://www.saunatec.com> [2007-04-12].

Shepherd, D. & Zacharakis, A., (2001), "The venture capital-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour", *Venture Capital*, Vol. 3, Nr. 2, s. 129-149.

Simons, R. (1987), "Accounting control systems and business strategy: an empirical analysis", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 12, s. 357-374.

Sjätte AP Fondens hemsida, "Branschfakta private equity".
Tillgänglig [online]: <http://www.apfond6.se/Page.aspx?id=157> [2007-05-20].

Sundén, M. (2007), "Intervju: Susanne Rosenberg - Förändring i full fart" *Svenska Dagbladet*, 26 mars.

SVCA, (2002), "Riktlinjer för portföljvärdering och IRR-beräkning", i *Medlemsmatrikel 2002*, SVCA, Stockholm. Tillgänglig [online]: http://www.mcit.se/svca/article_view.asp?ArticleID=30 [2007-05-15].

SVCA, (2006-2007), "Riskkapitalbranschens utveckling i Sverige", i *Medlemsmatrikel 2006-2007*, SVCA, Stockholm. Tillgänglig [online]:
<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageId=26725> [2007-05-10].

SVCA (2006-2007), "Riskkapitalets värdekedja- från affärsänglar till buyout-fonder", i *Medlemsmatrikel 2006-2007*, SVCA, Stockholm. Tillgänglig [online]:
<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageId=26725> [2007-05-10].

SVCA:s hemsida. Tillgänglig [online]: <http://www.svca.se> [2007-05-20].

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

Weaver, S., C. & Weston, J. F., (2003), *A Unifying Theory of Value Based Management*, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles.

Yin, R. (1994), *Case study research: Design and methods*, 2:a upplagan, Sage Publishing, Beverly Hills.

Intervjuer

Bergsjö, Mats – *CEO, Ariterm*, Stockholm, 2007-03-27.

Biisku, Pentti - *CEO, Saunatec*, Telefonintervju, 2007-04-13.

Conradsson, Johan - *Managing Director, ABN Amro Capital Norden*, Stockholm, 2007-03-17.

Johansson, Tomas - *Investment Manager, Procuritas*, Stockholm, 2007-03-28.

Koljonen, Timo - *Managing Director, Ariterm Finland*, Telefonintervju, 2007-04-02.

Lindberg, Björn - *Ordförande, Ariterm*, Stockholm, 2007-04-03.

Olson, Mattias - *Investment Manager, Procuritas*, Stockholm, 2007-03-26.

Rydmark, Johan - *Managing Director, ABN Amro Capital Norden*, Stockholm, 2007-04-04.

Vesterinen, Ari - *CFO (före detta chef för Saunatec Tyskland)*, Saunatec, Telefonintervju, 2007-03-10.

Appendix 1

Nedan återfinns de två intervjumallar som använts för den empiriska studien, en för intervjuerna på private equity företagen och en för intervjuerna på portföljbolagen. De återgivna intervjumallarna är emellertid grundmallar på så sätt att vissa mer företagsspecifika frågor som ställts till respektive private equity företag och portföljbolag inte återfinns i materialet. Till följd av att frågorna är semistrukturerade har även vissa följdfrågor ställts under intervjuerna. Inte heller dessa återfinns i nedan material.

Intervjumall för Private equity företag

A) Allmänt

1. Hur länge har du arbetat i företaget? Vilken är din position?
2. Vilken bakgrund har du? Vilken bakgrund har de övriga anställda?
3. Hur ser era fonder ut? Vad har de för storlek?
4. Hur lång är er investeringshorisont?
5. Varför investerade ni i det studerade portföljbolaget?

B) Övergripande mål

1. Vad har ni för övergripande mål?
2. Kan du beskriva vilken typ av mål ni kommunicerar till era portföljbolag?
3. Varför har ni just det/dessa mål?

C) Strategier och planer

1. Hur ser strategiframtagningsprocessen ut?
2. Vilka är involverade i denna process?
3. Vilka typer av strategier jobbar ni med? Varför jobbar ni med just dessa strategier?
4. Vilka värdeskapande möjligheter såg ni i det studerade portföljbolaget?
5. Revideras de framtagna strategierna och planerna? I så fall varför? Hur ofta? Vilka deltar i denna process?
6. Hur sker implementeringsprocessen av strategierna och planerna ut?
7. Vilka är involverade i denna process?
8. Vilka förändringar har ni gjort i det studerade portföljbolaget?
9. Skiljer sig de strategier ni arbetar med i det studerade portföljbolaget från de strategier som tidigare fanns i bolaget? (Varför/Varför inte?)

D) Målsättning och standard

1. Vilka mål, mått och standarder använder ni?
2. Varför använder ni just dessa mål och mått? Varför använder ni just den kombinationen av mål och mått?
3. Hur ser ”målnivåerna” ut och hur tar ni fram dem?
4. Vad gör ni om portföljbolaget inte når de uppsatta målen?
5. Skiljer sig dessa mål, mått och standarder åt från de som tidigare fanns i det studerade portföljbolaget, innan ni köpte det?

E) Belöningar

1. Implementerar ni belöningssystem i era portföljbolag?
2. I så fall, vilka typer av belöningssystem implementerar ni?
3. Hur är dessa utformade?
4. Har ni implementerat några nya system i det studerade portföljbolaget?

F) Feedback

1. Vilka på portföljbolaget har ni kontakt med?
2. Hur sker uppföljningen på portföljbolaget?
3. Hur ofta sker denna uppföljning?
4. Hur utvärderar ni portföljbolagens prestationer?
5. Vad anser du är viktigt för ett bra samarbete? Kan du ge några exempel på när ni och de anställda på portföljbolaget har haft skilda åsikter?

Intervjumall för Portföljbolag

A) Allmänt

1. Hur länge har du arbetat i företaget? Vilken är din position?
2. Varför valde de förra ägarna att sälja bolaget?

B) Övergripande mål

1. Vilket är ert/era övergripande mål? Vilket/vilka mål kommuniceras av er ägare?
2. Vad har private equity företaget tillfört gällande övergripande mål?

C) Strategier och planer

1. Hur ser strategiframtagningsprocessen ut?
2. Vilka är involverade i denna process?
3. Vilka typer av strategier jobbar ni med?
4. Revideras de framtagna strategierna och planerna? Vilka deltar i denna process?
5. Hur sker implementeringsprocessen av strategierna och planerna ut?
6. Skiljer sig de strategier ni arbetar med ofta åt från dem som tidigare fanns i det studerade portföljbolaget?
7. Vad har private equity företaget tillfört gällande strategier och planer?

D) Målsättningar och standard

1. Vilka mål, mått och standarder använder ni? Vilket/vilka mål, mått och standarder kommuniceras av er ägare?
2. Varför använder ni just dessa mål och mått? Varför använder ni just den kombinationen av mål och mått?
3. Hur ser målnivåerna ut och hur tas de fram?
4. Skiljer sig dessa mål, mått och standarder åt från de som fanns innan de nuvarande ägarna?

E) Belöningar

1. Finns det några belöningssystem?
2. I så fall, vilka typer av belöningssystem finns det?
3. Hur är dessa utformade?

F) Feedback

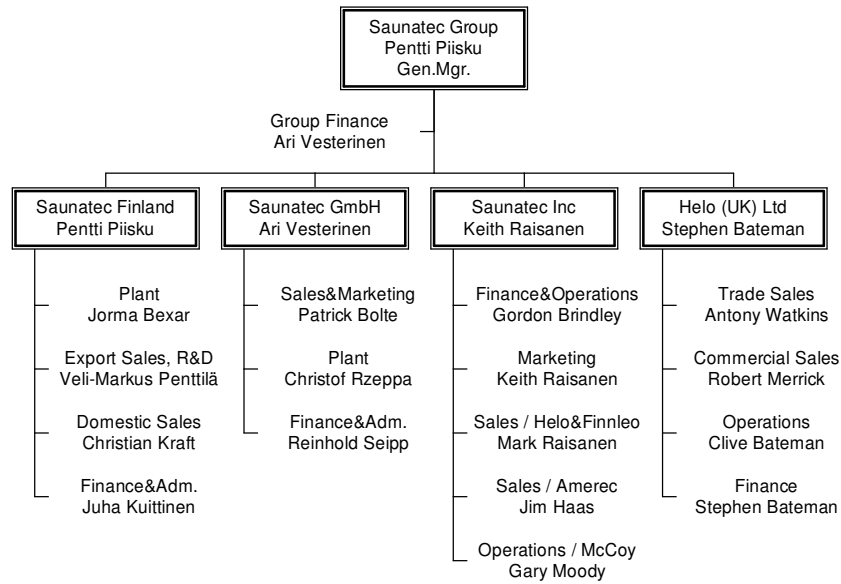
1. Vem/Vilka har kontakt med private equity företaget?
2. Hur sker uppföljningen av hur ert bolag går?
3. Hur ofta sker denna uppföljning?
4. Hur utvärderas era prestationer?
5. Vad anser du är viktigt för ett bra samarbete? Kan du ge några exempel på när ni och private equity företaget har haft skilda åsikter?

G) Övrigt

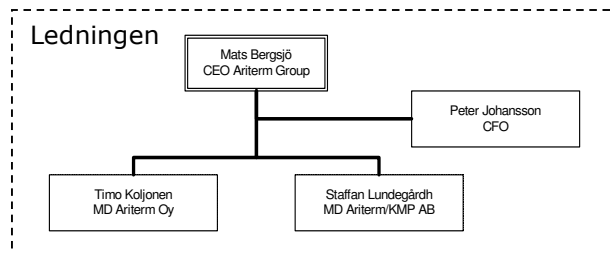
1. Har ditt sätt att arbeta förändrats i och med att private equity företaget blev er ägare?
2. Utöver vad vi pratat om hittills, är det något annat som du tycker är centralt i din relation med private equity företaget?
3. Har du något att tillägga gällande din styrning av bolaget?
4. Vad känner du att du kan begära av private equity företaget?

Appendix 2

Organisationsstruktur Saunatec



Organisationsstruktur Arterm



Operationella verksamheter

