

Examensarbete
Handelshögskolan i Stockholm
Institutionen för Redovisning och Finansiering
Huvudinriktning 3100

Styrning av riskkapitalinvesteringar – En studie av riskkapital inom biotekniksektorn

Abstract: The Private Equity industry has over the past years been booming and major external environmental changes have made the industry transform rapidly. Increased competition between Private Equity firms is one of the reasons why the industry has been and is being forced to focus more on addition of value through increased operational management. Consequently, the focus of value addition is by some said to be transferred away from deal making and financial skills, and into active operative management.

This case study investigates how the portfolio management, and more specifically the measuring and management of performance, is carried out in a number of leading Swedish Private Equity funds with investments in the biotech sector. The biotech sector is characterized by extensive research and development, and many biotech companies often lack income and other measurable financial parameters in the initial phase. Our findings reveal that Private Equity firms to a large extent try to formalize the measurement of performance in the biotech companies, in order to understand and evaluate the development. Non-financial information is being quantified and the measurement process relies to a large extent on trust and faith in operative management, rather than straight financial figures.

Examensuppsats

Författare: Magnus Järnklev 18419
Carl Eliasson 18447

Handledare: Torkel Strömsten

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

| | |
|---|-----------|
| 1. INLEDNING - PROBLEMMOMRÅDE | 3 |
| 2. SYFTE OCH AVGRÄNSNINGAR | 5 |
| 2.1 SYFTE | 5 |
| 2.2 FRÅGESTÄLLNINGAR | 5 |
| 2.3 AVGRÄNSNINGAR & TIDIGARE STUDIER | 6 |
| 2.4 DISPOSITION | 7 |
| 3. METOD | 7 |
| 3.1 METODOLOGISK UTGÅNGSPUNKT | 7 |
| 3.2 DATAINSAMLING | 8 |
| 3.3 INTERVJUERNAS GENOMFÖRANDE | 9 |
| 3.4 URVALSPROCESS OCH URVALSKRITERIER | 9 |
| 3.4.1 Forskningsintensivt företag | 10 |
| 3.4.2 Bioteknik | 10 |
| 3.5 KVALITET OCH TROVÄRDIGHET | 11 |
| 4. TEORI | 11 |
| 4.1 PRIVATE EQUITY | 12 |
| 4.1.1 Bakgrund | 12 |
| 4.1.2 Vad är Private Equity? | 12 |
| 4.1.3 Hur mäts prestation för PE-bolag? | 13 |
| 4.1.4 Vilka är PE-bolagens roller? | 13 |
| 4.1.5 Vilka begränsningar finns för en PE-investering? | 13 |
| 4.2 STYRNING UR ETT VÄRDERINGSPERSPEKTIV | 14 |
| 4.2.1 Värdering av Bioteknikbolag | 15 |
| 4.3 OTLEYS RAMVERK FÖR STYRNING OCH MÄTNING AV PRESTATION | 15 |
| 4.4 SVÄRIGHETER INOM MÄTNING AV PRESTATION | 18 |
| 5. EMPIRI | 19 |
| 5.1 MÅLSÄTTNING & STYRVARIBLER | 19 |
| 5.1.1 PE-Bolagens målsättning | 19 |
| 5.1.2 Fastställande av delmål | 20 |
| 5.1.3 Val av styrvariabler - Finansiell och icke-finansiell information | 21 |
| 5.1.4 Finansiell information | 21 |
| 5.1.5 Icke-finansiell information | 22 |
| 5.1.6 Kvantifiering av icke-finansiell information | 23 |
| 5.1.7 Förändring av valet av styrvariabler under investeringscykeln | 24 |
| 5.2 INFORMATIONSSAMLING | 24 |
| 5.2.1 Informationsinsamling via månadsrapportering | 25 |
| 5.2.2 Informationsinsamling via styrelserepresentation | 25 |
| 5.2.3 Informationsinsamling via användandet av "advisory board" | 26 |
| 5.2.4 Informationsinsamling via direktkontakt med VD | 26 |
| 5.2.5 Informationsinsamling via informella nätverk | 27 |
| 5.3 ERSÄTTNINGSTRUKTUR | 27 |
| 6. ANALYS | 28 |
| 6.1 STYRNING OCH MÄTNING I PE-BOLAG | 28 |
| 6.2 ÖVRIGA IAKTTAGELSER KRING SVÄRIGHETER INOM MÄTNING AV PRESTATION | 36 |
| 6.3 RAPPORTERING ÖVER TIDEN | 36 |
| 7. SLUTSATSER | 37 |
| 8. REFERENSER | 39 |
| LITTERATUR | 39 |

| | |
|-------------------------|-----------|
| TIDSKRIFTER | 40 |
| RAPPORTER OCH UPPSATSER | 40 |
| WEBB | 40 |
| 8. APPENDIX I | 41 |
| INTERVJUFÖRTECKNING | 41 |

1. Inledning - Problemområde

Private Equity-bolagens (PE-bolagens) investeringar i Sverige har sedan 1990-talet vuxit kraftigt. 2001 var Sverige ledande i Europa inom Private Equity-investeringar, mätt som procent av BNP, med 0.87%.¹ Idag är Sverige tvåa på den listan, bakom Storbritannien och storleken på Private Equity-marknaden i Sverige motsvarade 2006 cirka 10% av totala värdet på Stockholmsbörsen.² Enligt Svenska Riskkapitalföreningen finns 155 PE-bolag i Sverige som för närvarande har investerat i cirka 1000 företag.³

Under 1990-talets guldår lyckades PE-bolagen uppnå mycket hög avkastning på sina investeringar, vilket ledde till större medial uppmärksamhet och en plats på främre raden i finansvärlden. PE-bolag ansågs vara ett attraktivt alternativ för finansiella investerare. Ett antal faktorer har kunnat identifierats som drivkrafter bakom denna utveckling; (1) den starka ekonomiska utvecklingen och börsutvecklingen, (2) möjligheten till hög belåning, (3) PE-bolagens sofistikerade finansiella metodkunskaper samt (4) den allmänna tillgången till nya affärsförslag.⁴

Den ökade konkurrensen och förändringar i de ekonomiska förhållandena kom under det tidiga 2000-talet att medföra att många PE-bolag rapporterade betydligt lägre avkastning på sina investeringar jämfört med tidigare och investeringshorisonter sträcktes ut i tiden. Tre på varandra följande år med fallande börskurser mellan 2000 och 2003, nya hårdare krav från banker och ratinginstitut, spridningen av sofistikerade finansiella metodkunskaper och den begränsade tillgången till nya affärsförslag ansågs ligga bakom denna utveckling.⁵

Trenden inom PE-industrin pekar åt att den kritiska framgångsfaktorn för PE-bolagen i framtiden kan komma att utgöras av deras förmåga att förädla värdet på sina portföljbolag genom tydlig och framgångsrik styrning av sina investeringars operativa verksamheter. Detta som en följd av den ökade konkurrensen och de ändrade ekonomiska förhållandena och denna trend ställer rimligtvis ökade krav

¹ EVCA

² 6:e AP-fondens hemsida, www.apfond6.se

³ Svenska Riskkapitalföreningen, www.svca.se

⁴ Dan Lieber, 2004

⁵ Ibid

på operativ kompetens hos de anställda inom PE-bolagen och ökar betydelsen av en effektiv mät- och styrningsprocess.⁶

Betydelsen av ökad operativ kompetens samt framgångsrik mätning och styrning borde bli särskilt tydlig inom branscher där portföljbolagens verksamhet bedrivs inom områden som kräver specialistkompetens för att driva och förstå den dagliga operativa verksamheten. För hur kan ägarna utvärdera en verksamhets framgångar, om resultaten från verksamheten kräver specialistkompetens för att bedöma?

Bioteknik är en av dessa branscher där verksamheten till stor del baseras på specialistkompetens och av just den anledningen den bransch som studeras i uppsatsen.⁷ Under det första kvartalet 2004 gjordes 7% av det totala antalet investeringar av PE-bolag och 2% av det investerade kapitalet, inom biotekniksektorn.⁸ Under 2006 var bioteknik tillsammans med medicinteknik det område inom vilka flest PE-investeringar skedde.⁹

Bioteknikbranschen präglas av avancerad forskning och hög volatilitet i lönsamhetsutvecklingen och under den tidiga fasen i bolagets livscykel saknas oftast intäkter helt. Detta medför rimligtvis att ägarstyrningen, i synnerhet mätningen av prestationer, ställs inför speciella krav. Mätningen av bolagens operativa utveckling måste i dessa fall till stor del ske utan hjälp av finansiella variabler då PE-bolag ofta styrs av människor med finansiell kunskap och bakgrund, medan utvecklingen av bioteknikbolag drivs av människor med utbildning och kunskap inom medicin eller liknande. Diskrepansen mellan ägarbolagets och portföljbolagets operativa kunskap och syn på framtida utvecklingspotential kan vara väsentlig och borde eventuellt ge upphov till problem med mätningen av prestation och följaktligen styrningen av bolagen. Hur mäter en ekonom utvecklingen i ett bioteknikbolag som ännu inte har några intäkter utan vars produkter fortfarande befinner sig i kliniska faser? Hur sker styrningen av utvecklingen i sådana bolag? Hur ser PE-bolagens representanter på denna kunskapsdiskrepan?

⁶ KPMG, *Insight into portfolio management*, 2002

⁷ Enligt ISA Biotech report 2001 har PE-bolagens investeringar inom företag inom bioteknologi ökat kraftigt de senaste åren

⁸ Svenska Riskkapitalföreningen, www.svca.se

⁹ Ibid

De finansiella aktörer som investerar i PE-bolagens fonder kräver en detaljerad rapportering om värdeutvecklingen för PE-bolagens portföljbolag. Som en följd av svårigheten att mäta och kvantifiera utvecklingen i bioteknikbolag i finansiella termer blir värderingen många gånger mycket komplex att utföra. Värderingen av immateriella tillgångar i en forskningsfas är mycket svårhanterlig då den baseras på sannolikheter och risker som är svåra att bedöma och förväntas generera en avkastning som är mycket svår att kvantifiera.¹⁰ Att mäta rätt och effektivt verkar vara en grundläggande förutsättning samt en nödvändighet för PE-bolagens framtida värdeskapande, samtidigt som dess styrnings- och mätprocesser borde ställas inför mycket speciella krav.

Detta intressanta problem är grunden till vår uppsats och dess syfte. Genom uppsatsen ämnar vi titta närmare på hur PE-bolagen arbetar med problemet med att mäta ett företags framgång i en bransch som kräver specialistkunskap. Vi vill genom uppsatsen visa på hur PE-bolagens representanter hanterar denna till synes stora informationsasymmetri.

2. Syfte och avgränsningar

2.1 Syfte

Syftet med uppsatsen är således att ge en ökad förståelse för hur svenska PE-bolag mäter prestationen i sina portföljbolag inom biotekniksektorn. Vår förhoppning är att belysa intressanta aspekter inom ett område som i litteraturen beskrivs få en ökad betydelse samt förhoppningsvis ge uppslag för vidare studier inom området.

2.2 Frågeställningar

Vi utgår från Otleys föreslagna ramverk 'Performance Management: a framework for management control systems research'¹¹ för att analysera mät- och styrningsprocessen. Otley presenterar en bred definition på styrning, som inte enbart tar hänsyn till finansiella intressenter och hans ramverk innefattar fem centrala punkter; övergripande mål, strategier och planer, målnivåer, belöningar samt återkoppling. Vi anser att en bred definition på styrning passar väl in då PE-bolagen har ett brett spektra av styrmedel till sitt förfogande. Användandet av Otleys fem frågeställningar underlättar möjligheten att se till helheten i det undersökta objektet när man undersöker både mätning och styrning

¹⁰ Intervju med Bennarsten, Gatenbeck och Henriksson

¹¹ Otley, 1999

av organisationers prestationer. Helheten är mycket viktig enligt Otley och detta beror på den samverkan som existerar mellan samtliga delar inom ramverket. Svaret på en frågeställning påverkar svaret på andra delar av ramverket och Otley påpekar att styrning ur ett finansiellt perspektiv inte alltid ger den bästa överblicken. Vi kommer således att genomföra vår analys baserad på Otleys samtliga fem punkter; om än på en mer övergripande nivå. Otley utvecklar frågor kring sina fem centrala punkter, vilka vi var och en kommer att använda för att analysera vår empiri. Vår övergripande frågeställning som vi använder oss av för att uppnå uppsatsens syfte kan dock förenklas och sammanfattas i en fråga:

- Hur arbetar PE-bolagen med att mäta utvecklingen i sina portföljbolag?

2.3 Avgränsningar & tidigare studier

Uppsatsen ämnar inte ge en detaljerad beskrivning av det enskilda bolagets mätning, styrning och utvärdering av prestationer, utan snarare ge en generell överblick för hur svenska PE-bolag arbetar med att mäta, styra och utvärdera prestationer i sina portföljbolag inom biotekniksektorn.

Vi har även valt att avgränsa vår uppsats till att *inte* studera hur PE-bolagens arbete med bioteknikbolagen som portföljbolag idag kan jämföras med dess arbete under tidigare perioder. Vi ämnar vidare göra en deskriptiv analys och avser således inte att uppnå en normativ beskrivning.

Vår efterforskning visar att det inte tidigare gjorts någon större studie på hur PE-bolagen mäter prestation i bolag inom biotekniksektorn i Sverige. I litteraturen finns beskrivet de roller som PE-bolagen fyller, vilket vi kort beskriver i en tabell längre ner. Tidigare forskning tittar främst på relationen mellan finansiella investerare och operativa bolag med avstamp i agency-teorin, såsom t ex Landström (1997). Göransson & Keisu (2007) genomför en fallstudie och jämför styrningen för två olika PE-bolag samt tittar närmare på hur portföljbolagen och PE-bolagens ledningar uppfattar mål, strategier och planer.

2.4 Disposition

Efter uppsatsens inledande beskrivning av det område vi ämnar undersöka och analysera och varför vi valt att just studera PE-bolag verksamma inom biotekniksektorn, behandlas uppsatsens syfte och de frågeställningar vi använt oss av för att analysera vårt material.

I metodkapitlet diskuterar vi kvalitet och trovärdighet. Den teori som ligger till grund för uppsatsen och som används i vår analys av den insamlade empirin beskrivs ingående under teoriavsnittet. För att ge läsarna en inblick i PE-industrin ges en mycket generell och överblickande beskrivning av densamma. Uppsatsen berör vid ett par tillfällen även värdering av bolag med låga eller inga intäkter, varför vi har valt att kortfattat beskriva teorin för mätning och styrning ur ett värderingsperspektiv.

Uppsatsen baseras på ett antal intervjuer med olika individer inom PE-industrin. Resultaten har sammanställts under empiriavsnittet, där vi återger den information som erhållits från intervjuerna och som anses relevant för uppsatsens syfte.

Uppsatsen avslutas med en analysdel, där vi med hjälp av Otleys centrala frågeställningar analyserar den insamlade empirin. I slutsatsen kommenterar vi kortfattat vår analys och huruvida vi anser oss ha uppnått uppsatsens syfte. Vi ger även förslag till ytterligare studier inom ämnet.

3. Metod

3.1 Metodologisk utgångspunkt

Vår uppsats syftar till att i första hand *beskriva* ett tidigare relativt utforskat område, snarare än att bekräfta en i förväg bestämd hypotes. Vi bedömer att en kvalitativ metodansats verkar vara det mest lämpliga angreppssättet då informationen i uppsatsen till en stor del utgörs av subjektiv information samtidigt som våra resultat presenteras i ord snarare än siffror. Uppsatsen söker beskriva ett fenomen och för att möjliggöra detta krävs en studie av ämnet på djupet, något som vi anser inte skulle vara möjligt genom en kvantitativ analys.

Innehållet i uppsatsen bygger på information som insamlats från ett begränsat antal individer och som sedan analyserats. Uppsatsen är, som ett resultat av vår strävan efter att beskriva en företeelse, av

deskriptiv karaktär. Detta tillvägagångssätt är enligt Merriam (1994) naturligt då variablerna är svåra att identifiera på förhand. Merriam skriver:

"Icke-experimentell, eller deskriptiv forskning som det ofta kallas, används när man strävar efter beskrivning och förklaring snarare än förutsägelser som baseras på orsak och verkan...Målet för deskriptiv forskning är att studera skeenden eller företeelser."

Merriam skriver vidare:

"... kvalitativa fallstudier definieras som en intensiv, helhetsinriktad beskrivning och analys av en enda enhet eller företeelse."

Fallstudier är att föredra då det inte går att påverka eller manipulera relevanta variabler enligt Merriam. Enligt Lundahl och Skärvad (1999) är fallstudien även ett lämpligt angreppssätt om man vill förstå ett fenomen på djupet. Bromley (1986) betonar att fallstudien öppnar för möjligheten att komma nära ett intresseområde samtidigt som den kan fånga upp information och komma åt subjektiva faktorer. Enligt Merriam är en kvalitativ fallstudie att föredra i det fall man inriktar sig på insikt, upptäckt och tolkning snarare än på hypotesprövning. Merriam påpekar:

"Upptäckten av nya relationer och begrepp samt en ny förståelse, snarare än verifiering av på förhand specificerade hypoteser, är utmärkande för kvalitativa fallundersökningar."

Som en följd av uppsatsens syfte har vi valt att basera uppsatsen på en kvalitativ fallstudie av ett antal olika PE-bolag på den svenska marknaden.

3.2 Datainsamling

Yin (1994) tar upp sex olika källor som kan användas för datainsamling; intervjuer, dokumentation, databaser, direkt observation samt deltagande observation.

Uppsatsens huvudsakliga empiri utgörs av intervjuer med nio olika individer aktiva inom PE-industrin. Som nämnts i inledningen är den dokumenterade informationen inom ämnet relativt begränsad, något som varit vägledande vid metodval av empiriinsamling. Intervjuer som metod för empiriinsamling är

enligt Dexter (1972) ett lämpligt tillvägagångssätt om intervjuerna kan anses ge bättre eller mer information till lägre kostnad än andra metoder. Vår uppfattning är, vilken även stärkts under uppsatsens fortskridande, att den information vi eftersöker är mycket svår, om inte omöjlig, att erhålla med andra metoder än personliga intervjuer. Vårt val av semistandardiserade intervjuer framför enkätundersökningar grundar sig i möjligheten att ställa direkta följdfrågor, något som vi anser är nödvändigt för uppfyllande av uppsatsens syfte. Denna flexibilitet kan också vara en nackdel, då den minskar den direkta jämförbarheten mellan intervjuobjekten. Vår uppfattning är dock att vår brist på erfarenhet från PE-industrin gör att fördelarna är större än nackdelarna.

Vi har även fått ta del av viss formaliserad dokumentation som företagen använder för styrning av sina portföljbolag, såsom månatliga rapporter och utvärderingsdokument. Dokumentationen har bidragit till förståelsen för ämnet, men på grund av sekretesskäl har vi tyvärr inte möjlighet att presentera denna information i uppsatsen.

3.3 Intervjuernas genomförande

Datainsamlingen har huvudsakligen skett genom semistandardiserade intervjuer. Varje intervjuobjekt är att betrakta som unikt och ett antal gemensamma frågor har ställts till samtliga respondenter,¹² medan andra frågor har uppkommit vid respektive intervjutillfälle. Intervjuernas längd har varierat mellan 45 och 120 minuter. Vid samtliga intervjuer har båda författarna varit närvarande. Efter varje intervju har författarna tillsammans sammanställt intervjuerna. Detta har genomförts för att säkerställa att all för uppsatsen relevant information återfinns i empiriavsnittet. Följdfrågor och synpunkter har i efterhand behandlats via mail eller per telefon.

För att underbygga vår kunskap inom intresseområdet har ett antal tryckta källor studerats, dels om PE-industrin i allmänhet och dels om de undersökta företagen i synnerhet. Dessa studier har fungerat som en förstudie i arbetet. Vi har även genomfört förberedande intervjuer med två personer som arbetar som Analytiker respektive Investment Manager på olika PE-bolag för att ytterligare bredda vår förståelse för industrin. Detta har utgjort grunden för skapandet av vår intervjumall.

3.4 Urvalsprocess och urvalskriterier

Nedan ges en beskrivning av hur urvalsprocessen för intervjuobjekten har genomförts.

¹² Se appendix I

De urvalskriterier vi valt att sätta upp har begränsats av både praktiska och teoretiska avväganden. Påtagligt är att antalet studieobjekt präglats av främst praktiska avväganden, då antalet PE-bolag med investeringar inom bioteknik är tämligen begränsat. Vidare har vårt mål varit att intervjua människor inom de olika PE-bolagen med ansvar för bolagens investeringar, oftast med titeln Investment Manager, för att förenkla för jämförelse mellan intervjuobjektens svar, vilket ytterligare avgränsat vårt urval.

Kriterierna i underrubrikerna nedan har varit grunden i vår urvalsprocess även om tillgänglighet i ett par fall varit avgörande för urvalet. Möjligheten för intervju under tiden för uppsatsens skrivande har av naturliga skäl varit nödvändig och ett par av de tilltänkta intervjuobjekten hade av tidsmässiga skäl inte möjlighet att träffa oss för en intervju. Det bör poängteras att vi anser att exakt vilka bolag som intervjuats är av mindre vikt eftersom syftet inte är att beskriva dessa bolag utan snarare förklara ett fenomen med ett antal bolag som utgångspunkt.

3.4.1 Forskningsintensivt företag

Ett av kriterierna vid urvalsprocessen har varit att intervjuobjektet skall ha varit ägaransvarig för ett företag som har eller har haft verksamhet vilken befunnit sig i en forskningsintensiv fas. Där har vår avsikt varit att studera PE-bolagen och dess mätning och styrning av företag eller delar av företag där intäkterna någon gång under livscykeln varit näst intill obefintliga. I denna typ av verksamheter borde det vara svårare att mäta verksamheten med traditionella finansiella mått.

3.4.2 Bioteknik

Bioteknik kan ses som utvecklingen, produktionen, analysen eller användandet av biologiska system på mikro, cellulär eller molekylär nivå.¹³ Med det vidare begreppet bioteknologi avses att utnyttja egenskaper hos celler eller dess delar i tekniska sammanhang.¹⁴ Bioteknik är tillämpningen av bioteknologi och kan definieras som ”utvecklingen av tekniker som använder biologiska processer i tillverkning av material för medicinskt eller industriellt bruk”.¹⁵

Inom bioteknikbranschen går pengarna i bolagen nästan uteslutande till att finansiera forskning och utveckling, vilket komplicerar finansieringen då dessa FoU-aktiviteter leder till höga nivåer av

¹³ Vinnova, www.vinnova.se

¹⁴ SOU 2000:103

¹⁵ The Oxford Concise Medical Dictionary

immateriella tillgångar. Dessa tillgångar saknar många gånger ett värde utanför det aktuella projektet, varför de kan anses vara mycket osäkra tillgångar. Situationen försvåras ytterligare av det faktum att de immateriella tillgångarna är förknippade med en hög nivå av informationsasymmetri.¹⁶

Som redan nämnts i inledningen har vår avsikt varit att studera den ekonomiska styrningen och mätningen i bolag som kräver specialistkompetens för drivande och utveckling av verksamheten. De PE-bolag vi har valt att inkludera i vår undersökning har alla portföljbolag med inriktning inom bioteknik eller bioteknologi (vi använder i uppsatsen termen 'bioteknik' för både bioteknik- och bioteknologibolag). Detta urval har dels skett för att möjliggöra jämförelser bolagen emellan och dels, som nämnts ovan, för dess avsaknad av intäkter i ett tidigt stadium.

3.5 Kvalitet och trovärdighet

Uppsatsens kvalitet och trovärdighet påverkas av vår tolkning av intervjuobjektens svar. Vår begränsade förhandskunskap inom ämnet, speciellt inom det praktiska arbetet inom PE-branschen, kan ha negativt påverkat uppsatsens kvalitet. Svar som gavs av de intervjuade kan ha tolkats på ett annat sätt än vad som ursprungligen menats, då vår kunskap inom branschen är begränsad till det vi lärt oss i teorin. Våra intervjuer med två personer inom branschen har varit vårt sätt att på bästa möjliga sätt utforma den intervjumall som använts i intervjuerna. Våra frågor har diskuterats med dessa personer och vi tror oss på detta sätt ha försökt säkerställa kvaliteten i hur svaren tolkats och uppfattas. Vi har även aktivt funderat och diskuterat problematiken i att försöka undvika att svar i intervjuer som är genomförda i ett senare skede tolkas som en bekräftelse på skeenden och fenomen som vi stött på i tidigare intervjuer.

4. Teori

Vi kommer i detta avsnitt att beskriva de teoretiska ramverk som vi använder för att analysera och studera den insamlade empirin. Berg-Utby (2004) nämner i sin forskning vikten av vara medveten om att det finns flera aspekter och teorier som man kan använda sig av för att granska förhållandet mellan investeraren och entreprenören och att utfallet kan skilja sig beroende på vilken teori och aspekt man väljer. Vi har nedan begränsat oss till att studera mätningen av prestationen från ett värderingsperspektiv samt med hjälp av Otleys ramverk för mätning av prestation. Vårt teoriavsnitt

¹⁶ Gompers & Lerner, 1999

börjar med en generell översikt av PE-branschen för att ge läsaren en bild av hur denna bransch fungerar. Därefter behandlas styrning ur ett värderingsperspektiv innan vi utförligt beskriver det centrala ramverk (Otley) som vi huvudsakligen använder för att analysera empirin.

4.1 Private Equity

4.1.1 Bakgrund

PE-marknaden kan historiskt härledas till grundandet av stora brittiska företagsgrupper i Europa som t ex "Charterhouse Development Capital", 1934 och 3i, 1945. I USA motsvarades denna utveckling med grundandet av American Research and Development Corporation ("ARD") 1946. PE-bolagen blev allmänt kända under det sena 1980-talet, främst i samband med den stora uppmärksamhet som flera utköp från börsen (s k "leveraged buyouts") skapade i USA. Boken "Barbarians at the Gates" som skildrade utköpet av RJR Reynolds, det vid tiden största utköpet från börsen under alla tider, fick en stor publicitet och väckte såväl allmänhetens som investerares intresse för PE-bolagen. PE-marknaden expanderade kraftigt under det sena 1980-talet. Marknaden för "leveraged buyouts" (utköp av företag från börsen via hög belåning) ökade från att omsätta 300 miljoner dollar 1979 till 62 miljarder dollar 1989.¹⁷ Sverige hade mellan 1995 och 2000 den snabbaste växande riskkapitalmarknaden i världen.¹⁸

4.1.2 Vad är Private Equity?

Private Equity är investeringar i onoterade bolag (inklusive bolag som köps ut från börsen och därefter avnoteras) där ägarengagemanget är aktivt och tidsbegränsat. Investeringarna sker i bolag som antingen är i sådd-, uppstarts- eller expansionsfas, eller i bolag som befinner sig i en mognare fas. Venture Capital är benämningen på investeringar i de tre tidiga faserna, medan investeringarna i ett bolag i en mognare fas kallas buyouts. PE-bolagen vi tittar på i denna uppsats har alla varit aktiva inom venture capital, då intäkter saknats i de initiala faserna. PE-bolagen erhåller sitt kapital för att kunna genomföra sina investeringar från finansiella investerare, som främst består av institutioner så som banker, försäkringsbolag och pensionsförvaltare. Dessa förbinder sig att investera ett visst belopp i fonden. Även PE-bolagens ledning investerar i den egna fonden. En normal tidshorisont för en PE-fond är cirka tio år, varefter fondens innehav skall ha avvecklats (se nedan om exit).¹⁹

¹⁷ Dresdale, 2002

¹⁸ Svenska Riskkapitalföreningen, www.svca.se

¹⁹ www.6apfond.se

4.1.3 Hur mäts prestation för PE-bolag?

Det sätt som PE-bolag utvärderar prestationen för vart och ett av dessa målsättningar görs främst genom användandet av sk IRR ("internal rate of return" el. "internränta"). Denna internränta motsvarar ett nuvärde på noll vid investeringstidpunkten och beskriver avkastningen i form av en årlig genomsnittlig ränta.

4.1.4 Vilka är PE-bolagens roller?

Fredriksen (1997) beskriver de roller som PE-fonder fyller:

| Ehrlich et al. (1994) | Gorman & Sahlmann (1986) | MacMillan et al. (1988) | Rosenstein et al. (1993) | Sapienza & Timmons (1989) |
|-------------------------------------|--|-------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------|
| Serving as a sounding board | Help obtaining additional financing | Serving as a sounding board | Serving as a sounding board | Serving as a sounding board |
| Interfacing with investor group | Strategic planning | Obtaining alt. Sources of financing | Interfacing with investor group | Business consultant |
| Obtaining alt. Sources of financing | Management recruitment | Interfacing with investor group | Monitoring operating performance | Coach/mentor |
| Monitoring financial performance | Operational planning | Monitoring financial performance | Monitoring financial performance | Financier |
| Strategic planning | Introductions to potential customers and suppliers | Monitoring operating performance | Recruitment and/or replacement of CEO | Friend/confidant |

Fredriksen finner utifrån de ovannämnda undersökningarna att en majoritet av studierna når samma slutsats i denna fråga och drar således slutsatsen att dessa bolag tillför värde till sina portföljbolag, bland annat genom sin mätning och övervakning av prestation.

4.1.5 Vilka begränsningar finns för en PE-investering?

PE-bolag har som mål att inom en specifik tidsbegränsning avyttra samtliga sina investeringar för att återföra det investerade kapitalet till PE-fondens investerare. Tidshorisonten för en PE-fond är normalt cirka tio år. Investeringshorisonten i enskilda portföljbolag varierar mellan tre till åtta år beroende på när i fondens livslängd som investeringen gjorts. Att göra en avyttring benämns ofta som att göra en "exit".

Det finns generellt tre typer av exitvägar.²⁰

²⁰ Svenska Riskkapitalföreningen, www.svca.se

1. **Marknadsnotering**

Portfölj företaget noteras på en börs eller annan marknadsplats.

2. **Försäljning av företaget till en industriell köpare**

Vid denna exit säljs hela företaget till en industriell köpare i utbyte mot kontanter, aktier i det köpande bolaget eller andra tillgångar.

3. **Försäljning av företaget till en finansiell köpare**

Vid denna exit säljs hela företaget till en ny finansiell ägare i utbyte mot kontanter, aktier i det köpande bolaget eller andra tillgångar.

4.2 Styrning ur ett värderingsperspektiv

Copeland, Koller och Murrin (2000) beskriver vikten av att identifiera och förstå företagets värdeskapande faktorer. Förståelsen för dessa faktorer underlättar den ekonomiska styrningen för företagsledningen genom att tydliggöra vad företaget bör fokusera på för att maximera företagets aktieägarvärde. Företagsledningen kan således uppmärksammas på och styras mot gemensamma mål, vilket underlättar arbetet med resursallokering.

Copeland, Koller och Murrin pekar vidare på betydelsen av en blandning av finansiella och operativa mått i den ekonomiska styrningen, eftersom de finansiella måtten inte alltid lyckas beskriva och fånga verksamhetens utveckling på bästa sätt. Författarna menar vidare att de värdeskapande faktorerna kan vara svåra att påverka direkt utan kräver ofta en uppdelning på mindre, mätbara, faktorer, vilka benämns som "key performance indicators" (KPI:s). Användandet av KPI:s är ett sätt att mäta och kvantifiera utvecklingen i verksamheten samtidigt som det kan användas för målstyrning. I förlängningen är det således även ett sätt att utvärdera de värdeskapande faktorerna.

Processen kring arbetet med de värdeskapande faktorerna kan anses vara uppbyggd i tre steg. Den första behandlar *identifieringen* av de faktorer som länkar samman den operativa verksamheten med de värdeskapande faktorerna. Det andra steget i processen är att genom känslighetsanalyser *prioritera* och rangordna de faktorer som har störst betydelse för och inverkan på värdeskapande. Det tredje och sista steget beskriver hur de värdeskapande faktorerna *inkorporeras* i verksamheten och vikten av att kontinuerligt utvärdera om prioriteringen av faktorerna fortfarande är den mest optimala. Detta sista steg får över tiden en allt mer ökad betydelse i takt med att marknadsklimatet ändras och företagen

själva utvecklas och förändras. Författarna poängterar vikten av att ha en klar och tydlig struktur över utvärderingsprocessen och hur de mått som inkluderas i utvärderingen bör inkludera KPI:s och alltså inte bara finansiella variabler, för att enklare identifiera orsaker till plötsliga förändringar i t ex intäkter i verksamheten. Kvaliteten på de rapporterade måtten måste också säkerställas och kommuniceras så att alla inblandade parter i utvärderingen anser att utvärderingen ger en rättvisande bild av verksamhetens utveckling. Slutligen påpekar författarna vikten av att anpassa utvärderingen för varje enskilt bolag och anpassa tidscykeln för de återkommande utvärderingarna för respektive styrvariabel.

4.2.1 Värdering av Bioteknikbolag

Bioteknikbolag värderas i hög utsträckning efter vissa multiplar som är specifika för den aktuella inriktningen, i synnerhet under tidiga faser. Generellt övergår värderingen från att vara baserad på multiplar till att vara baserad på kassaflöden ju mognare fas bolaget nått fram till. De bolag som nått så långt som att bli noterade på en börs har ofta nått fram till en fas där de har börjat uppnå en signifikant nivå på sin försäljning eller lyckats ingå strategiska allianser och därmed genererar ett växande kassaflöde. Dessa bolag värderas på börsen i hög utsträckning utifrån det kassaflöde de genererar snarare än baserat på branschspecifika multiplar.

4.3 Otleys ramverk för styrning och mätning av prestation

Otley (1999) argumenterar för att det finns fem huvudsakliga områden som bör uppmärksammas och tas hänsyn till för att kunna övervaka styrningen och prestationen av en organisation. Dessa områden representeras i Otleys ramverk av ett antal frågor. Frågorna kommer att bestå över tiden, men för varje organisation kan svaren på dessa frågor komma att förändras, allt eftersom organisationernas omgivning förändras och nya strategier behöver utvecklas för att klara av de nya förutsättningarna. Vårt val av Otley som ramverk för att undersöka mätningen av prestation grundar sig i att vi med hjälp av frågorna anser oss kunna dra relevanta slutsatser och identifiera intressanta aspekter i förhållandet mellan PE- och portföljbolagen samt den breda definitionen på styrning som Otley antar. Otleys ramverk fokuserar på den övergripande styrningen, vilket passar uppsatsen syfte och frågeställning väl. Han påpekar att ekonomistyrning inte nödvändigtvis täcker in alla delar som behövs för att kunna analysera styrning. Särskilt intressant blir svaren på Otleys frågeställningar då det föreligger en hög grad av informationsasymmetri, som i fallet med PE-bolag och dess bioteknikinvesteringar. Intressant är också att jämföra svaren på frågorna mellan representanterna från de olika PE-bolagen. Vi använder inte ramverket för att besvara huruvida PE-bolagen gör rätt eller fel i sitt sätt att mäta prestation, utan

för att studera hur det sker i de bolag vi har valt att titta på. Svaren på de fem frågorna är dessutom väldigt situationsspecifika, då svaren kommer skilja mycket för bolag med investeringar i olika branscher och i olika tidscykler. De fem huvudsakliga områden är:

1. Objectives (Målsättningar)

Vilka är de målsättningar som är centrala för organisationens framtida framgång? Hur utvärderar man prestationen för var och en av dessa målsättningar?

2. Strategies and plans (Strategier och planer)

Vilka strategier har anammats av organisationen och vilka är processerna och aktiviteterna som organisationen har beslutat är nödvändiga för att på ett framgångsrikt sätt implementera dessa strategier? Hur mäts och utvärderas utfallet av dessa aktiviteter?

3. Targets (Målnivåer)

Vilka nivåer av prestation ("performance") behöver organisationen nå för varje av de två ovan definierade områdena samt hur går man till väga när man sätter lämpliga prestationsmål?

4. Rewards (Belöningar)

Vilka belöningar får ledande befattningshavare (och övriga anställda) del av genom att nå de uppsatta prestationsmålen?

5. Feedback (Återkoppling)

Vilka är informationsflödena (feedback and feed-forward loops) som är nödvändiga för att möjliggöra att organisationen lär från sina erfarenheter samt för att anpassa dess nuvarande beteende i belysning av dessa erfarenheter?

Otley påpekar att syftet med hans ramverk inte syftar till att ge en normativ syn på styrning i form av en 'best practice'. Syftet är snarare att utveckla ett ramverk som kan tillhandahålla en struktur och ett instrument för att undersöka dagens användning av styrnings och mätningmetoder enligt ett mer holistiskt synsätt än vad som tidigare varit fallet. Den breda definitionen möjliggör att studera styrning på en mer övergripande nivå, då inte endast finansiella intressenternas mål granskas. Vi använder oss således av Otleys instrument för att se hur PE-bolagen mäter och styr utvecklingen i deras portföljbolag.

Otley påpekar vidare att försöket att söka svar till de fem olika frågorna kan vara till hjälp i arbetet med att undersöka hur processen av mätningen och styrningen av prestation ser ut och hur svaren på frågorna kan utgöra underlag för att utvärdera utvecklingen och föreslå förbättringar. Den första frågan relaterar till definitionen av målsättningar och uppfyllelse av dessa. Otley menar att hänsyn måste tas även till icke-finansiella intressenter när man talar om en organisations mål och det sätt som mäter huruvida organisationen effektivt lyckas uppfylla dessa målsättningar. Genom att titta på en organisations målsättningar kan man således dra relevanta slutsatser om de olika intressenternas inbördes makt och styrka. Vidare påverkar också en organisations övergripande mål det sätt som organisationen styr sin operationella verksamhet, då dessa mål påverkar vilka mått som används i organisationen för att utvärdera densamma.

Den andra frågan behandlar kodifieringen av medlen för hur målen är tänka att uppfyllas. Otley tar för givet organisationens strategier och den andra frågan är ämnad att undersöka och belysa sambandet mellan de valda strategierna och den givna målsättningen. Denna fråga ger oss inblick i hur väl processerna, aktiviteterna och strategierna stämmer överens med organisationens övergripande målsättning.

Implementerade strategier är oftast utvecklade för att ”förbättra” en process och den tredje frågan behandlar hur väl målsättningarna och strategierna har uppnåtts respektive implementerats. Syftet med målnivåerna är att nå de redan uppsatta övergripande målen och att genomföra de planerade strategierna. ”What get’s measured, get’s done”, säger teoretiker, vilket kan tolkas som att det som inte mäts således inte antas bli genomfört. Därför är det mycket viktigt att det som mäts är det som adderar värde till företaget.

Den fjärde frågan ämnar undersöka konsekvenserna av uppfyllelse av de mål som satts upp (eller bristen på densamma). Konsekvenserna kan innebära både finansiella (lön, bonus etc) och icke-finansiella belöningar (status, rykte) och frågan söker besvara och utvärdera hur belöningar är kopplade till prestationen. Otley påpekar vikten av att belöningarna kopplas till organisationens målsättning och att målsättningen i organisationen inte har ett kortsiktigt fokus.

Den femte frågan tar upp vikten av att behandla ett företags informationsflöden. På så sätt kan företaget lära sig av sina historiska misstag och framgångar. Otley poängterar betydelsen av utvärderingen av

prestation och hur utvärderingen kan kopplas till de övriga centrala frågorna, för att möjliggöra kontinuerliga förbättringar och förändringar i mätning och styrningen av prestation.

Otley påpekar att frågorna inte enbart skall avgränsas till att innefatta endast redovisningsmässiga processer och utvärderingsmetoder. Otley menar vidare att några aspekter av prestation till och med kan falla utanför ramen för mätningssystem på grund av de är svåra att över huvud taget mäta eller att de stör processen vilken den är avsedd att mäta.

Sammanfattningsvis talar Otley om betydelsen av att situationsanpassa de styrsystem som sätts upp. Det kräver enligt Otley en detaljerad kunskap om verksamheten för att rapporteringssystemet ska fungera. Detta är en intressant aspekt, då vi sedan tidigare kunnat konstatera att det föreligger en diskrepans i den operativa kunskapen mellan investerare och entreprenör. Det borde således vara av yttersta vikt att utforma ett styrsystem som är situationsanpassat, om det skall fungera i längden. Att koppla företagets strategier och planer till styrsystemet är således av kritisk betydelse.

Ramverket kan även hjälpa oss att få svar på hur PE-bolagen arbetar med mätning över tiden. Då omgivningen förändras borde även mätningssystemen enligt Otley förändras. Otley hävdar att det är mycket kritiskt att anlägga ett externt perspektiv i utformningen av styrsystem, för att mätningen skall betraktas som effektiv. Ett exempel enligt Otley är konkurrentanalys.

4.4 Svårigheter inom mätning av prestation

Emmanuel et al. (1990) ger exempel på hur användning och utveckling av mätning av prestation inte alltid är enkelt och att problem kan uppstå på grund av flera anledningar:

- Organisationer har många målsättningar och syften som inte enkelt eller effektivt kan mätas med endast ett ”measure of performance”.
- Organisationer kräver ofta att aktiviteter sker i samarbetsform. Att försöka att mäta individuell prestation kommer inte nödvändigtvis att reflekteras i samarbetsaspekten av aktiviteter och kan vara dysfunktionella på det sättet att individer kan komma att handla på sådant sätt som gynnar deras individuella prestation på bekostnad av organisationens bästa.

- Specifikationen av aktiviteter och målnivåer i förväg kan vara ett fruktlöst uppdrag på grund av problematiken med att befattningshavare ofta själva sätter mål och bestämmer aktiviteter som de sedan själva skall bedömas och utvärderas ifrån.
- Alla aspekter av prestation, särskilt frågor som kvalitet eller arbetsmoral, som i ökande omfattning poängteras som viktiga i den moderna organisationen kan inte mätas i kvantitativa termer.
- Mätningen av prestation är inte alltid tillräcklig för att belöna ansträngning, särskilt när miljön inte är densamma som när målnivåerna sattes.

Problemen uttrycktes av Otley som att ”huvudproblemet är att belöningsystemen belönar rapporterade resultat och inte beteende”.

5. Empiri

Detta avsnitt syftar till att ge en bild av de intervjuade bolagens uppfattningar, åsikter och tankar kring ekonomisk styrning av sina bioteknikinvesteringar. Där den generella bilden beskrivs är det uppfattning som återfunnits hos en majoritet av bolagen. Avvikande åsikter har återgivits i de fall där författarna ansett att det tillfört uppsatsen viktig information och den information som vi ansett ligga till grund för att uppnå uppsatsens syfte presenteras nedan. Vi har valt att strukturera empirin utifrån strukturen på intervjumallen.

5.1 Målsättning & styrvariabler

5.1.1 PE-Bolagens målsättning

Samtliga intervjuobjekt klargjorde att målsättningen för varje investering är att maximera avkastningen i monetära termer:

”Vi mäter våra investeringar med IRR:en och de som stoppar in pengar i vårt bolag vill ju ha så mycket pengar tillbaks på så kort tid som möjligt.”

Vid frågan om kvantifieringen av den förväntade avkastningen på investeringar i liknande bolag uppgav samtliga bolag att den höga risken i bioteknikbranschen gör det omöjligt att uppge en förväntad avkastning. En av de ägaransvariga kommenterade:

”Det är klart att man påverkas av omgivningen och dess tro på branschen. Om ett konkurrerande bolag sätts på börsen till ett visst värde är det klart att vi inte förväntas sälja ett bolag inom samma bransch till multiplar som är hälften av våra konkurrenter.”

Flertalet av intervjuobjekten påpekade även vikten av historiska resultat:

”De som investerar i våra fonder tittar på vårt track-record för att försäkra sig om att vi vet vad vi sysslar med.”

5.1.2 Fastställande av delmål

PE-bolagen fastställer tillsammans med portföljbolagens ledningar milestones, delmål, vilka skall leda portföljbolagen i rätt riktning mot en förväntad exit. Delmålen beskrivs genom aktiviteter, vilka mäts med styrvariabler. Delmålens karaktär avgör hur lätt respektive svårt en aktivitet kan mätas med styrvariabler. Exempel på lätt mätbara delmål var exempelvis antal samarbetsavtal inom en viss tid medan patentansökningar är svårare att förutse och därmed även svåra att mäta.

Delmålen ställs upp för de tidpunkter som anses vara relevanta att mäta. Vissa perioder kan det vara relevant att mäta varje kvartal för att i vissa fall uppgå till ett år. En generell snittfrekvens som vi fick av de vi intervjuade var att vanligtvis inträffar en milestone cirka en gång i halvåret.

Flera bolag menade på att innehållet i milestones redan ställts upp och tydligt definierats vid den initiala investeringstidpunkten.

”Om inte milestones finns i affärsplanen så blir det hemläxa för bolagets ledning.”

Milestones förändras alltid allt eftersom investeringen fortskrider.

”Våra delmål ska ge en grov roadmap. Men det händer aldrig att dessa delmål inte ändras, men de är ändå värdefulla då de ger en vision om hela resan.”

”Vi definierar milestones i samråd med bolagets VD. Då vet vi att vi får förankring i verksamheten och det är ju VD:n som kan verksamheten allra bäst.”

Flera PE-bolag ansåg, trots upprättandet av delmål för de egna portföljbolagen, att det kan föreligga en fara i att ha klart definierade delmål. Problemet som kan uppstå är till exempel att portföljbolagen sluter mindre bra avtal, om det som delmål finns skrivet att man skall ha ett avtal inom en viss tid. Det krävs en flexibilitet från PE-bolagens sida då de icke-finansiella måtten anses svåra att kvantifiera. Tiden från fastställandet av delmålen till utvärderingen av dessa kan oftast vara ganska lång, i många fall sex månader. Under denna tid ändras ofta marknadens förutsättningar, vilket kan komplicera möjligheterna för portföljbolagen att uppnå sina delmål.

5.1.3 Val av styrvariabler - Finansiell och icke-finansiell information

Utmärkande för samtliga intervjuade PE-bolag är att bolagen mäter framstegen och utvecklingen i portföljbolagen i både finansiella och icke-finansiella termer. Omfattningen av denna rapportering skiljer sig åt mellan PE-bolagen, både vad gäller den finansiella såväl som den icke-finansiella informationen. Anledningen till att PE-bolagen väljer att mäta icke-finansiell information kommenterades av en av de ägaransvariga:

”Bioteknikmarknaden är speciell eftersom man kan arbeta i tio år utan intäkter. Då är det klart att man måste ha andra mått att styra efter.”

5.1.4 Finansiell information

Gemensamt för samtliga bolag är rapporteringen av portföljbolagens månatliga kassaflöde. PE-bolagen kräver ofta att portföljbolagen redovisar föregående månads kassaflöde samt prognostiserade kassaflöden för kommande tolv månader. Genom att samtidigt övervaka storleken på portföljbolagens kassa ges PE-bolagen möjlighet att kalkylera den förväntade livslängden för kassan och på så sätt planera för ytterligare eventuella finansieringsrundor. Noterbart är att en majoritet av PE-bolagen inte använder sig av en uppdelning på olika kostnadsslag. Avsaknaden av en sådan uppdelning uppgavs av

majoriteten av PE-bolag bero på tidsskäl. För ett par av de intervjuade PE-bolagen fick vi även tillgång till en standardiserad mall som används vid rapporteringen från deras portföljbolag. I dessa visade sig försäljning, EBITDA och nettoskulden vara de finansiella variablerna som samtliga tre bolag kräver att portföljbolagen redovisar månatligen, utöver redan nämnda kassaflöde och kassa. I fallen kompletterades mallarna med ett fåtal företagsspecifika nyckeltal.

En gemensam övergripande budget diskuterades i samtliga fall med portföljbolagen. Denna process förväntades inte följas till punkt och pricka:

”Så mycket händer inom bioteknikbolag, så en detaljerad budget är svår att göra. Vi sätter upp grova siffror, så vet bolagen hur mycket pengar de i alla fall förväntas göra av med.”

5.1.5 Icke-finansiell information

Den icke-finansiella informationen som rapporteras från portföljbolaget till PE-bolaget skiljer sig mycket åt beroende på det enskilda portföljbolagets verksamhet. Återkommande för fler än två bolag i studien visade sig dock vara patentutvecklingen och framgången i de kliniska studierna. Patentgodkännanden betraktas som absolut nödvändiga och de ägaransvariga kräver löpande en rapportering av patentportföljen och dess utveckling, främst i form av en skriftlig sammanfattning. Utvecklingen av kliniska studierna nämndes som en av de viktigaste variablerna man som ägaransvarig fokuserar på i den operativa verksamheten. De kliniska studierna ger enligt de intervjuade en bra bild av produktens framtida potential. Antal kunder, antal samarbetsavtal och personalnöjdhet var icke-finansiell information som kontinuerligt rapporterades till fler än ett av de intervjuade PE-bolagen.

Någon form av avvikelserrapportering förekom i samtliga bolag. Ett företag använde sig av vad de benämnde som ”CEO-objectives”, en formaliserad mall där de operativa målen står uppställda på ena sidan och VD:s kommentarer till avvikelser från de uppsatta delmålen på den högra sidan av mallen. På de standardiserade mallarna vi fick tillgång till fanns det ett utrymme där VD:n förväntades, en gång i månaden, kommentera bolagets allmänna utveckling, avvikelser från uppsatta mål samt annan värdefull information. Vanligast var att VD:n förväntades presentera ett skriftligt dokument inför varje styrelsemöte där han/hon kommenterade allt som *inte* gick enligt plan.

5.1.6 Kvantifiering av icke-finansiell information

Den icke-finansiella informationen redovisas skriftligen i kvalitativa termer. PE-bolagen kommenterade svårigheten med att kvantifiera denna typ av icke-finansiell information och nämnde en nära kontakt med portföljbolagets VD och en grundläggande förståelse för portföljbolagets verksamhet som absolut nödvändigt vid avsaknaden av kvantitativa mått. Fyra av PE-bolagen uppgav trots detta att de även försöker att kvantifiera den icke-finansiella informationen. Den ägaransvariga för det ena PE-bolaget förklarade hur hans bristande kunskap inom bioteknikområdet tvingade forskarna att löpande kvantifiera utveckling på ett för honom lättförståeligt sätt:

”Jag har en finansiell bakgrund. Jag säger till när jag inte förstår vad som händer. Då försöker de få ner resultaten på papper och i siffror, och då förstår jag genast mycket bättre. Oftast i alla fall.”

Den ägaransvarige i det andra PE-bolaget poängterade vikten av att den icke-finansiella informationen skall vara ”tydlig, lättförståelig och stringent”. Denne ägaransvarig hade en finansiell bakgrund och saknade specialistutbildning inom bioteknik. De med erfarenhet från medicinsk forskning eller med läkarexamen påpekade samtliga svårigheten i att kvantifiera den icke-finansiella informationen. En av dessa kommenterade att kvantifieringen inte var nödvändig eftersom han hade tid att sätta sig in i verksamheten och således inte behövde få några siffror rapporterade till sig:

”Man investerar bara i saker man förstår sig på.”

Den icke-finansiella informationen är en viktig del i utvärderingen av VD:s prestation. De delmål som satts upp mäts och utvärderas genom att PE-bolagen stämmer av vad portföljbolaget uppnått. Utmärkande är att majoriteten av PE-bolagen kräver att portföljbolagets VD skriver en kortare rapport om utvecklingen av de icke-finansiella variablerna, månatligen eller kvartalsvis. På så sätt utvärderas VD:s prestation mot historisk information. Denna typ av formalisering av utvärderingen ansågs av de intervjuade bli allt vanligare och vara ett viktigt verktyg i den ekonomiska styrningen.

De som intervjuats uttryckte också en bild av svårigheten vid mätning för att kunna värdera portföljbolag. Att överföra forskning till kvantifierbara antaganden som skall användas i finansiella modeller ansågs av majoriteten av bolagen inte tillföra värdefull information.

“Skit in ger skit ut – man kan ha en hur bra värderingsmodell som helst, om inte data är riktig så blir värdet ändå bara en vild gissning.”

5.1.7 Förändring av valet av styrvariabler under investeringscykeln

Samtliga bolag uppgav att rapporteringen av portföljbolagens utveckling förändras, på något sätt, under investeringscykeln. Allt eftersom portföljbolagen mognar och intäkterna ökar, så blir fokuseringen på de finansiella variablerna allt större och i ett av de intervjuade PE-bolagen upphör rapportering av de icke-finansiella variablerna helt när portföljbolaget når tillräckligt stor omsättning:

“Men vi kräver fortfarande att portföljbolaget kommenterar när avvikelserna från de uppsatta målen blir för stora.”

Den ökade fokuseringen på finansiella nyckeltal under den senare delen av investeringscykeln ansågs dels vara en konsekvens av marknadens sätt att värdera bioteknikföretag och dels som en naturlig följd av att portföljbolagen erhåller ökade intäkter, vilket ger de finansiella nyckeltalen en ökad betydelse. PE-bolagen påpekar vikten av att se vad marknaden vill ha och sedan paketera portföljbolagen med marknadens värderingssätt i bakgrunden. Eller som en ägaransvarig påpekade:

“Det kan jämföras med att sälja ett hus. Om du vet att köparen gillar ett snyggt kök så ser du till att snygga till just köket.”

5.2 Informationsinsamling

Samtliga intervjuade bolag har som slutgiltigt mål att nå en exit för alla investeringar. Vägen dit beskrevs som fylld av risker. För att minimera dessa risker har bolagen ett antal funktioner som har till uppgift att styra utvecklingen i portföljbolaget. Tillvägagångssättet för insamling av information från portföljbolagen är mycket likartad hos samtliga undersökta bolag.

Bolagen kräver rapporteringen av ledningen genom en rad olika processer. Dessa processer har dessutom olika hög grad av formalisering.

”Vi kräver formell rapportering i form av att vi kräver månatlig finansiell och operativ rapportering. Den informationen hjälper oss att uppdatera vår ”to-do-list”, ”corrective actions” osv.”

5.2.1 Informationsinsamling via månadsrapportering

Som komplement till de olika milstenarna används, som tidigare beskrivits, en månatlig rapportering. Denna månatliga rapportering fokuserar på att mäta finansiell information. Portföljbolagen ges oftast fyra till fem dagar på sig efter månadens slut, eller så fort de olika rapporterna blivit klara, att skicka över informationen till PE-bolaget. Månadsrapporteringen innehåller en viss del icke-finansiell information som är beroende av de aktiviteter som styrvariablerna mäter och dess löptid. Vanligtvis sågs månadsrapporteringen som en sorts ”tidigt varningssystem” för att upptäcka avvikelser som att vägen mot uppfyllelse av en milestone inte kommer att lyckas.

En vanlig åsikt var hur portföljbolagen, i tiden direkt efter investeringen hade skett, ofta ignorerade eller slarvade med rapporter. Allt eftersom tiden fortlöpte och PE-bolagen ställde hårdare krav förbättrades rapportrutinerna snabbt.

5.2.2 Informationsinsamling via styrelserepresentation

Styrelserepresentation är en annan mycket viktig aspekt i monitoreringsprocessen. Vikten av att ha en väl fungerande dialog mellan styrelsen och VD poängterades samt det faktum att en styrelses viktigaste egenskap är att ha ett stort nätverk av expertis inom området.

”Vi kräver i princip alltid styrelserepresentation.”

Styrelsesammanträden är mer frekventa under den tidiga fasen i investeringen, men hålls normalt sett fyra till sex gånger per år. Bolagen anser sig själva vara mer noggranna än börsstyrelser vid uppföljning av projekt och uppsatta mål.

”Bolagen är inte vana att ha styrelser som är så noggranna som vi är. Börsstyrelser är mer hobbyliknande.”

”Styrelsens mål är att, ett, definiera milestones, två, kontinuerligt uppdatera milestones, tre, övervaka milestones. Med andra ord, utöva corporate governance, kontrollera VD och företagsledningen.”

Strategimöte hålls i samtliga bolag årligen där styrelsen och företagsledningen diskuterar och analyserar den övergripande strategin och dessa möten är ofta mer informella än styrelsesammanträden. Styrelsens sammansättning spelar en viktig roll enligt investerarna. I synnerhet då investeringen är syndikerad och flera investerare, med i vissa fall skilda mål, finns representerade i styrelsen. Ett effektivt sätt att lösa detta är att tillsätta en oberoende styrelseordförande. Detta sker genom att de olika ägarna enas kring en person som har att se till bolagets bästa, utan att nödvändigtvis se till de enskilda investerarnas agendor.

5.2.3 Informationsinsamling via användandet av ”advisory board”

Ett vanligt återkommande fenomen är användandet av så kallade ”advisory boards”. Dessa utgörs av externa experter inom det aktuella forskningsområdet och rådfrågas när PE-bolagens egna kompetens inte räcker till. Detta sker dock främst vid större utvärderingar och rapporteringen från dessa expertråd är ofta ganska informell:

”Vi kallar in världskända experter på området och frågar helt enkelt om vad dom tycker. Vi försöker hitta de experter som vi vet är kritiska till den forskning inom vilket bolaget verkar. Får vi ett godkännande av dem, ja då vet vi att vi är något på spåret.”

5.2.4 Informationsinsamling via direktkontakt med VD

Kontinuerlig kontakt med portföljbolagets VD angavs vara den främsta källan till information från portföljbolagen. En nära och förtroendefull relation till portföljbolagets VD ses som den viktigaste framgångsfaktorn i hela styrprocessen. En ägaransvarig kommenterade:

”En VD du kan lita på till 100% är a och o i den ekonomiska styrningen.”

Eftersom verksamheten kan vara extremt komplex och nischad kan det ibland vara svårt för bolagen att förstå den operativa verksamheten hos portföljbolagen. För att hantera ägarnas osäkerhet som råder om huruvida projekten går som planerat tvingas de lita på VD:s ord.

”Om du ska sova gott om natten så gäller det att du känner att du kan lita på din VD.”

Om VD:n underpresterar eller inte inger det totala förtroendet är det viktigt att han/hon snabbt byts ut. Olika faser kräver olika kunskaper och normalt sett byter bioteknikbolag VD relativt ofta då det går igenom investeringscykeln med PE-bolag som ägare. Dock påpekades det att kvaliteten i information ansågs stiga med VD:s anställningstid. Ju längre en person är VD, desto säkrare blir ägaransvarige på den rapporterade informationens kvalitet, vilket leder till att förtroendet växer över tiden. En annan vanligt förekommande uppfattning är att en VD som inte varit med och grundat portföljbolaget ofta uppfattas som bättre på att skära i kostnader och ta obekväma beslut.

5.2.5 Informationsinsamling via informella nätverk

Omfattningen av anställdas personliga nätverk är en viktig faktor för hur framgångsrika PE-bolagen är i sin utvärdering av portföljbolagen. Kontakten med forskare är till stor hjälp för att utvärdera verksamheten i portföljbolag där PE-bolagens egna kompetens inte räcker till. I de flesta forskningsintensiva verksamheterna finns någon fas där specialistkompetens är nödvändig för att kunna mäta och förstå utvecklingen av portföljbolagen och där vill bolagen kunna mäta utan att nödvändigtvis involvera portföljbolagets ledning. Anledningen är att man vill erhålla en extern bild och undvika att påverkas av portföljbolagens eventuella egna agendor.

”Att rådfråga de forskare som är mest kritiska till forskningen som bedrivs i portföljbolaget är en bra check-point för att stämma av hur din investering egentligen utvecklas.”

PE-bolagen hävdar att omfattningen av deras nätverk är en viktig anledning till hur värde skapas i portföljbolagen. Genom att nyttja nätverket aktivt och samtidigt låta portföljbolagen ta del av detsamma skapas nya kontakter, vilket öppnar för nya möjligheter.

”En av mina viktigaste arbetsuppgifter är att jag sätter folk i kontakt med varandra.”

5.3 Ersättningsstruktur

Samtliga intervjuade erhåller en fast lön för utfört arbete. Majoriteten erhåller även en rörlig del, som beror på ett visst antal kriterier knutna till portföljbolagen. Den största uppsidan i monetära termer

återfinns dock hos de ägaransvariga som tilldelats ägarandel i PE-fonden, från vilken ersättning erhålls när fonden avvecklas eller när pengar utbetalas till fondägarna. Flertalet av de intervjuade påpekade att de ”stora pengarna kommer från fondandelar”. Ersättning från fonden utbetalas dock endast om fondens avkastning når en viss fastställd miniminivå.

”Vi har höga krav på oss för hög avkastning. Vi tjänar bara riktigt bra pengar om de som investerar i våra fonder också har en bra utveckling på sina investerade pengar.”

De fastställda kriterierna för den rörliga ersättningen beskrevs inte på en detaljnivå och de ägaransvariga var inte heller beredda att tala om eventuella kopplingar mellan ersättning och portföljbolagens uppsatta delmål.

Det påpekades även att anställningen på ett PE-bolag var en möjlighet för att sedan kunna välja vilket jobb man ville fördjupa sig i.

”Det är klart att det hjälper att jag har jobbat på en välrenommerad fond om jag väljer att gå vidare. Här har jag även möjlighet att få en bred förståelse för olika branscher och bolag med olika inriktningar.”

6. Analys

6.1 Styrning och mätning i PE-bolag

Som beskrivits i teoriavsnittet ovan finns det enligt David Otley fem centrala områden, vilka beskrivs genom ett antal frågor, som bör beaktas av ett företag för att överse styrningen och mätningen av prestation.

1. Objectives (Målsättningar)

Vilka är de målsättningar som är centrala för organisationens framtida framgång? Hur utvärderar man prestationen för vart och ett av dessa målsättningar?

Intervjuerna visade på ett mycket tydligt övergripande mål för PE-bolagen; att maximera den monetära avkastningen på den givna investeringen. Den monetära avkastningen anses avgörande för PE-bolagens

framgång på såväl kortare som längre sikt. På kort sikt möjliggör en hög avkastning en värdeökning till hela PE-bolagets fond. På längre sikt möjliggör en god avkastning att PE-bolagens möjligheter att ta in nytt kapital till nya fonder ökar. PE-fonden kan bara attrahera mer pengar om den är ett attraktivt placeringsval (avkastning vs risk) jämfört med värdepapper och andra instrument på den finansiella marknaden.

Den monetära avkastningen utvärderades genomgående i termer av IRR, som baserar avkastningen på två huvudsakliga variabler; värdeökning och tid. Såväl investeringstiden och anskaffningsvärdet är lätta att överblicka. Dock uppfattas värdeökningens andra komponent, det aktuella värdet av investeringen, som mycket komplext och svårbedömt. Denna uppfattning baseras på det faktum att framtida intäkter, kassaflöden och marginaler uppfattas som svåra att överblicka, vilket enligt vår studie visar sig gälla i hög grad för investeringar i bioteknikbolag. Detta överensstämmer väl med värderingsteori, i vilken hävdas att värdering av denna typ av bolag är mycket svår att genomföra på ett enkelt och transparent sätt samt att bolag ofta försöker att mäta och kvantifiera faktorer, vilka används för målstyrning. Generellt uppfattades mätningen av värdet som svårast under investeringens tidiga faser, men blir lättare i senare faser då kassaflödet normalt är eller planeras vara positivt.

Enligt Otley kan det inom en organisation finnas flera samexisterande målsättningar och hänsyn bör tas även till icke-finansiella intressenter. I de intervjuade PE-bolagen var det tydligt hur den centrala målsättningen utgjordes av att maximera aktieägarvärdet, även om det ibland förekommer viss skillnad gällande t ex tidshorisonten för olika investerare i samma portföljbolag. Detta starka fokus på maximerande av monetär avkastning verkade ge litet utrymme för andra intressenters målsättningar och behov. De anställda inom företagen talades det ytterst lite om, även om personalnöjdhet fanns med som ett mått i företagets mätprocess. Det kan dock argumenteras för att aktieägarvärde skapas via fokusering på samtliga intressenters behov, något som står utanför uppsatsens syfte att besvara. Dock bör det poängteras att de anställda i portföljbolagen kan antas att i vissa fall ha andra målsättningar, som t ex att behålla jobbet eller förbättra den publika bilden av verksamheten, vilket kan ha lyst igenom i ett antal av våra intervjuer där de ägaransvariga påpekade vikten av att kunna lita på VD:s ord. Rädslan att bli vilseledd av portföljbolagets ledning kändes påtaglig, vilket det stora antalet processer för informationsinsamling även visar på. PE-bolagen vill minimera risken för en diversifierad målsättningsstruktur inom portföljbolaget och de olika processerna och aktiviteterna verkar vara ett sätt att säkerställa att portföljbolaget verkar mot maximerat aktieägarvärde. Till exempel görs

portföljbolagens ledningar oftast till delägare i bolaget, för att förankra fokuseringen mot ett maximerat aktieägarvärde.

Utvärderingen av uppfyllandet av målsättningen verkar ske först efter det att portföljbolaget har sålts. De ägaransvariga visar på hur investerare i PE-bolagen tittar på historiskt avslutade projekt och därigenom skaffar sig en bild av hur väl PE-bolag kan maximera den monetära avkastningen. En stor anledning till detta verkar vara den svårigheten som uppstår när PE-bolag skall värdera en pågående investering, vilket poängteras av de intervjuade.

Det klara fokuset på aktieägarvärdet kan även antas påverkas av det faktum att de flesta PE-bolagen låter sina anställda investera i fonden och på så sätt bli delägare i fonden. Det borde vara rimligt att anta att PE-bolagens anställda fokuserar på sådant som även direkt ger dem själva en monetär avkastning. Vår empiri gav inga klara indikationer på att så är fallet, då de intervjuade var ovilliga att diskutera den egna ersättningsstrukturen mer ingående.

2. Strategies and plans (Strategier och planer)

Vilka strategier har anammats av organisationen och vilka är processerna och aktiviteterna som organisationen har beslutat är nödvändiga för att på ett framgångsrikt sätt implementera dessa strategier? Hur mäts och utvärderas utfallet av dessa aktiviteter?

Vägen till den identifierade centrala målsättningen, att nå maximal monetär avkastning för aktieägarna, ansågs av PE-bolagen delvis gå via s k milestones, delmål som sammanställs i samspråk med portföljbolagen. Dessa olika delmål förändrades över tiden och de ägaransvariga påpekade svårigheten med utformningen och mätningen av dessa delmål, då informationsasymmetrin i många fall ansågs mycket stor. De aktiviteter och processer som bolagen implementerat för informationsinsamling bör ses i ljuset av detta; ett sätt att minska denna asymmetri för att kunna kontrollera och förstå utvecklingen av portföljbolagen. Utvecklingen mäts i både finansiella och icke-finansiella termer i dessa bolag. De uttalade försöken om att kvantifiera icke-finansiell information visar på svårigheten för de ägaransvariga att veta om portföljbolagen är på ”rätt” väg mot ett maximerande av monetär avkastning. Detta motsades av en av de ägaransvariga, som själv hade en medicinsk bakgrund och hävdade att han bara investerade i saker han förstår sig på till ett hundra procent. I dennes fall var aktiviteterna och processerna färre i antal och verkade vara av mindre betydelse, än i de fall där kvantifiering av icke-finansiell information skedde i större utsträckning.

Utvecklingen av processerna och aktiviteterna följdes noggrant och vår studie visar på den oerhörda betydelse som avvikelserapportering har i mätningprocessen för PE-bolagen. Avvikelseapporteringen verkar vara viktigt då flera av PE-bolagen medvetet förklarar svårigheten med att veta att delmålen är korrekta för den centrala målsättningen. Med hjälp av Otleys teori återfinns här en intressant aspekt, PE-bolagen verkar själva vara mycket osäkra på hur väl de beslutade aktiviteterna inom portföljbolaget fungerar för att maximera aktieägarvärdet. Avvikelseapportering kan då fungera som, vilket även påvisades i vår studie, en tidig signal om att något antingen är fel i det operativa arbete, men även att PE-bolagen möjligen har valt att fullfölja "fel" aktiviteter och på grund av "fel" valda delmål. Den snabbt föränderliga omvärlden, särskilt inom specialist- och forskningsintensiva branscher, kan vara en annan orsak till att bolag tvingas att omvärdera och ompröva sina delmålsbeslut. Styrning med hjälp av avvikelserapportering verkar vara en egenskap som PE-bolagen tagit fasta på i sin styrning och mätning av sina portföljbolag.

Sammanfattningsvis kan det sägas att valet av delmål, vilket sker i samråd mellan PE- och portföljbolagen, får en avgörande betydelse för den centrala målsättningen och studien visar på hur PE-bolagen i stor utsträckning försöker överbrygga informationsasymmetrin mellan PE- och portföljbolagen via formalisering av mätprocessen och styrning med avvikelserapportering. Identifieringen av de värdeskapande faktorerna verkar vara ytterst svår för de intervjuade ägaransvariga, samtidigt som de är mycket avgörande för bolagens tillväxt och utvecklingen, då det tar lång tid att ändra inriktning på verksamheten för forskningsintensiva företag. Externa parter involveras ofta i flera steg och vid olika tidpunkter, vilket är ett sätt för PE-bolagen att minimera risken att arbeta med "fel" processer och aktiviteter.

3. Targets (Målnivåer)

Vilka nivåer av "performance" behöver organisationen nå för varje av de två frågorna ovan definierade områdena samt hur går man till väga när man sätter lämpliga prestationsmål?

Den tredje frågan behandlar effektivitet inom styrnings- och mätprocessen. PE-bolag definierar via delmål de nivåer av prestation som de behöver nå för att det enskilda portföljbolaget skall uppfylla den övergripande målsättningen; maximal monetär avkastning. Dessa delmål varierar från företag till företag och från bransch till bransch. Vår studie visar att PE-bolagen var obenägna att kvantifiera internräntan på investeringarna och de ägaransvariga hänvisade till den höga operativa risken i

portföljbolagen inom bioteknikbranschen som en av anledningarna. Obenägenheten kan även vara ett resultat av rädslan för att avslöja sina avkastningskrav mellan konkurrerande PE-bolag. Benchmarking är ett sätt att mäta nivåer på prestationen, något som verkade förekomma relativt sällsynt, även om en av intervjupersonerna förklarade att de ibland tittade på konkurrerande bolag. Svårigheten med benchmarking inom bioteknikbranschen, och en möjlig anledning till att endast en av de intervjuade nämnde att de tittade på andra bolag, verkade vara den komplexa operativa verksamheten i portföljbolagen samt den därav svåra uppgiften att jämföra forskningsintensiva bolag med olika forskningsprojekt med varandra. När ägaransvariga tydligt beskriver svårigheten med att säkert veta och förstå det egna portföljbolaget borde det vara ännu svårare att korrekt utvärdera och analysera bolag i vilka de har sämre insyn. Nivån på delmålen berodde till stor del på portföljbolagsledningens egna antaganden om framtiden, vilket visade sig vara gemensamt för samtliga PE-bolag. Delmålen sätts upp tillsammans med portföljbolagens ledning och är de som indirekt avgör vilka resurser som förväntas behövas användas för att uppnå målen samt hur effektiv man förväntas vara (tidshorisonten för de olika delmålen). Budgetarbetet, vilket bestäms i samspråk med portföljbolaget, även om PE-bolagen utövar mer inflytande än vid uppsättningen av delmålen, fungerar även det som en avgränsning av tillgången på resurser. Problemet med denna process verkar även i detta fall vara avsaknaden av information hos de ägaransvariga. Användandet av en VD för vilken man har gott förtroende verkar få vara en avgörande faktor för bolagen. En anledning visar sig vara att PE-bolagen vill kunna lita på att styrningen sker i rätt riktning, och då de inte kan få den bekräftad med siffror, tvingas de lita på VD:s ord. Eftersom VD även är högst delaktig i uppsättandet av delmål tvingas ägaransvariga lita på att de delmål som sätts upp, och dess nivåer mot vilka framgångar mäts, är de mest relevanta för bolagen. Vår empiri visar på att PE-bolagen försöker överbrygga detta genom att till exempel införa månadsrapportering där VD ska beskriva avvikelser från uppsatta delmål. På så sätt tror sig PE-bolagen kunna upptäcka felaktiga strategier och åtgärder på ett tidigt stadium.

Värderingsteorin beskriven tidigare i uppsatsen pekar på betydelsen av blandningen av finansiella och operativa mått i styrningen. Det framkom i våra intervjuer att de s k milestones delas upp i mindre mätbara faktorer, även om svårigheten med denna process var uppenbar. PE-bolagen har för vana att arbeta i ”normala” finansiella miljöer där IRR och kassaflöde tillhör de mest relevanta måtten. Vi tycker oss utifrån vår empiri se att PE-bolagen även i arbetet med bioteknikbolag utan direkta intäkter försöker att anpassa situationen till hur de normalt arbetar och utvärderar. De försöker således att anpassa sina portföljbolag till sina utvärderingsverktyg istället för vice versa. Vad detta beror på är för oss svårt att svara på, men vi anser att det kan vara rimligt att anta att avsaknaden av andra, bättre,

utvärderingsmetoder och specialistkompetens inom det aktuella forskningsområdet kan vara två faktorer som bidrar till denna utveckling.

Det breda användandet av informella nätverk och ”advisory boards” signalerar också att PE-bolagen i de flesta fall behöver ytterligare försäkringar om att bolagen är på rätt spår, trots att de har anställt en VD som de litar på. Problematikeringen här är att mätningen verkar ligga till grund för styrningen och vice versa. ”What gets measured gets done” är en vanlig uppfattning, något som verkar vara särskilt tydligt inom bioteknikbolag då övriga, viktiga, aktiviteter för de ägaransvariga kan vara svåra att identifiera och således omöjliga att mäta. Sammanfattningsvis kan det konstateras att de värdeskapande faktorerna är för PE-bolagen mycket svåra att både mäta och styra, varför en väl fungerande kommunikation mellan portföljbolagen och PE-bolagen kan anses vara av yttersta vikt.

4. Rewards (Belöningar)

Vilka belöningar får ledande befattningshavare (och övriga anställda) del av genom att nå de uppsatta prestationsmålen?

De undersökta PE-bolagens ägaransvariga ersätts generellt med monetära belöningar i form av fast lön samt en rörlig del beroende på utvecklingen i portföljbolagen. Några intervjuade nämnde även att de har en ägarandel i fonden, som ger ersättning när pengar utbetalas till sina ägare i fonden, om utvecklingen uppnått vissa kriterier. Dessa kriterier angavs vara en viss procentuell värdeökning och PE-bolagens anställda skulle då få ersättning på en viss procent på den ersättning som överstiger den fastställda procentuella värdeökningen. Om värdeökningen var under denna gräns fick de med ägarandel ingen ersättning från dessa andelar. Den rörliga delen och dess kriterier framgick inte från våra intervjuer då intervjuobjekten var mycket obenägna att ingående beskriva den eventuella kopplingen mellan uppsatta delmål och rörlig ersättning. Däremot var det tydligt att ersättning i form av andra termer än monetära även erhöles genom arbetet. De intervjuade beskrev hur anställningen gav tillfredställelse genom att den försåg de intervjuade med bred utbildning och en god plattform inför andra utmaningar och företagsnamnet på PE-bolaget kunde i sig inge ett gott självförtroende hos de ägaransvariga.

Otley påpekar vikten av att se sambandet mellan prestationen och hur belöningarna är utformade. Det vi kan konstatera från våra svar är att den övergripande målsättningen av maximal monetär avkastning för aktieägarna är starkt kopplad till ersättningen till de ägaransvariga inom PE-bolagen. Misslyckas

PE-bolagen att generera avkastning visade det sig även att det kan få betydelse för framtida investeringar, eftersom ett historiskt bra resultat ansågs vara av stor betydelse för framtida fonder. Den årliga rörliga ersättningen och hur väl den är sammankopplad till bolagens centrala processer och aktiviteter är något som vi inte har kunnat analysera och kommentera på grund av knapphändig information från de intervjuade. Det är vår egna spekulativa slutsats att denna obenägenhet är ett resultat av den senare tidens hårdare granskning av ersättning till ledare inom det svenska näringslivet och inom PE-bolag i synnerhet. Vi vill också belysa att det finns en annan nivå, som utelämnats i uppsatsen. Belöningen till ledningen i portföljbolagen har inte analyserats och kan vara en i lika hög grad, om inte större, viktig faktor för utvärdering av belöningsystem inom PE-bolagen. Den informationsasymmetri som existerar mellan PE- och portföljbolag är tydlig och hur de anställda inom portföljbolagen motiveras att identifiera och välja aktiviteter och strategier som leder till ökat aktieägarvärde för PE-bolagen återstår att analysera. Vi kan konstatera att ersättningar är ett känsligt ämne inom PE-branschen och den begränsade informationen om ersättningsstrukturer till de anställda inom både PE-bolag och portföljbolag har hämmat vår möjlighet till att grundligt analysera denna aspekt.

5. Feedback (Återkopplingen)

Vilka är informationsflödena (feedback and feed-forward loops) som är nödvändiga för att möjliggöra att organisationen lär från sina erfarenheter samt för att anpassa dess nuvarande beteende i belysning av dessa erfarenheter?

PE-branschen anses av flera intervjuade vara relativt ung och omogen i Sverige, jämfört med vissa andra europeiska länder, exempelvis Storbritannien. Detta leder till att den samlade erfarenhetsbasen kring PE-investeringar ännu så länge är relativt begränsad dock givetvis snabbt växande. PE-bolagen är generellt små företag med ett förhållandevis litet antal anställda. Detta kan enligt vår tolkning leda till att överbrygga transaktionskostnad vid informations- och erfarenhetsöverföring. I intervjuerna framkom att PE-bolagen i många fall tillsätter en VD som de har använt sig av vid ett tidigare tillfälle och som de anser sig kunna lita på i termer av redovisad information och kunskap. Informationen och lärdomar från investeringar i bioteknikbolagen kan således överföras till och användas i flera olika investeringar.

Den täta rapporteringen som PE-bolagen kräver från portföljbolagen samt det stora antal informella processer som används vid informationsinsamling, tyder på att PE-bolagen använder sig av en tät

kontakt med bolagen för att möjliggöra snabba förändringar i det pågående operativa arbetet i portföljbolaget och för att snabbt kunna korrigera upptäckta fel. Med användandet av ledande befattningshavare som varit insatta i och arbetat med andra portföljbolag inom samma sektor (och ibland även andra närliggande sektorer) förbättras chanserna, dock utan att elimineras, att samma misstag uppstår flera gånger. Det bör poängteras att PE-bolagen således kan anses hamna i stark beroendeställning till externa parter, inklusive människor i ”advisory boards” och via sina informella nätverk, i sin utvärdering av portföljbolagens prestationer. Dessa externa parter kan tänkas ha en något annorlunda målbild än företagets centrala målbild dvs maximal monetär avkastning och att det således kan uppstå ett problem som är svårt att upptäcka vid användandet av informella nätverk. För att konstatera detta skulle dock relationen mellan PE-bolagen och dess informationskanaler behöva analyseras ytterligare.

Den månatliga rapporteringen och den täta personliga kontakten med VD som förekommer i de flesta intervjuade PE-bolagen verkar vara PE-bolagens tillvägagångssätt för att säkra möjligheten att agera snabbt och effektivt på den information som erhålls från den operativa verksamheten. Särskilt intressant är användandet av så kallade ”kritiker” till det område inom vilket bolaget verkar. Genom denna process kan bolaget förekomma så kallade ”corrective actions” och upptäcka fel innan de begåtts av bolagen själva. Informationen mellan aktörerna ändras också över tiden och det finns ett konsensus bland de intervjuade att informationen är mer pålitlig över tiden, då den även är mer kvantitativ än kvalitativ. Uppfattningen om informationsasymmetrin bland de intervjuade personerna verkar således vara att den minskar över tiden, allt eftersom mer finansiella variabler finns att tillgå. Sammanfattningsvis kan det konstateras att vår studie pekar på att informationsinsamling är som mest intensiv när det råder som mest osäkerhet i den operativa verksamheten. PE-bolagen är även i hög grad beroende av externa parter för att informationsflödet skall fungera tillfredsställande.

Kunskapen om verksamheten är ofta begränsad i tidiga stadier av investeringen vilket flera av de intervjuade konstaterade att det bidrar till att försvåra mätningen och rapporteringen. De intervjuade visade många gånger att de inte tydligt visat en affärsplan innan styrsystemen utformades vilket i viss mån begränsar möjligheten till att lyckas med att skapa goda styrsystem. Att anlägga ett externt perspektiv i styrsystemen är enligt de intervjuade många gånger svårt då det ofta inom bioteknik handlar om en snabbföränderlig omvärld och marknad.

6.2 Övriga iakttagelser kring svårigheter inom mätning av prestation

Vi har i våra intervjuer fått bekräftat bilden kring svårigheten att mäta prestation för både portföljbolagens individer och organisationen som helhet. Bland de intervjuade PE-bolagen ansågs generellt prestationen av såväl individer som av hela organisationen, uteslutande mätas i termer av den monetära avkastningen på investeringen. Intressant var dock det faktum att det generellt sett fanns en begränsad vilja att mäta individuella prestationer så länge som värdeutvecklingen på bolaget går i rätt riktning. Det skulle dessutom enligt de intervjuade vara mycket svårt att mäta de individuella prestationerna då det kollektiva resultatet var det som räknades. I viss mån sågs det som om bolagets prestation även överskuggade ledningens kompetens eller övriga egenskaper så länge som värdeutvecklingen var positiv. De intervjuade framhöll även att det kan vara svårt med mätning av prestation då den externa miljön inte nödvändigtvis är densamma som när målnivåerna fastslogs. Dessa iakttagelser ligger i linje med de svårigheter som beskrivs av Emmanuel et al och även Otley som talar om belöning av rapporterade resultat och inte beteende. Det är dock iögonfallande hur resultatfokuserade de intervjuade personerna är. Vår reflektion kring detta är att man har en mycket värdeorienterad monetär inriktning i sitt sätt att arbeta och att detta rimligtvis är en särpräglad styrningsmekanism just för PE-bolag.

6.3 Rapportering över tiden

Nedanstående stycke är en reflektion över ett fenomen som inte varit vårt syfte att undersöka i denna uppsats, men som vi tycker är så pass intressant att den är värd att kommentera i ett separat stycke.

Åsikten om varför rapporteringen förbättrades med tiden ansågs drivas av flera faktorer. Dels blev portföljbolagens rapporteringsansvariga bättre på att följa rutinen då de lärde sig en metod för att på ett enkelt sätt sammanställa informationen. En annan faktor var att portföljbolagen själva förstod att detaljnivån och rapporteringsstrukturen var ”icke förhandlingsbar”, den skulle inte gå att tumma på oavsett bolagets egna åsikter. Däremot betonade de intervjuade personerna på PE-bolagen att man givetvis hade en öppen dialog med de rapporteringsansvariga i portföljbolagen kring eventuella förbättringar i rapporteringen.

En annan faktor som också påpekades under intervjuerna var det faktum att PE-bolagen själva insåg att rapporteringskraven lätt kunde uppfattas som tidskrävande och onödiga aktiviteter som stjälar tid från viktigare aktiviteter och inte direkt bidrar till bolagets utveckling. Flera PE-bolag nämnde att de därför

proaktivt försökte ”coacha” ledningen kring varför rapporteringen behövs. Dessutom ställde sig PE-bolagen tydligt förstående till de problem som eventuellt kan tänkas uppstå i samband med de första månadernas rapportering efter att investeringen gjorts. Några PE-bolag nämnde att de aktivt hjälpte till för att underlätta att sammanställa dessa rapporter och att man arbetade aktivt för att säkerställa att man inom portföljbolagets ledning, i synnerhet i början av ägandeperioden, uppfattade den nya ägaren som ett ”bidrag och inte en belastning”.

Vissa bolag poängterade att de i vissa fall investerat i bolag som redan sedan tidigare hade haft ett annat PE-bolag som ägare och att det nyförvärvade portföljbolaget därför redan vid investeringstillfället hade ”vanan inne” i att ha en detaljerad och strukturerad rapportering. I dessa fall fungerade oftast rapporteringen generellt sett bättre och det krävdes i dessa fall ibland endast mindre tillägg eller modifieringar för att rapporteringen skulle motsvara det nya PE-bolagets förväntningar. Att ett större utbyte av information mellan PE- och portföljbolag sker i tidigt stadium jämfört med senare perioder får även stöd av Sapienza och Gupta (1994), som fann att monitorering var som störst i tidiga stadium av investeringen. De hävdar således att riskkapitalbolagen svarar på osäkerhet i informationsutbytet med ökat informationsutbyte, något som även vår studie indikerar. Till exempel var styrelsesammanträden för portföljbolagen mer frekventa i tidigt stadium jämfört med senare faser under investeringen och kontakten med VD avtog i takt med att investeringstiden ökade. Sapienza och Gupta konstaterade vidare att kontakten mellan VD och ägare ökade då målbilden kunde uppfattas som olika mellan de båda parterna.

7. Slutsatser

Vår studie visar på hur PE-bolag med investeringar inom bioteknikbranschen arbetar för att formalisera sin styrnings- och mätprocess i hög utsträckning. Avsaknaden av detaljkunskap om den operativa verksamheten leder till att PE-bolag försöker kvantifiera icke-finansiell information. Användandet av ett stort antal olika processer och aktiviteter för att mäta portföljbolagens utveckling visar på en osäkerhet som PE-bolagen besitter gällande utvecklingen av sina investeringar och huruvida deras pågående arbete skapar maximalt aktieägarvärde. Denna centrala målsättning är enkel att konstatera, men svårare att mäta under investeringens gång. Först i efterhand, när bolaget sålts till en tredje part eller noterats på en marknadsplats går det att bedöma PE-bolagens framgång med sitt arbete. Informationsasymmetrin är mycket uppenbar i våra intervjuer och PE-bolagen försöker anpassa mät- och styrprocessen till att överbrygga denna asymmetri. Vi kan konstatera att det kontinuerliga arbetet

med att välja ut processer och aktiviteter som skall mätas verkar vara direkt avgörande för portföljbolagets framgång.

PE-bolagen blir allt fler och allt större i Sverige. Finansiellt drillade människor sätts att styra och leda komplexa bolag. Historien och teorin visar på att finansiella omstruktureringar och ökad konkurrens inom PE-industrin ställer ökade krav på operativ kunskap hos de ägaransvariga inom PE-industrin. Vi har i vår studie visat på hur avsaknaden av direkt operativ kunskap problematiserar styr- och mätprocessen för PE-bolag med investeringar inom den komplexa bioteknikindustrin. Vi har även identifierat hur den fortlöpande utvärderingen av bioteknikinvesteringar ofta tvingas utföras av externa parter utanför PE-bolagen och beroendeställningen till portföljbolagens ledning är uppenbar. Huruvida detta gäller för andra forskningsintensiva branscher återstår att undersöka, men klart är i alla fall uppenbart att personlig tillit och tilltro värderas mycket högt hos de PE-bolag vi har undersökt.

Vi anser att det framkommit att grunden till ovanstående slutsats ligger i den informationsasymmetri mellan PE-bolag och portföljbolag som är uppenbar i mät- och styrningsprocessen. Vi anser vidare att vi lyckats väl med att uppfylla vårt syfte; att ge en ökad förståelse för hur svenska PE-bolag mäter, styr och utvärderar prestationen i portföljbolag inom biotekniksektorn. Förslag till vidare studier skulle kunna vara att undersöka denna asymmetri med hjälp av den klassiska ”principal-agent-teorin”. En sådan studie skulle möjligen kunna besvara några av PE-bolagens många frågor om hur informationsasymmetrin egentligen ser ut och vilka mättings- och styrningsprocesser som kan ändras och förbättras för att minska denna asymmetri. Det skulle även vara intressant att se resultaten av en fallstudie av ett enskilt bolag för att studera processen på detaljnivå, eller att ställa vår undersökning mot en undersökning där mät- och styrningsprocessen analyseras över tiden. Vidare så skulle det vara intressant att även studera ett portföljbolag inom biotekniksektorn för att få klarhet i hur de ser på den informationsasymmetrin vi har funnit i vår studie.

8. Referenser

Litteratur

Berg-Utby, Terje (2004) The Demand Side of Formal and Informal Venture Capital: An Empirical and Conceptual Review, Workpaper Norwegian University of Science and Technology

Bromley, D.B. (1986) "The Case study method in psychology and related disciplines", New York: Wiley

Copeland, T., Koller, T. And Murrin, J., Valuation: Measuring and managing the value of companies, New York: John Wiley

Dexter L.A (1970) Elite and Specialized Interviewing Evanston; Northwestern University Press

Dresdale, Richard C., (2002), "Private Equity – The Transformation of an Industry", Institute for Fiduciary Education

Emmanuel, Clive, Otley, David and Merchant, Kenneth (1990), "Accounting for management control", London: Chapman and Hall

Fredriksen, Oystein (1997) "Venture capital firms' relationship and cooperation with entrepreneurial companies", Linköping: Univ.

Gompers, Paul. and Lerner, Josh (1999), "The Venture Capital Cycle", Cambridge, Massachusetts and London, England. The MIT Press.

Landström, Hans (1997) "Synen på affärsmöjligheter i informella riskkapitalisters beslutskriterier i samband med bedömningen av nya affärsförslag", Halmstad: Scandinavian Institute for Research in Entrepreneurship (SIRE)

Lundahl, Ulf and Skärvad, Per-Hugo (1999) "Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer", Lund, Studentlitteratur

Merriam, S (1994) Fallstudien som forskningsmetod, Studentlitteratur, Lund

Sapienza, H., & Gupta, A. K. (1994). "The impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction." *Academy of Management Journal*, 37(5), 1618-1632.

Virtanen, Markku. (1996), "Entrepreneurial Finance and Venture Capital Advantage", Helsinki School of Economics and Business Administration.

Yin, R. (1994) Case Study research; Design and Methods, Sage Publications

Tidskrifter

Lieber, Dan. (2004) "Proactive Portfolio Management – Manage Now to Realize Returns Later", Journal of Private Equity; Spring 2004

Otley, David. (1999), "*Performance management: a framework for management control systems research*", Management Accounting Research, 1999, 10, s.363-382

Rapporter och uppsatser

KPMG, (2002), "*Insight into portfolio management*", Private Equity Research Program

Göransson & Keisu, uppsats HHS (2007) Private Equity företagens styrning av sina portföljbolag

Invest in Sweden Agency (2001) Biotech report

SOU 2000:103

Webb

www.svca.com

www.vinnova.se

www.apfond6.se

8. Appendix I

Intervjuförteckning

| Person | Företag | Titel |
|---------------------|----------------------------|--------------------|
| Johan Bennarsten | Capman | Investment Manager |
| Fredrik Druvefors | Karolinska Investment Fund | Analyst |
| Lars Gatenbeck | Health & Brands Capital | Investment Manager |
| Lars Henriksson | Industrifonden | Investment Manager |
| Kristoffer Melinder | Nordic Capital | Investment Manager |
| Thomas Pollare | 3i | Investment Manager |
| Carl-Johan Sundberg | Karolinska Investment Fund | Investment Manager |

| Person | Företag | Titel |
|-----------------|------------------|--------------------|
| Julia Lundqvist | Capman | Investment Manager |
| Johan Rydmark | ABN Amro Capital | Analyst |

Appendix 1, Intervjumall

- Berätta om dig själv och din bakgrund.
- Vilken är er övergripande målsättning när ni investerar i ett bioteknikbolag?
- Hur fastställs portföljbolagens övergripande målsättning?
- Kan man säga något om hur dessa målsättningar förändras över tiden?
- Vilken information erhåller/kräver ni från portföljbolagen?
- Hur stor del av den information ni erhåller är finansiell respektive icke-finansiell? Förändras denna relation över tiden?
- Hur fastställs vilken information som skall rapporteras till er?
 - o Vem bestämmer vad som skall mätas?
 - o När bestäms vad som skall mätas?
- Finns det formella och/eller informella processer för informationsflödet mellan er och portföljbolaget?
- Använder ni någon standardiserad mall för rapportering? Hur mycket av rapporteringen är företagsspecifik?
- Finns det ytterligare kanaler som ni använder för insamlande av information?
- Hur ofta rapporterar portföljbolagets ledning denna information till er?
- Kontrollerar ni kvaliteten på den information ni erhåller från portföljbolagen?
- Kan man säga något om hur denna kvalitet förändras över tiden?
- Vem bestämmer nivån på de mål som sätts upp för portföljbolaget? När bestäms nivån på dessa mål? Hur ser denna "target-setting-process" ut?
- Hur är belöningssystemen utformade för er?
- Hur är belöningssystemen utformade för portföljbolagen?
- Hur ser utvärderingsprocessen av portföljbolagets prestation ut? Hur ofta sker en utvärdering av det egna kontrollsystemet?
- Hur viktig är den personliga relationen till portföljbolagets VD?
- På vilket/vilka sätt adderar ni värde till era portföljbolag?
 - o Vad skiljer er från andra PE/VC-bolag?
- Anser ni att PE/VC-bolagens roll som ägare har förändrats över tiden?