

Handelshögskolan i Stockholm

Magisteruppsats 10 p (15 ECTS) inom Företagande & Ledning

Långsiktighetens triumf

En studie om värdeskapande i Private Equity-branschen

Martin Axhamre¹ & Tobias Bergström²

Abstract

This study aims to build a deeper understanding on how shareholder value is created in Private Equity investments, especially during the holding period. The study is a qualitative study of the buyout of the access security company Bewator AB made by the Swedish Private Equity firm EQT in 2002. The buyout became highly successful due to various reasons. The study draws the conclusion, contrary to popular belief, that Private Equity firms create value through taking a long term view on business developing rather than being short term value destroyers. Incentive alignment is another important factor.

Handledare: Dr Mikael Samuelsson

Opponent: Hedvig Svedin & Johan Svedin

Tid för framläggning: 18e februari kl 15-17

Plats: A-salen (B621), Saltmätargatan 13-17

¹ 19778@student.hhs.se

² 20766@student.hhs.se

Förord

Förutsättningar förändras snabbt och kanske är Private Equity bolagens glansdagar redan förbi. När arbetet med denna uppsats inleddes syntes dock inte många moln vid horisonten men under tiden som gått sen dess har många av bolagen upplevt sin största kris hittills. Många spekulerar dessutom i att år 2009 kan komma att bli ännu värre.

Den finansiella turbulens som utspelat sig under framförallt den senare delen av 2008 har effektivt satt stopp för allt vad nya transaktioner heter. Den för PE-bolagen så viktiga tillgången till billigt kapital har nästan försvunnit helt och hos de advokatbyråer och revisionsfirmor som levt gott på bolagens stora aptit på nya uppköpsobjekt beskrivs läget idag som stiltje. Kanske har förutsättningarna förändrats så till den milda grad att den ekvation som gjort många av de senaste årens framgångsrika investeringar möjliga inte längre går ihop.

Dessutom har många av de redan genomförda investeringarna stött på stora problem och PE-bolagen har i flera fall redan fått skjuta till ytterligare kapital. I pressen spekuleras nu vilt kring vilka som har de största problemen och vilka bolag som inte kommer att lyckas uppfylla sina lånevillkor hos bankerna. Framtiden för många bolag är med andra ord oviss.

I denna studie har vi dock tittat på historien och vi har fått en unik inblick i ett mycket lyckosamt projekt, vilket förhoppningsvis kan bidra till att öka kunskapen om denna bransch som helhet.

Arbetet hade inte gått att genomföra utan den tid och öppenhet som givits av de intervjuade, och vi vill därför uttrycka vår stora tacksamhet för deras bidrag. Vi vill även tacka Fredrik Hillelson för uppslag och kontakter. Avslutningsvis vill vi ge ett stort tack till vår handledare Mikael Samuelsson för stöd och coachning på vägen.

Martin Axhamre & Tobias Bergström

Stockholm, februari 2009

Innehållsförteckning

LÅNGSIKTIGHETENS TRIUMF	1
FÖRORD	2
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	3
INLEDNING	6
Problemdiskussion	6
Syfte och frågeställning	7
Avgränsning	7
Disposition	8
METOD	10
Kunskapsproduktion	10
Kvalitativ eller kvantitativ undersökning	12
Val av företag och intervjuobjekt	12
Induktion, deduktion eller abduktion?	13
Datainsamling	13
Fallstudien (primärdata)	13
Analys av primärdata - vägen till empiri	15
Analys av empiri	15
Sekundärdata	15
Forskningens kvalitet	16
Reliabilitet	16
Intern validitet	16
Extern validitet	17
BAKGRUND	18
Historik om riskkapitalbranschen	18
Om riskkapital	18
Affärsänglar	19
Venture Capital	19
Buyouts	20
Om EQT	22

TEORETISK REFERENSRAM	24
Koncernchefsspektivet	24
En ny ägarrrationalitet	25
Värdekedjor och styrprocesser	25
Tydlighet, uthållighet och långsiktighet	26
Formellt kontra reellt ägarinflytande	27
De ställföreträdande ägarna	27
En förändrad koncernchefsroll	28
Skepsis och oro	29
Allokering och styrning av tillgångar	29
Horisont	30
Renodling	31
Bolagsstyrning	32
Frekvens på den informella styrningen	33
Principal agent-problemet	33
Styrelsemedlemmars motivation	34
Private Equity-företag och agent-problemet	35
Private Equity och nätverk/kunskapsöverföring	35
EMPIRI	37
Historien bakom Bewator	37
EQT tar över rodret i december 2002	38
Nätverk med seniora industrialister	39
Bewators nya ledning och styrelsekomposition	40
EQT:s incitamentsprogram – Management Participation Program	41
Närmaste tiden efter ägarbytet	42
Nya strategiska diskussioner	43
Bewator som bolag omdefinieras över en lunch	44
Försäljning av Cale Access	44
Förvärv	45
Formell styrning	46
Informell styrning	46
Exit	47
ANALYS	48

Klara mål, tydlig horisont och tålamod	48
Konsten att länka ägarnas och ledningens intresse	50
MP-programmets tre värdeskapande effekter	52
Den informella styrningen av portföljbolagen	53
Trojkan	53
Storskalighet inom finansiell expertis	54
Övervakning	55
Intraprenörskap	55
Hur väl överensstämmer resultaten med teori på området?	55
Fokus	56
Slutdiskussion	59
Förslag till vidare forskning	59
REFERENSER	60
Elektroniska källor	61
Muntliga källor	62
BILAGOR	63
Bilaga 1. Nätverket med EQT:s industrialister:	63
Bilaga 2. Den initiala intervjumallen	66

Inledning

De senaste årens klart mest lysande stjärnor inom den finansiella världen är bolagen verksamma inom riskkapitalsegmentet Private Equity. Från vad som kan tyckas som ingenstans finns det helt plötsligt en rad stora svenska spelare såsom Industri Kapital (numera IK), Altor, EQT, Nordic Capital m fl. Bolagens ledare har blivit enormt förmögna och samtidigt högt aktade inom näringslivet. De till synes goda avkastningsmöjligheterna har även bidragit till att locka till sig många namn från den traditionella företagsvärlden.

Samtidigt är dessa bolags dagliga verksamhet på många sätt fortfarande hölj i dunkel och de enorma vinster som dessutom ofta skapats under mycket kort tid kan vid en första anblick framstå som rent trolleri. På pappret är affärsidén att tillföra finansiellt och operationellt kunnande men mycket lite information existerar kring hur detta går till i praktiken.

Problemdiskussion

Den rådande mediabilden av Private Equity-investeringar är att största delen av värdeskapandet sker genom ”finansiellt trolleri”, framförallt med balansräkningen, t.ex. genom att införa hög skuldsättningsgrad i portföljbolagen. Eftersom PE-bolagen på senare tid haft mycket god avkastning på sina investeringar frågar vi oss varför inte, om denna mediabild är korrekt, fler företag väljer att arbeta efter PEs finansieringsstrategier. Vi tror att det finns fler orsaker till denna exceptionellt goda värdeutveckling än enbart de redan relativt kända finansiella orsakerna.

I den här studien tar vi ett investerarperspektiv på värdeskapande. Det görs p.g.a. två orsaker:

1. Private Equity-bolag har som övergripande mål att skapa monetära värden till sina investerare.
2. Om den här studien lyckas väl torde resultaten vara intressanta för alla som äger företag i ett kapitalavkastningssyfte.

Vidare definierar vi möjligheten till värdeskapande i företag på tre sätt.

1. Externa faktorer förändras. Externa faktorer definieras som sådana som ligger utanför ägarens kontroll. Dessa faktorer är tursamma om ägaren ej förutspådde förändringen och medvetna om så var fallet.
2. Ägaren lyckas bättre med befintliga interna metoder att driva företaget på. Metoder definieras som allt som ligger inom ägarens kontroll, d.v.s. bolagsstyrning, kapitalstruktur, HR-strategi etc.
3. Ägaren ändrar en eller flera av dessa interna metoder på något sätt så att marknadsvärdet på bolaget stiger.

Studien definierar alltså värdeskapande som alla dessa tre kategorier. Dock kommer fokus i den här studien att ligga på den andra och tredje kategorin av värdeskapande. D.v.s. Vi vill veta hur Private Equity-bolagen går till väga för att medvetet öka värdet på sina portföljbolag efter det att köpet är genomfört.

Syfte och frågeställning

Vårt syfte blir med ovanstående motivering att gå på djupet i ett investeringscase och undersöka vilka faktorer som faktiskt är bidragande i värdeskapandet i en typisk PE-investering. **Frågeställningen blir därmed:**

Vilka faktorer är bidragande i att skapa aktieägarvärde i Private Equity-investeringar?

Med aktieägarvärde menas alltså det monetära värde som skapas genom att de flesta portföljbolagen säljs dyrare än vad de köps för. Fokus kommer i viss mån att ligga på vilket sätt PE-bolagen agerar annorlunda än tidigare/övriga ägare.

Avgränsning

Studiens syfte och frågeställning är utformade i relativt vida termer. För att kunna genomföra studien har vi dock känt oss tvungna att begränsa studien på ett antal punkter:

1. I studiens initiala skede genomfördes en intervju med Stefan Glevén (*director* på EQT). Under denna intervju framkom det att det ”finansiella trolleriet” står för endast 2-3% av värdetillväxten i EQT:s portföljbolag. Av den orsaken och p.g.a. att vår kompetens i huvudsak ligger inom andra forskningsområden har vi valt att lägga fokus på de icke-finansiella faktorerna bakom värdetillväxt i Private Equity-investeringar. Dock har vi inkluderat de viktigaste finansiella faktorerna under punkten *storskalighet inom finansiell expertis* redovisad under *Analys/Informell styrning*.
2. Private Equity-bolag är notoriskt skygga med att ge ut information om sin verksamhet. P.g.a. av denna orsak och det faktum att vår undersökning är en tioveckorsstudie har vi valt att undersöka ett investeringsfall gjort av ett PE-bolag, närmare bestämt EQT:s köp av Bewator under åren 2002-2005.

Disposition

1. Efter den inledande delen följer i denna uppsats ett metodkapitel i vilket vi redogör för vår syn på kunskapsproduktion vilken även ligger som grund för hur vi angripit problemställningen i denna uppsats. Detta utvecklas sedan i en diskussion kring kvalitativ och kvantitativ undersökning, samt varför vi valt det ena sättet i vår undersökning. Vi diskuterar även varför vi använt en abduktiv ansats, med induktiv lutning, för att förklara den empiri vi fått fram och avslutar sedan kapitlet med en diskussion kring reliabilitet och validitet.
2. Nästa del innehåller en bakgrund om riskkapitalbranschen i allmänhet vilket syftar till att ge läsaren solid grund till det fenomen vi försöker analysera. Vi beskriver här även historiken kring företaget EQT för att hjälpa läsaren att förstå bolagets agerande i ett större perspektiv.
3. Efter bakgrunden kommer den teoridel i vilken vi går igenom teoribildning inom området och ger inblick i det teoretiska ramverk som använts för att analysera det aktuella fallet. Här tittar vi bland annat på det så kallade ”koncernchefsperspektivet” samt även teori om renodling, fokusering, horisont, styrning och det så kallade ”agent principal” problemet.

4. I empiriavsnittet redovisas inledningsvis historien kring företaget Bewator som vi valt att studera. Där beskriver vi i kronologisk ordning händelseförloppet som framkommit under våra intervjuer, från de händelser som ledde till att bolaget kom att köpas av EQT samt även de viktigaste hållpunkter som inträffade under vägen. Varvat med beskrivningen ligger även utvecklingar av vissa fenomen eller situationer som vi anser ha haft stor betydelse händelseförloppet.
5. I det efterföljande analysavsnittet vävs teori samman med bakgrund och empiri till ett förslag på förklaring över vilka faktorer som varit mest framträdande till att skapa aktieägarvärde i det undersökta fallet.
6. I den avslutande slutdiskussionen sammanfattar vi studiens resultat och generella applicerbarhet. Vi presenterar här även upplag för ytterligare framtida forskning inom ämnet.

Metod

I detta kapitel beskrivs hur författarna har gått till väga för att genomföra studien. Även författarnas syn på kunskapsproduktion redovisas.

Kunskapsproduktion

Det finns två typer av frågor:³ Sak- och smakfrågor. En sakfråga är en fråga som har ett definitivt svar, t.ex. är jorden rund eller platt? En smakfråga är en fråga som har en relativ sanning, t.ex. är rött finare än blått? Alla är överens om att svaret på en smakfråga beror på subjektets smak i frågan och därmed är sanningen i frågan relativ. En större utmaning ligger framför oss att utreda om det är möjligt att fastställa ett objektivet svar, och därmed sanningen, på en sakfråga.

Det finns två huvudgrenar som beskriver människans syn på kunskaps- eller sanningsproduktion, den positivistiska synen och den hermeneutiska synen.⁴ Den positivistiska synen hävdar att det genom objektiva forskningsmetoder är möjligt att avgöra vad som är sant i en särskild sakfråga. T.ex. hävdar förespråkarna för denna syn att det är objektivet möjligt att avgöra om jorden är rund eller platt. Detta har, hävdar förespråkarna för den positivistiska synen, avgjorts med vetenskapligt objektiva metoder. Svaret, och därmed den objektiva kunskapen, har blivit att jorden är rund.

I kontrast till den positivistiska kunskapsproduktionen står den hermeneutiska synen på kunskapsproduktion som antar att verkligheten och det subjektiva jaget är en oseparatorbar enhet, d.v.s. teorin tar avstånd från en dualistisk verklighetssyn där verkligheten kan existera utanför jaget.⁵ Mer konkret kan sägas att alla subjektiva varelser skapar sin egen verklighet utifrån de intryck som skapas genom de olika sinnen som finns tillgängliga för varelsen. Vidare skapar vi människor intersubjektiva sanningar som då kallas för sociala konstruktioner. Ett enkelt exempel på dessa är värdet på pengar som existerar därför att vi tror att alla delar samma sociala konstruktion. Om människor helt plötsligt skulle sluta återskapa denna konstruktion genom att t ex vägra ta emot sin lön i pengar så äventyras

³ Sturmark, (2007)

⁴ Alvesson & Sköldberg, (1994)

⁵ Red. Sjöstrand et. al.(1999), s. 40

värdet på pengar och den sociala konstruktionen riskerar att självdö. En social konstruktion kan endast överleva om vi intersubjektivt fortsätter att återskapa den

En extrem produkt av socialkonstruktivismen är sanningsrelativismen.⁶ Dess förespråkare anser att det inte går att avgöra den absoluta sanningen på några som helst frågor, vare sig sakfrågor eller smakfrågor. Att sanningen är relativ i smakfrågor är alla överens om men sanningsrelativismen hävdar också att inte heller några sakfrågor kan ha en absolut sanning. De hävdar alltså att det är omöjligt att objektivt avgöra om jorden är rund därför att forskare och forskningsmetoder aldrig kan bli så objektiva så att en absolut sanning kan uppnås.

Kritikerna till sanningsrelativismen är misstänksamma mot denna syn därför att begreppet kan missbrukas av ideologier som vill misskreditera den vetenskapliga metoden till förmån för sin egen. Ända fram till Galileo Galileis dagar försökte religiösa ledare misskreditera den vetenskapliga metoden genom att hänvisa till bibelns ”sanning” vilket också lyckades väl under en lång period.⁷ Ett mer modernt exempel är den brokiga skara antisionister som (tyvärr med viss framgång) propagerar att förintelsen aldrig ägt rum. De försöker att ”bevisa” detta genom att hävda att den mer vedertagna teorin (d.v.s. att förintelsen har ägt rum) är subjektiv p.g.a. att den är politiskt, eller på annat sätt, påverkad av ”sionismen”. Som vi ser kan en del oönskade effekter uppkomma som en produkt av sanningsrelativism varför vi finner att den positivistiska synen är väl lämpad för kunskapsproduktion inom naturvetenskap.

Frågan blir dock mer komplicerad när man försöker ge sig på samhällsvetenskaplig kunskapsproduktion. Inom samhällsvetenskap studerar man bl.a. mänskliga beteenden och produkter av dessa, såsom sociala konstruktioner. Dessa fenomen är svåra att mäta med naturvetenskapliga metoder och måste därför förstås och tolkas av människor med olika uppfattningar, d.v.s. subjektiviteten spelar stor roll. Samhällsvetenskap kan alltså vara mer utsatt för med- eller omedvetna feltolkningar. Således blir en helt objektiv granskning omöjlig vilket väl passar in med den hermeneutiska kunskapssynen. Således anser vi att den hermeneutiska kunskapssynen är mer lämplig vid studier i samhällsvetenskap och därför kommer vi att hålla oss till denna syn under vår studie.

⁶ Sturmark, (2007)

⁷ Ibid, 2007

Kvalitativ eller kvantitativ undersökning

Vårt syfte med den här studien är att identifiera möjliga värdeskapande faktorer i ett utvalt PE-bolags investeringscase. För att kunna uppnå detta mål har vi tvingats gå på djupet av fenomenet. I en kvalitativ undersökningsansats ges större möjlighet att fånga upp olika vinklingar och synsätt på ett och samma fall.⁸ Därför har vi valt att använda fallstudien som vår forskningsmetod. Genom att analysera den information vi fick ut av vår fallstudie tycker vi att vi har haft stor möjlighet att identifiera de möjliga värdeskapande faktorer som har bidragit med aktieägarvärde i vårt undersökta fall.

Val av företag och intervjuobjekt

Tack vare Private Equity branschens stora framgång och expansion över de senaste åren finns i teorin en uppsjö möjliga kandidater gällande val av objekt för denna fallstudie. Samtidigt har Private Equity bolagen varit tämligen ovilliga att skylta med sina framgångar och mycket av de faktiska händelserna har varit höljda i dunkel.

I vår ambition att få tillgång till information valde vi tidigt att söka efter ett redan avslutat projekt då vi ansåg att detta skulle minska risken för att den väsentliga informationen omfattas av sekretess. Med denna avgränsning var det i slutändan personliga kontakter som kom att avgöra valet på ett EQT-case enligt nedan.

På grund av en av uppsatsförfattarnas arbete inom Investor-sfären fanns vissa kontaktytor mot EQT. Efter att ha diskuterat syftet med Fredrik Hillelson (VD för HR bolaget Novare Human Capital AB) föreslog han Bewator AB som case och ordnade även kontakt med två lämpliga intervjupersoner (tidigare VD på bolaget och ansvarig partner på EQT). I vidare diskussion med dessa individer framkom sedan namn på övriga intervjuobjekt, vilka valdes med kriteriet att dessa personer hade varit starkt involverade i interaktionen mellan Bewator och EQT. Viss anpassning har även skett på grund av praktiska problem. Exempelvis hade en personlig intervju med EQT:s ansvariga partner Fredrik Åtting varit önskvärd men då han numera bor i Hong Kong har denna informationsinhämtning fått ske genom ombud.

⁸ Jacobsen, (2002)

Induktion, deduktion eller abduktion?

Det finns två extrema förhållningssätt att applicera på undersökande forskning. Den första av dessa är induktion. Induktion innebär att man samlar in empiri i syfte att dra generella slutsatser av denna empiri. Man antar att slutsatser från ett fall kan hjälpa till att förklara andra liknande fall. Den deduktiva ansatsen är motsatsen, dvs. att man utgår från teori och utifrån den förklarar sammanhang i verkligheten. En kompromisslösning finns också vilken då kallas för abduktion. Abduktion innebär att man i viss mån samlar in empiri för att dra allmängiltiga slutsatser men också att man försöker förklara det undersökta fenomenet med befintlig teori.

I vår uppsats har vi valt att undersöka ett fenomen för att, där möjlighet finns, se vilka generella slutsatser som kan dras. Vi har dock också försökt förklara vår empiri med befintlig teori, där den har kunnat appliceras, varför vi har valt att använda oss av den abduktiva ansatsen, dock med en ej oansenlig lutning mot den induktiva ansatsen.

Datainsamling

I uppsatsen används primär- och sekundärdata som komplement till varandra, vilket är det angreppssätt som beskrivs som idealiskt för att uppnå en högre förståelse.⁹ Sekundärdata används inledningsvis för att skapa en förförståelse för bakgrunden till det aktuella fallet och även branschen som helhet. Primärdata används sedan för att kunna belysa och svara på den faktiska frågeställningen.

Fallstudien (primärdata)

Primärdata har samlats in i form av fem semistrukturerade intervjuer. De fem intervjuade personerna har alla innehaft en nyckelperson inom EQT, Bewators styrelse eller Bewators ledning. De fyra första i listan nedan var absoluta nyckelpersoner och den femte och sista (Wänelöf) rekommenderades till oss av Bo Kastensson p.g.a. dennes arbete med utveckling av en ny marknadsplan strax efter EQT:s övertagande. I en idealvärld hade vi haft till tillgång till Fredrik Åtting (ansvarig partner på EQT) men då

⁹ Jacobsen, (2002)

denne bor utanför Europa beslöt vi istället för att använda oss av Stefan Glevén (Director på EQT). Glevén jobbade i det ”dealteam” som sattes ihop av Åtting och stod senare bl. a. för försäljningen av Bewator till Siemens. Åttings deltagande i studien skulle möjligtvis ha kunnat ge lite mer ljus över interaktionen inom den så kallade ”trojkan”. Dock anser vi att dels genom att ha pratat med de två övriga medlemmarna i trojkan (VD och styrelseordförande) och dels genom att ha pratat med Stefan Glevén fått en bra bild av hur trojkan arbetade. Studiens fem respondenter är:

Stefan Glevén – Director på EQT. Ansvarade bl. a. för försäljningen av Bewator.

Gunnar Palme – Långvarig industrialist och styrelseordförande under tiden för EQT:s ägande av Bewator.

Bo Kastensson –VD på Bewator före, under tiden och en kort tid efter EQT:s ägande av Bewator

Charlotte Holmlund– CFO på Bewator under tiden för EQT:s ägande av Bewator.

Mikael Wänelöf – Marknadschef på Bewator. Wänelöf ansvarade bl.a. för att ta fram en ny marknadsplan efter EQT:s köp av Bewator.

Intervjuerna skedde i form av personliga möten där en intervjumall användes med ytterligare frågor och följdfrågor som komplement. I det initiala skedet av intervjuerna försökte vi att vara så objektiva som möjligt i den mening att vi inte tog något som hade sagts på tidigare intervjuer för given sanning. På det sättet tror vi att vi fick så mycket korrekt information som möjligt utan att styra intervjuobjekten i fel riktning.

Intervjun med Stefan Glevén syftade i allmänhet till att förstå hur PE-bolag driver sina portföljbolag och deras syn på värdeskapande. I synnerhet har vi försökt identifiera skillnader i EQT:s bolagsstyrning och andra ägares. Intervjuerna med övriga respondenter har syftat till att identifiera på vilka sätt EQT har varit behjälplig i både den dagliga verksamheten och den strategiska styrningen av bolaget och på vilka sätt detta har bidragit till värdeskapande.

Alla de fem intervjuerna har med respondentens tillåtelse spelats in med digital ljudinspelare så att så lite data som möjligt gått förlorad. Vid fyra av intervjuerna har båda författarna varit närvarande, vid den femte med Holmlund var en av författarna på plats.

Analys av primärdata - vägen till empiri

Analys av data har skett genom att intervjuerna har lyssnats igenom åtskilliga gånger, sedan har rubriker för empiriavsnittet formulerats och till sist har empiriavsnittet författats med hjälp av den ljudmassa som spelades in vid de fem intervjuerna. Enskilda kompletterande frågor har skickats per mejl till respondenterna. Efter det att empiristycket var färdigskrivet tillfrågades alla respondenterna om empirin har lyckats fånga fallets skeende så bra som möjligt och huruvida vi fick tillåtelse att inkludera de citat som fanns med. På basis av respondenternas svar fick ett fåtal detaljer ändras eller tas bort och några av citaten exkluderas efter den citerade respondentens önskemål.

Varje enskild ändring som skett har dock diskuterats igenom av uppsatsförfattarna och vi har i varje fall varit överens om att ändringarna inte på något vis ändrat innebörden i empirin eller analysen. Ingen ändring har heller skett på grund av att det varit några direkta felaktigheter utan endast på grund av att ett lösryckt citat kanske kan missuppfattas eller liknande. På EQT:s önskemål har vi även valt att i vissa fall ändra vissa siffror från absoluta tal till mer lösa beskrivningar. Då vi i denna uppsats valt att avgränsa oss från de finansiella delarna anser vi att inte heller detta haft någon större påverkan på uppsatsens resultat.

Analys av empiri

Potentiellt värdeskapande faktorer har identifierats framförallt genom att fokusera på de skillnader som framkommit i hur EQT och de tidigare ägarna drev Bewator. Sedan har vi undersökt om befintlig teori kan förklara dessa skillnader som värdeskapande. De faktorer som uppfyller detta krav har sedan presenterats i analysavsnittet.

Sekundärdata

I inledningen av den här uppsatsen beskrivs Private Equity och större delen av riskkapitalbranschen. Data som använts till att sammanställa detta stycke är mestadels

sekundärdata hämtat bl.a. från olika riskkapitalintresseorganisationer eller populärmedia som affärstidningar och magasin.

Sekundärdata i vår undersökta fallstudie har dock funnits mindre tillgängligt. Det beror till största delen på att Private Equity-bolag är relativt restriktiva med att publicera data från pågående men även, i många fall, redan avslutade investeringar. Någon enstaka siffra har hämtats från EQT:s hemsida angående Bewator. Den stora massan av data som använts i fallstudien har alltså varit primärdata i form av intervjuer i det undersökta fallet.

Forskningens kvalitet

Forskningskvalité delas ofta upp i reliabilitet och validitet. Nedan redogör vi för dessa två begrepp och beskriver, i den mån det har varit möjligt, hur vi gått till väga för att uppfylla dessa två kriterier i vår studie.

Reliabilitet

Detta begrepp betyder oftast att mätningarna, om de uppfyller detta kriterium, skall kunna utföras igen på samma sätt och vid ett senare tillfälle och då ge samma resultat.¹⁰

För att underlätta att samma resultat skall kunna upprepas har en semistrukturerad intervjumall använts. Dock ligger det ändå i den kvalitativa studiens natur att det är svårt att få samma resultat vid upprepade studier.¹¹

Intern validitet

Detta begrepp är ett mått på hur väl den använda forskningsmetoden har lyckats fånga det vi faktiskt mäter och hur pass lite våra resultat formas av tillfälligheter.¹² Vid kvalitativa intervjuetoder är det svårt att försäkra sig om att respondenterna kommer ihåg rätt, att de får med hela händelseförloppet eller att de inte undanhåller något p.g.a. politiska eller personliga skäl. Dock har vi ställt ungefär samma frågor till alla fem

¹⁰ Yin, R.K. (2003)

¹¹ Holme & Solvang (1997)

¹² Andersen, I. (1998)

respondenterna varför man kan anta att den sanna bilden av händelseförloppet bör komma fram ur den samlade bilden. Detta är en metod som förespråkas av bl. a. Merriam, (1994).

När vi däremot ställde specifika frågor till varje respondent, t.ex. hur Bo Kastensson uppfattade vilken hjälp han fick som VD, är det naturligtvis större risk att respondenten inte har gett oss den rätta eller hela bilden. Detta är dock en naturlig defekt i att undersöka något som redan har hänt utan att själv kunna delta under själva händelseförloppet.

Vi anser att vi har uppfyllt kriterierna för intern validitet då vi genom att prata med personer från alla delar av det undersökta fallet har fått en samlad bild av vad som skedde under tiden för EQT:s ägande av Bewator 2002-2005. Man kan också anta att sanningshalten i respondenternas utsagor är förhållandevis hög därför att fallet är avslutat och att de flesta har gått vidare till andra arbetsuppgifter i andra bolag.

Extern validitet

Detta begrepp betyder att resultaten i studien kan antas vara generaliserbara för andra företag eller områden som ligger utanför det studerade objektet.¹³ Vårt syfte har hela tiden varit att genomföra en explorativ studie där vi går på djupet av ett fall för att bättre förstå fenomenet. Genom att göra en enkel fallstudie kan man inte vara helt säker på att samma resultat gäller för andra liknande fall¹⁴. Dock tror vi att genom att ha undersökt vårt fall från alla dess perspektiv fått en god generell bild av Private Equity-branschen som industri. För att nå full generaliserbarhet hade vi däremot behövt använda oss av en kvantitativ studie alt. fler fallstudier.

¹³ Yin, R.K., (2003)

¹⁴ Ibid, (2003)

Bakgrund

I det här kapitlet ges en kort beskrivning av riskkapitalbranschen, Private Equity i allmänhet och EQT i synnerhet.

Historik om riskkapitalbranschen

Branschen uppkom i Sverige för ca 30 år sedan men spelade fram till mitten av nittiotalet en mycket begränsad roll på den svenska marknaden. 1996 förvaltade de svenska riskkapitalbolagen totalt 16 miljarder SEK vilket vid år 2004 hade växt till 230 miljarder SEK. Denna summa hade i maj 2006 ökats på ytterligare till 290 miljarder SEK vilket vid den tidpunkten ungefär motsvarade 10 % av värdet på Stockholmsbörsen.¹⁵

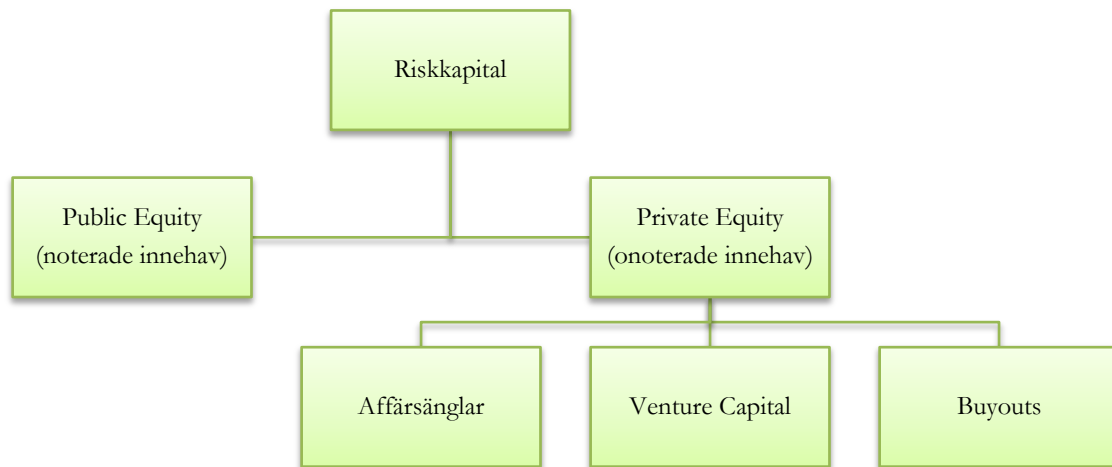
På den svenska marknaden finns idag en uppsjö mindre spelare men arenan domineras kapitalmässigt av ett antal större aktörer. Exempelvis kan nämnas Industri Kapital, Nordic Capital, Altor, EQT, NorthZone, Segulah m fl. Det finns även ett antal europeiska och internationella spelare som är verksamma på den svenska marknaden.

Om riskkapital

Riskkapital är ett samlingsbegrepp som används för att beskriva olika former av investeringar i noterade och onoterade bolag. Begreppet brukar ibland delas upp i tre olika områden beroende på vilken typ av investeringar och vilket engagemang det investerande bolaget tillämpar.¹⁶

¹⁵ www.svca.se, (2008)

¹⁶ Ibid, (2008)



Källa: Söderblom (2008)

Affärsänglar

Med affärsänglar eller "business angels" menas vanligtvis privatpersoner som investerar egna pengar i bolag där de saknar familjeanknytning. Ofta finns dock någon form av koppling till den typ av verksamhet individerna investerar i. Antingen genom tidigare engagemang i liknande bransch eller tidigare erfarenhet av att genomföra motsvarande utveckling i ett bolag. Ett exempel på detta kan vara en VD som varit med och tagit ett medelstort bolag till börsen och kan återanvända dessa erfarenheter i annan verksamhet.

Signifikativt för affärsänglar är att dessa normalt är relativt engagerade i sina bolag och jobbar nära sina investeringar. Omfattningen av investeringen varierar men en vanlig situation är ett familjeföretag med ambition att noteras på börsen. Ägarfamiljen vill inte släppa kontrollen över bolaget men behöver ändå kompetensförstärkning. En affärsängel tillåts köpa en del i bolaget mot att denna person bidrar med sin kompetens och sitt nätverk.

Venture Capital

Till skillnad från ovan nämnda investeringar som utförs av privatpersoner så utgår venture capital investeringar ofta från bolag eller fonder. Målet är att komma in mycket

tidigt i bolagens utveckling för att nå så stor del av värdeutvecklingen som möjligt. Således innebär detta att investeringarna oftast sker i små och medelstora bolag som befinner sig i uppstarts-, sådd- eller expansionsfasen där kassaflödena i regel är mycket begränsade.¹⁷

Investeringar inom ”venture capital” har fått stor massmedial uppmärksamhet över åren då det är inom detta område som några av de mest spektakulära investeringarna har skett. Samtidigt är denna verksamhet förenad med extremt stor risk och generellt brukar bolagen prata om målet att en av tio investeringar skall lyckas. I verkligheten har det dock visat sig vara mycket svårt att uppnå och flera stora spelare har under senare år dragit sig ur denna verksamhet då det visat sig vara allt för riskfyllt.¹⁸

Buyouts

Buyouts står för investeringar i bolag som nått en högre mognadsfas (och därmed starkare kassaflöden). Namnet härstammar ursprungligen från att verksamheten från början ofta var förknippad med att ett bolag köptes tillbaka från börsen. Numer är det dock minst lika vanligt att investeringarna handlar om onoterade bolag eller att delar av en verksamhet köps ut från ett större företag.¹⁹

Då investeringarna i buyout-sektorn gäller större och mer mogna verksamheter är det också naturligt att detta område attraherar mest pengar. Under 2007 investerade svenska riskkapitalbolag 42,5 miljarder SEK i buyouts jämfört med 5,6 miljarder SEK inom VC.²⁰

Signifikativt för en buyout investering är att bolagen i princip alltid kräver en kontrollpost i bolagen (>50%) men det finns även undantag från denna regel.

Leveraged buyouts

Leveraged buyouts gäller vanligtvis större utköp genomförda av en Private Equity organisation eller annan form av investerare. Det investerande bolaget tar kontroll över

¹⁷ Ibid, (2008)

¹⁸ Financial Times 2008-03-24

¹⁹ www.svca.se, (2008)

²⁰ Ibid, (2008)

uppköpsobjektet och ledningen får oftast del av ägandet som motivation för att accelerera bolagets utveckling och även som incitament för sin lojalitet. I denna form av utköp finns det två olika angreppssätt för PE-bolaget att driva sin verksamhet:²¹

Hands-on

PE-bolaget är mycket aktivt i bolagets styrning antingen genom egna specialister eller genom att ta in konsulter som får genomföra riktade projekt med fokus på de mål som vill uppnås.

Hands-off

PE-bolaget har en mer passiv inställning och låter bolaget verksamhet skötas självständigt av ledningen.

Management buyouts

Management buyouts sker såsom namnet signalerar oftast på initiativ av den nuvarande ledningen. Denna presenterar en plan för en extern (oftast passiv) investerare och får i utbyte för sitt initiativ och arbete erhålla en del i bolaget. Den ursprungliga ägaren finns ibland kvar som minoritetsägare.²²

Denna typ av transaktion sker oftast i små och medelstora bolag då det är svårt för en ledning att attrahera tillräckligt med kapital för att ta sig an de riktigt stora organisationerna. Det finns dock exempel på motsatsen och exempelvis så var det nära att ett av historiens mest uppmärksammade utköp skedde i denna form. Utköpet av RJR Nabisco i början på 80-talet initierades ursprungligen av ledningen och dess VD F. Ross Johnsson men kom i slutändan att genomföras av KKR som efter en spektakulär budgivning vann affären.

Management buyins

I management buyins finns en form av fientlig natur i och med att upplägget innebär att det investerande bolaget går in och ersätter nuvarande management team med ett nytt.

²¹ Ibid (2008)

²² Ibid (2008)

D.v.s. även om den ursprungliga ägaren inte motsätter sig affären tyder upplägget på att det finns ett visst motstånd hos den nuvarande ledningen. Det kan dock vara så enkelt att det investerande bolaget helt enkelt anser sig ha tillgång till ett bättre management team och därför vill använda sig av detta.²³

Management buyins ställer högre krav på due diligence processen då nytt management även innebär att bolaget förlorar mycket historisk kunskap och expertis. Därför sägs generellt att denna form av utköp innebär och större risk än något av ovanstående alternativ.

Om EQT

EQT startades 1994 av Investor AB tillsammans med SEB och AEA för att sköta sfärens investeringar inom Private Equity.²⁴ VD från början och till dags datum är Conni Jonsson som innan EQT startades bl.a. hade jobbat 7 år inom Investor AB med Corporate Finance, M&A och Equity Research.²⁵

Idag drivs verksamheten genom bolaget EQT Partners BV vilket till 69% kontrolleras av EQT Partners AB medan övriga delen ägs av Investor Holding AB. På grund av bolagets historia finns mycket starka band mellan EQT Partners och Investor men EQT drivs strategiskt, finansiellt och operationellt oberoende.²⁶

EQT Partners har idag mer än 160 anställda i över tio länder. Bolaget har kontor i Köpenhamn, Frankfurt, Helsingfors, Hong Kong, München, New York, Shanghai och Stockholm.²⁷ Från starten 1994 fram till dags datum har EQT Partners samlat ihop över 11 miljarder EUR varav ca 6 miljarder EUR investerats i över 60 olika bolag²⁸. Bolagets verksamhet finns idag uppdelad i tre olika affärsområden:

²³ Ibid (2008)

²⁴ www.investorab.com/sv/OmInvestor/Investors_historia_kort/19942004.htm

²⁵ www.eqt.se/en/Organisation/Board-Organisation-and-management/Conni-Jonsson/

²⁶ www.eqt.se/en/Organisation/Ownership-Structure/

²⁷ www.eqt.se/en/About-EQT/

²⁸ www.eqt.se/en/About-EQT/

EQT Equity

Fonder som strävar efter att investera i högkvalitativa, marknadsledande mellanstora tillväxtbolag inom Europa och China.²⁹

EQT Expansion Capital

Fonder som tillhandahåller olika former av finansieringslösningar för bland annat LBO's genomförda av andra PE bolag, uppköp av strategiska investerare, expansionskapital eller omstrukturerings finansiering.³⁰

EQT Opportunity

Fonder med fokus på "turn-around" investeringar hos bolag med en sund grundläggande affärsmodell som dock kräver specifika åtgärder för att skapa värdetillväxt.³¹

²⁹ www.eqt.se/en/Organisation/Governance/

³⁰ www.eqt.se/en/Organisation/Governance/

³¹ www.eqt.se/en/Organisation/Governance/

Teoretisk referensram

Det här är en abduktiv studie med en induktiv lutning. Det betyder att vi har gått ut i verkligheten och undersökt ett fenomen för att sedan se vilka generella slutsatser som kan dras. Därför har analysen av empirin fått avgöra vilka teorier som skulle komma att användas. Den initiala analysen av empirin har identifierat vissa potentiellt värdeskapande faktorer och sedan har befintlig teori på området använts för att genomföra den slutgiltiga analysen av empirimaterialet. Den teori som med denna motivering har valts ut beskrivs närmare i detta kapitel.



Koncernchefsperspektivet

Aktieägarvärde (shareholder value) och aktieägarstyrning (corporate governance) är två begrepp som förekommer allt flitigare inom litteratur och daglig verksamhet hos företag. Betydelsen av dessa två områden har fått ett starkt ökat genomslag under de senaste två decennierna.

Bengt Brodin, Leif Lundkvist, Sven-Erik Sjöstrand och Lars Östman är dock alla av åsikten att dessa faktorer fått ett allt för stor uppmärksamhet vilket i förlängningen riskerar att leda till negativa konsekvenser för de påverkade bolagen. Författarna till boken "Koncernchefen och ägarna" vill istället introducera det så kallade "koncernchefsperspektivet" och medverka till ett mer nyanserat synsätt.

Författarna är noga med att påpeka att de i grunden inte är negativt inställda till någon av företelserna aktieägarvärde eller aktieägarstyrning men vill ändå betona vikten av ett balanserat förhållningsätt. Inget perspektiv får tolkas allt för snävt utan nyckeln till

framgång ligger i att lyckas balansera det spektrum av olika intressen som finns representerade i ett företag. Brodin et al bygger sitt resonemang dels kring den erfarenhet de byggt upp under lång delaktighet i det svenska näringslivet i kombination med en studie bestående av djupgående intervjuer med ett 15-tal koncernchefer inom svenskt näringsliv.

En ny ägarrrationalitet

Brodin et al (2000) pekar på många olika faktorer som gjort att ägarperspektivet fått ökat inflytande under de senaste två decennierna. Det finns ingen isolerad och avgörande faktor som kan sägas ligga till grund utan förändringen beror på en rad olika aspekter där det är svårt att bedöma vilken som varit mest avgörande. Generellt sett så har kapitalmarknaden genomgått och stor omvälvning och nya typer av finansiella instrument har tillkommit. Samtidigt har det skapats en stor grupp av nya aktörer i form av kapitalförvaltare vilka kan sägas ha andra mål än traditionella ägare. Den sist nämnda gruppen kan sägas ha som mål att utveckla verksamheten de är aktiva i, medan portföljförvaltarna enbart är intresserade av att få avkastning på sin investering. Om detta sker genom verksamhetsutveckling eller finansiell förändring är för portföljförvaltarna mindre viktigt.³²

Sammantaget menar författarna att ovanstående utveckling lett till en förändrad roll för koncernchefen. Allt mer tid läggs ner för att kommunicera med ägare och styrelse. Det ökade kravet på positiv utveckling av aktiekursen gör även att man riskerar kortsiktigt beteende. Kvartalsfokuseringen riskerar att stoppa bolagen från långsiktigt korrekta och verksamhetsutvecklande beslut då dessa riskerar att försämra den kortsiktiga avkastningen för aktieägarna.³³

Värdekedjor och styrprocesser

Kring ett företag finns två typer av värdekedjor och styrprocesser, vertikala och horisontella. I den vertikala, besitter ägarna den yttersta makten, antingen direkt och individuellt (synligt) alternativt indirekt genom en organisation eller företrädare. Alla

³² Brodin et al., (2000), s. 6-10

³³ Ibid s. 10-11

typer av ägare ställer krav och de tillsätter styrelsen för att tillgodose samtliga ägares intressen. Styrelsen tillsätter i sin tur en VD som tillsätter ledande befattningar och så vidare. Genom denna vertikala hierarki finns sedan en kedja av anspråk och förväntningar i form av utveckling av verksamheter och i slutändan ekonomiskt utfall vilket i slutändan mynnar ut i avkastningskravet på aktier.

Den horisontella värdekedjan består istället av relationen mellan de olika delarna i företagets förädlingsprocess, d.v.s. FoU, inköp, produktion, distribution etc. Alla dessa olika delar kräver att kapital låses in och binds i den dagliga verksamheten. Denna realitet kan på ett sätt sägas stå i strid med det kortsiktiga avkastningskravet från ägarna men är samtidigt nyckeln till att utveckla verksamheten och skapa värde på lång sikt.³⁴

Bland ägarna finns sedan olika former av rationaliteter. I det traditionella familjeföretaget är ägaren oftast djupt engagerad i bolaget och möjlig avkastning vägs mot finansiell risk och den horisont som ägaren finner passande. Är bolaget publikt uppstår dock ett ökat behov av kapitalrationalitet, det blir helt enkelt nödvändigt att generera ett överskott som tillgodoser marknadens krav och kompenserar för den finansiella risken.³⁵

Många ägare håller sig på distans (framförallt via börsen) medan andra vill vara med och utveckla verksamheten. Brodin et al kategoriserar dessa olika typer av ägare i form av ”verksamhetsutvecklande” eller ”allokerande” ägare. Den senare fokuserar mest kring framtagande av dolda värden och köp eller försäljning av olika delar av verksamheter, medan den tidigare är mer inriktad på att långsiktigt delta i utvecklingen av företagets verksamhet. Ur ett koncernchefsperspektiv är ägare som är delaktiga i bolagets utveckling att föredra.³⁶

Tydlighet, uthållighet och långsiktighet

Många av de deltagande koncerncheferna i studien talar om behovet av tydliga och långsiktiga ägare, vilket behövs för att bygga uthålliga strukturer och processer. Flera nämner även renodlat finansiella ägare bidrar mycket litet till bolagets utveckling. Här finns dock ingen enkel regel utan det faktiska situation kan samtidigt bero mycket på

³⁴ Ibid s. 17-19

³⁵ Ibid s. 20

³⁶ Ibid s. 28-29

personliga egenskaper hos de inblandande aktörerna. En finansiell ägare kan ha en mycket engagerad representant och vice versa.³⁷

Formellt kontra reellt ägarinflytande

Den formella relationen mellan ägare, styrelse och ledning är på ett sätt legalt reglerad och även interaktionen mellan dessa olika delar är till viss del reglerad. I praktiken varierar dock det faktiska förhållningssättet beroende på tid och även vilken inställning de inblandade parterna har till sin uppgift. En del ägare och styrelserepresentanter väljer ett relativt passivt förhållningssätt även om det idag finns en trend om att dessa representanter skall hålla sig ”aktiva”.³⁸

Mycket av det faktiska inflytandet utövas dock i informella sammanhang. Kontakter mellan de inblandande individerna kan ske utanför de reglerade sammanhangen och avgörande för utgången är i många fall personkemin. Gällande relationen mellan ägare och företag nämns personligheten hos styrelseordföranden som speciellt betydelsefull då denne person sätter agendan både under och utanför möten och dialoger. Speciellt gällande känsliga strategi- och företroendefrågor bedöms makten över dessa ”osynliga” arenor som avgörande.³⁹

De ställföreträdande ägarna

Vissa bolag ägs av en enskild person, andra av familjer. Allt vanligare idag är dock att ett bolag ägs av ett annat bolag, exempelvis en fondförvaltare eller ett investmentbolag. Dessa företag har i sin tur en ägarskara men representeras i sina investeringar av ställföreträdande ägare. I denna grupp går det även att räkna in den grupp analytiker, rådgivare och journalister som alla engagerar sig i ett bolags utveckling. Denna grupp av ägare är framförallt intresserad av de finansiella aspekterna och även av spekulation kring större strategiska förändringar.⁴⁰

³⁷ Ibid s. 31-33

³⁸ Ibid s. 36-38

³⁹ Ibid s. 43-44

⁴⁰ Ibid s. 53-55

Ur ett koncernchefsperspektiv är synen på institutioner såsom fondbolag, pensionsfonder och aktiefonder mycket skeptisk. De flesta anser av de intervjuade individerna anser att dessa tillfört mycket litet ägaransvar. Det nämns dock att vissa av dessa institutioner ”odlat stall” av före detta VD:ar som förstår rörelser och som på ett positivt sätt kan bidra i styrelsesammanhang.⁴¹

Övriga ställföreträdande ägare anses fylla en funktion men det framförs även som problem att många idag ägnar över hälften av sin tid åt att hantera ägarfrågor i form av analytikermöten, träffar med journalister, aktiemarknadsrelaterad information etc. Omfattningen av detta åtagande anses skadligt då det tar bort mycket av koncernchefens tid, energi och kompetens från den egentliga verksamheten.⁴²

En förändrad koncernchefsroll

På grund av de förändringar som skett i form av mer ”aktiva” ägare och ägarrepresentanter är bilden bland de intervjuade att inflytandet för koncernchefen har minskat, även om de beskriver förändringen i med olika ord. Vissa vill inte använda en så pass dramatisk beskrivning men konsensus blir ändå att rollen förändrats.⁴³

De utökade kraven på att hantera så kallade ägarfrågor gör även att det i princip är omöjligt för en koncernchef att på allvar engagera sig i den operativa verksamheten längre ner i organisationen, även om det ibland skulle behövas. Koncernchefen tvingas förlita sig till det decentraliserade styrsättet och det enda egentliga verktyget som finns tillgängligt är att byta ut de ansvariga individerna.⁴⁴

Den kontinuerliga utvärderingen från aktiemarknaden bidrar enligt många även till kortsiktighet. Det finns många sätt att på kort sikt förbättra sitt resultat och få aktiemarknadens godkännande, exempelvis genom att skjuta upp investeringar och ovilja att satsa på saker med lång återbetalningstid. Samtidigt behöver inte alltid saker som är rätt kortsiktigt vara i motsats till långsiktighet. Men dessa kortsiktiga lösningar drivs massmedialt ofta av aktörer som kanske inte alltid har bolaget långsiktiga bästa för

⁴¹ Ibid s. 56-57

⁴² Ibid s. 57-58

⁴³ Ibid s. 61-62

⁴⁴ Ibid s. 62-63

ögonen utan istället sina egna personliga mål. På dessa marknader är dessa ofta satta till mycket närliggande marknadsutveckling.⁴⁵

Skepsis och oro

Skepsis och oro beskrivs som den sammanfattande inställningen hos de intervjuade koncerncheferna gällande de förändringar som uppstått i koncernchefens vardag. Naturligtvis är det inte en helt enhällig inställning i alla frågor men den sammanfattande kärnan beskrivs i följande stycke:

*Det är visserligen bra med ökad ägarstyrning men det har gått för långt. Den egentliga innebörden i "shareholder value" är oklar men trots detta har begreppet kommit att fungera som ett verkningsfullt riktmärke. Fokuseringen på snabbt synbara värden och det värdeskapande som märks "just nu" har blivit för stor. Fokuseringen på finansiella värden och bonussystem har också blivit för stor. Det räknas för mycket i avgränsade finansiella hänseenden. Alltför få tar ansvar för långsiktigt hållbara strukturer. Renodling mot "kärnaffärer" har gått för långt.*⁴⁶

Allokering och styrning av tillgångar

Achim Berg konstaterar i sin avhandling "What is strategy for Buyout Associations"⁴⁷ att ett PE bolag måste organisera och kontrollera både "tangible resources" och "intangible resources" i sina portföljbolag:

- *Tangible resources* kan även beskrivas såsom ett företags finansiella och fysiska tillgångar vilka återfinns i balansräkningen. Exempel på detta är skulder, eget kapital, maskiner, byggnader etc.
- *Intangible resources* är de icke finansiella och icke fysiska tillgångar som finns inom en organisation och kan delas in i tre kategorier: skills, assets with legal context, assets without legal context. Exempel kan vara erfarenhet, värderingar, licenser, rykte.

⁴⁵ Ibid s. 64-65

⁴⁶ Ibid s. 67

⁴⁷ Berg & Gottschalg, (2005), s.82, 54-57

Första steget är enligt Berg att identifiera vilka tillgångar som finns inom organisationerna och därefter gäller det att allokera och styra dessa på bästa möjliga sätt. Detta görs genom att rätt ledare finns på rätt plats i kombination med bra styrmedel.

Allt eftersom PE utköp blivit vanligare så har även antalet managers som är beredda att ställa upp på en ”management buyin” eller ”buyout” ökat. Samtidigt har även antalet managers med tidigare erfarenhet av liknande upplägg stigit.⁴⁸ Problemet är dock fortfarande att det oftast är mycket svårt att hitta en matchning mellan de uppgifter och kvalifikationer som krävs på management nivå och de kandidater som finns tillgängliga på marknaden. Denna verklighet har lett till att många PE bolag sitter på nätverk av managementkandidater som tidigare bevisat sin duglighet inom detta område. Dessa individer tenderar PE-bolagen att återanvända i sina olika projekt.⁴⁹

Ett av de viktigaste sätten för att skapa värde i sina investeringar för PE-bolagen är nämligen att kapa operationell ineffektivitet menar Berg & Gottschalg. Många bolag har en värderingsmässig rabatt på grund av organisatorisk ineffektivitet. Genom att byta ut ett icke fungerande management team med en bättre ledning så kan PE bolagen tillgodogöra sig värdeökningen av förändringen.⁵⁰

Horisont

Den horisont som PE bolag arbetar med varierar från fall till fall. Medellängden är 5-6 år med det är heller inte ovanligt att vissa projekt säljs redan under eller strax efter det första året. Utfallet beror dock mycket av vilken typ av inriktning PE bolaget i fråga har på sina investeringar. Bolag som framförallt fokuserar på finansiell optimering kan generellt sägas ha en mycket kortare horisont än de bolag vars fokus mer ligger inom operationell optimering och strategi.⁵¹

Dessutom påverkas horisonten mycket påtagligt av vilka exitalternativ som finns tillgängliga. Det har exempelvis rapporterats att den genomsnittliga tiden förlängts under

⁴⁸ Berg & Gottschalg (2005), s.34

⁴⁹ Ibid s. 34

⁵⁰ Ibid s.22

⁵¹ Ibid s.93

senare år på grund av svårigheter att genomföra börsintroduktioner och att få till stånd övertagande av industriella aktörer.⁵²

Renodling

”Corporate refocusing” eller renodling är en av de orsaker som ofta brukar nämnas som en mycket bidragande faktor över varför PE bolag, vars anställda ofta inte har speciellt mycket operationell erfarenhet bland de verksamheter de investerar i, lyckas bättre med att förvalta företag än ägare som funnits med i många år. Paul A. Butler anger sex skäl till varför PE bolag lyckas bättre än traditionella investerare:

1. *De skapar mest värde genom att förbättra bolagens verksamhet*

I de flesta fall sitter bolagen på sina investeringar under flera års tid och under denna period jobbar man aktivt med att förbättra värdet. Studier som gjort inom detta område visar att omkring två tredjedelar av värdet skapats under själva perioden och en tredjedel i anslutning till själva transaktionen.

2. *De är tuffa men dedikerade*

Den allmänna bilden är att många PE bolag gör vad som helst för att tjäna några kronor, men samtidigt visar forskning att bolagen måste vara både hårdare och mer effektiva än vanliga investerare för att generera ett kassaflöde som kan finansiera räntekostnader m.m. Då bolagen ofta är relativt distanserade från verksamheten är det även lättare att ställa hårda krav på kostnadssänkningar i form av avskedningar och nedläggning av ej vinstgivande verksamheter.

3. *De söker tillväxt*

PE bolag vill inte bara ha värdetillväxt från sina investeringar, de söker även aktivt tillväxt. Orsaken är naturligtvis att priset vid en börsintroduktion eller försäljning mycket starkt påverkas av om bolagen kan visa upp en lång period av stark tillväxt i kombination med goda framtidsutsikter.

⁵² Samdani (2001) (från Berg, s.93)

4. *De är tålmodiga med sina investeringar*

Den allmänna bilden att att PE bolag klär upp sina projekt så snabbt som möjligt, vanligtvis inom fem år från det att man valt att investera i ett bolag. Butler hänvisar dock till en undersökning som gjorts angående uppköp inom kemi industrin i USA vilken visar att av de ca 200 transaktioner som skett sedan början av 80-talet har endast en tredjedel sålts vidare inom fem år.

5. *De är strålande förhandlare*

Forskning visar att finansiella köpare i snitt betalade mindre för sina investeringar under 90-talet jämfört med industriella köpare. Butler tror att orsakerna är flera, bl a att finansiella köpare generellt undersöker ett stort antal objekt innan de bestämmer sig för att investera. De har därför en mer krass inställning till bolagens verksamhet och kan jämföra med andra aktörer inom samma bransch. Den andra orsaken Butler nämner är att industriella köpare ofta överskattar de synergier som skall skapas genom uppköpen vilket får dem att bjuda högre, men med felaktiga kalkyler. Finansiella köpare är dessutom oftast inte prestigemässigt eller känslomässigt bundna till sina objekt vilket får dem att hålla tillbaka sina budnivåer.

Bolagsstyrning

Bolagsstyrning kan delas in i två huvudkategorier: formell och informell.⁵⁴ Den formella styrningen sker på officiella styrelsemöten eller bolagsstämmor, den informella styrningen sker mellan dessa styrelsemöten och sker då ofta mellan ett mindre antal personer. De informella möten är vanligtvis avslappnade och spontana vilket tenderar att skapa en mer öppen och kreativ dialog. Ofta sker de verkliga styrelsebesluten på informella möten där t.ex. VD och styrelseordförande bestämmer vad som ska föreslås till beslut på styrelsemötet. Det formella styrelsemötet blir då enbart en träff där man tar det officiella beslutet för formalitetens skull.⁵⁵

⁵⁴ Huse, Morten (2007), s. 141

⁵⁵ Ibid, sid 142

Frekvens på den informella styrningen

Mark Macus gjorde en studie på åtta små eller medelstora amerikanska företag för att undersöka vikten av kommunikation inom och mellan styrelse och ledning. Han fann att i vissa företag förekom knappt någon kommunikation mellan styrelse och ledning och i de företag som kategoriserades som snabbväxande bolag förekom den mest frekventa kommunikationen. Han fastslår att i de bolag där kommunikation mellan styrelse och ledning är mest frekvent och ofiltrerad har styrelsemedlemmarna också bäst uppsikt över bolaget och dessutom kan bolagets ledning dra nytta av styrelsens expertis och kontaktnät.⁵⁶

Principal agent-problemet

Företag kan styras av ägare alternativt av en företagsledning som, mot kompensation från ägarna, styr företaget för ägarnas räkning. De flesta företag leds numera av professionella företagsledare som kompenseras genom fast lön, prestationsbaserad lön eller en kombination av de två. Om ägarnas intresse inte helt sammanfaller med ledningens, vilket i stort sett aldrig förekommer (om inte ledningen är stora delägare), uppstår principal agent-problemet⁵⁷. Detta problem består i att om ägarnas intresse inte sammanfaller med ledningens intresse finns det risk för att ledningen inte alltid agerar i ägarnas intresse utan istället i sitt eget.

Ledningen kan alltså på bekostnad av företagets ägare skaffa sig privata vinster, finansiella eller icke-finansiella sådana genom att utnyttja sin unika maktställning. Dessa privata vinster kan t.ex. vara prestige över att kontrollera en stor budget, uppblåsta löner/bonusar eller andra privata förmåner som t ex attraktiva kontorslokaler eller nepotism (att tilldela vänner/släktingar tjänster eller förmåner). Man brukar benämna alla dessa problem med den engelska termen ”moral hazard”. Problemet förvärras när det föreligger informationsasymmetri mellan ägarna och ledarna, dvs. att ledarna har privat information som inte ägarna besitter.

⁵⁶ Ibid, s. 145

⁵⁷ Fenomenet om separation av ägande och ledning beskrevs första gången av Berle och Means (1932)

Traditionellt har två lösningar på principal agent-problemet använts. En av dessa är att försöka sammanföra ägarnas intresse med ledningens dito. Detta görs ofta via t ex bonusprogram eller att ledningen köper eller tilldelas ägarandelar och/eller optioner i företaget de styr. Det andra sättet att motverka problemet är att kontrollera hur ledningen faktiskt sköter sig, d.v.s. att ägarna genom styrelsen, eller på egen hand, kontrollerar hur och vad ledningen spenderar företagets resurser på. Styrelsen är också involverad i styrningen av bolaget när det gäller större frågor som ledningen inte har juridisk och/eller professionell kompetens att ta beslut i själva. Övervakningsproblemet förvärras av att ledningskontroll i ett företag är en publik vara, d.v.s. att det, som enskild aktieägare, är lätt att undvika denna kostnad genom att förlita sig på att någon annan tar den istället.

Styrelsemedlemmars motivation

Som vi utrett ovan är en av styrelsens roller att övervaka ledningen så att den inte överskrider sina befogenheter eller slösar med företagets resurser. I sin bok *Boards, Governance and Value Creation* argumenterar Morten Huse dock för att denna uppgift försvåras något pga. av att styrelsemedlemmar har incitament att inte ifrågasätta VD:s eller övriga ledningens förhållanden.⁵⁸ För att överkomma denna naturliga drift krävs att motincitament föreligger hos styrelsemedlemmarna. Dessa incitament kan bl.a. vara: monetära, icke-monetära, ansvarskänsla, viljan att uppfylla en professionell standard eller viljan att behålla ett gott rykte.⁵⁹ De icke-monetära incitamenten kan vara väl så goda incitament som de monetära incitamentsprogram som finns.

Ändå avlönas styrelsemedlemmar ofta för sitt arbete och ansvar med ett fast arvode. Dock är detta en metod som ej rekommenderas av Huse. Han anser att en hög fast lön visserligen kan vara ett bra incitament för att attrahera eftertraktade styrelsemedlemmar men det är dock en desto sämre metod för att se till så att styrelsemedlemmar faktiskt utför något arbete i styrelsen.⁶⁰ Traditionellt sett har denna fasta lön varit relativt låg i syfte att styrelsemedlemmarna inte ska bli alltför beroende av styrelselönen. Istället argumenterar Huse för att delägarskap är en utmärkt form av kompensation för styrelsemedlemmar. Han menar att styrelsemedlemmars delägarskap i bolaget skapar en

⁵⁸ Huse, Morten (2007), s. 77

⁵⁹ Ibid, s. 81

⁶⁰ Ibid, s. 79

utmärkt incitamentsutjämning för delägare och styrelsen, dvs. att incitamenten för styrelsemedlemmen likställs med övriga ägares incitament.⁶¹

Private Equity-företag och agent-problemet

För att sammanföra ägares och lednings intresse används ofta strategin att ge optioner, konvertibler eller aktier till företagsledningen i samband med att private equity-bolagen köper upp portföljbolaget.⁶²

En studie⁶³ fann att Private equity-företagen är mer kapabla att hantera agent-problemet p.g.a. att de är så frekvent involverade i transaktioner vilket ger dem större förmåga att övervaka portföljbolagen än vad andra ägare har.

Private Equity och nätverk/kunskapsöverföring

Är private equity kunnigare ägare än andra? Om man skulle fråga de som har den minsta kunskap om private equity-branschen skulle de troligen säga att receptet bakom branschens framgång är finansiellt trolleri med balansräkningen och att det är den finansiella expertisen som är avgörande. Det finns teoretiker som t ex Singh (1990)⁶⁴ som hävdar att en del av värdeskapandet kommer ifrån en ökad skuldsättningsgrad vilket ökar de avdragsgilla räntebetalningarna och därmed förbättrar resultatet. Skuldsättningen hävdas av många också öka ledningens arbetsdisciplin därför att höga återbetalningskrav kräver positivt cash flow.⁶⁵ Även andra forskare hävdar att PE-bolag är överlägsna när det gäller att hjälpa till med optimal kapitalstruktur, t ex Kaufman et al. (1993). Denna hjälp med rent finansiella frågor, dvs. balansräkningen, kan förklara en del av värdeskapandet. Den är dock långt ifrån att ge hela bilden.

Kunskapsöverföring eller mentorskap sker på många andra områden än enbart inom det finansiella. Baker et al. (1989) finner att private equity-bolagens ofta rika nätverk och

⁶¹ Ibid, s. 78

⁶² Enligt en studie som genomfördes på uppköp under 1986-1989 av Phan och Hill (1995) ökade ledningens ägarandel markant efter uppköp.

⁶³ Deangelo et al (1984)

⁶⁴ Singh, Harbir, (1990)

⁶⁵ Jensen (1986)

egen operationella och strategiska kunskap är hjälpsam i både daglig verksamhet såväl som i mer strategiska diskussioner och beslut. Vidare är begreppet mentoring/parenting⁶⁶ något som kommer portföljbolagen till stor nytta. Med det menas att PB gynnas av att tillhöra PE-företaget genom följande effekter:⁶⁷

Återskapande av den intraprenöriella ådran

Många gånger har utvecklingen inom PF stagnerat innan de övertas av ett PE-bolag. Det kan t.ex. bero på att bolaget ej fått tillräckliga resurser från den tidigare ägaren eller att klimatet i bolaget generellt har varit relativt riskavert. Lösningen på problemet blir ofta att den nya (eller gamla om den sitter kvar) ledningen ges större frihet och resurser att genomföra sina intraprenöriella idéer med. Många studier visar enligt Berg och Gottschalg att den intraprenöriella aktiviteten i ett portföljbolag ökar kraftigt efter övertagandet av PE-bolaget.⁶⁸

Rådgivning och möjliggörande

Berg och Gottschalg hävdar att en stor fördel av att tillhöra ett PE-bolag är den hjälp som PB kan dra av den i många fall raka och obyråkratiska interaktion som sker mellan PB-ledningen och personal på PE-bolaget. Man menar att PE-bolagets personal tenderar att vara närmare bolaget, och därmed mer kunnig om det, än vad t.ex. ett moderbolags ledning ofta är. I stort argumenterar Berg och Gottschalg för att PE-bolagets expertis i dagliga operationella frågor såväl som inom ämnen som strategi, marknadskunskap och andra externa faktorer är ett stort värdeskapande bidrag för PF efter att ett övertagande är genomfört. Även det vida nätverk som PE-bolagen besitter har funnits bidra i den värdeskapande processen hos portföljbolaget.⁶⁹

⁶⁶ Berg & Gottschalg, (2005)

⁶⁷ Ibid, (2005)

⁶⁸ Ibid, (2005)

⁶⁹ Ibid, (2005)

Empiri

I detta kapitel redogörs för fallet Bewators alla skeenden. Dessutom beskrivs EQT:s generella strategi vid portföljbolagsinvesteringar. Fallet Bewator beskrivs i kronologisk ordning och EQT:s generella strategi redogörs för där den passar in i det skeendet.



Historien bakom Bewator

Bewators historia startar för drygt 30 år sedan med fastighetsägaren Björn Wallander. Denne brottades med problemet att hans trappuppgång blivit hemvist för en rad objudna gäster. Han installerade då ett lås på porten men då uppstod istället nya problem. Hyresgäster tappade bort nycklar och brevbärare samt fastighetsskötare var tvungna att bära runt på stora nyckelknippor som både tog plats och kunde försvinna. Wallander började fundera på om det inte kunde finnas en smartare lösning och på så vis föddes idén till kodlåset. Bewator blev med tiden ett av de ledande företagen inom det område som idag kallas ”access security”.⁷⁰

1978 köptes Bewator av Incentive Development som ägdes av Wallenbergsfären. Bolaget ägdes fram till dess till 50% av Björn Wallander, 25% Industrivärden och resterande 25% ägdes av den övriga ledningen. 1992 skedde nästa ägarbyte, denna gång var det den engelska investmentbanken Charter House Bank som slog samman Bewator AB med ett antal liknande systerbolag, ett av dem Getinge. Den nya gruppen gavs namnet Metric

⁷⁰ Siemens/Bewator, (2008)

Group och hade vid den tiden en omsättning på 1,2 Mdr kr. 1995 köpte Rune Andersson och Carl Bennet bolaget tillsammans. Dock redan två år senare gick Rune Andersson och Carl Bennet skilda vägar vilket betydde att Getinge knoppades av från Metric Group och gavs till Bennet medan Bewator och resten av gruppen gick till Mellby Gård AB, Rune Anderssons då- och nuvarande holdingbolag.

Från 1997 till EQT:s köp av Bewator 2002 ägde Mellby Gård 80%, Bo Kastensson 10% och övriga ledningen ägde tillsammans de resterande 10%. Fram till 2002 fokuserade Mellby Gård på säkerhetsdelen av Metric Group varför man 1999 sålde av handelsbolagen (Metric-gruppen) till den holländska koncernen Geveke. Det nya moderbolaget fick namnet Bewator AB och ett antal kompletterande förvärv gjordes på säkerhetssidan. Det enda bolag som ej direkt var knutet till säkerhet *per se* var det fristående men högst lönsamma parkeringsbolaget Cale Access.⁷¹

EQT tar över rodret i december 2002

EQT:s övertagande av Bewator i december 2002 tar sin början med att Mellby Gård AB under 2002 annonserar att man nu vill sälja bolaget. Man hittar initialt dock ingen lämplig köpare varför Rune Andersson beslutar att även i fortsättningen vara storägare i företaget. VD och delägare Bo Kastensson ville dock annorlunda och agerar för en försäljning genom att kontakta ett antal PE-bolag för att diskutera en ev. MBO. Conni Jonsson från EQT nappar på idén och en förvärvsdiskussion inleds. Jonsson hade sedan tidigare känt till Bewator p.g.a. att ett av EQT:s andra bolag (TAC) tidigare hade övervägt att lägga ett bud på Bewator men tillslut avstått av olika skäl.

Efter att EQT kommer in på banan sänker Mellby Gård AB sitt pris på Bewator med kravet att man får behålla 27-30 % av Bewators aktier. Innan något köpbeslut tas görs dock en sedvanlig due diligence på det begärda priset, men EQT kommer fram till att priset är rimligt vilket betyder att affären är i hamn. Egentligen var Bewator i investeringsvolym lite för litet för EQT men detta löstes med att man lät den mindre fonden EQT Finland köpa bolaget.

⁷¹ Intervju med Bo Kastensson 2008

Nätverk med seniora industrialister

Tack vare kopplingen till Investor-sfären och även tidigare genomförda projekt finns ett stort nätverk av vad som beskrivs som ”seniora industrialister”. Detta nätverk beskrivs idag som en av hörnpelarna i EQT:s Corporate Governance-strategi.

Nätverket används i flera olika dimensioner. Inledningsvis är dessa seniora personer kontaktnät och även dörröppnare in i potentiella portföljbolag. Eftersom att dessa industrialister i de flesta fall är mycket välkända inom näringslivet bidrar de även till att skapa legitimitet för EQT som aktör. Beroende på bransch och inriktning på portföljbolaget försöker EQT på ett mycket tidigt stadium utse en passande grupp som får medverka i analysen på det potentiella uppköpet och i de flesta fall även utgöra tänkta styrelserepresentanter. Bolaget brukar till och med definiera en ”ordförande-to-be” ifall att uppköpet skulle igenom.⁷²

I styrelsesammansättningen finns alltid minst en representant från EQT (oftast den ansvarige partnern) men majoriteten skall enligt bolagets strategi alltid bestå av dessa industrialister. Detsamma gäller för ordförandeposten. För trots den starka kopplingen till EQT är bolaget noga med att påpeka att industrialisterna inte på något sett är kontrakterade utan i grunden ses de som oberoende. Speciellt angående ordföranderollen ses detta oberoende som väsentligt. Även om individerna ingår i EQT:s nätverk finns inget formellt förhållande utöver de enskilda projekten och personerna i fråga är även fria att ha andra engagemang vid sidan om (även om EQT helst ser att det inte gäller konkurrerande verksamhet).⁷³

Motivationen för de seniora industrialisterna är tvåfaldig och består dels i möjligheten att få investera sina egna pengar i bra projekt. Vanligtvis fördelas detta incitament jämnt mellan de olika industrialisterna där dock den tilltänkte ordföranden får en större andel med hänsyn till det utökade engagemang som förväntas. Historiskt sett har dessa investeringar visat sig vara mycket lyckosamma för de inblandade parterna. Den andra

⁷² Intervju med Stefan Glevén 2008

⁷³ Intervju med Stefan Glevén 2008

delen i motivationen ligger i möjligheten och nöjet i att få använda sina tidigare erfarenheter och att få syssla med bolags- och industribygge.⁷⁴

Nätverkets sammansättning redovisas i stora drag på EQT:s hemsida även om det också finns andra personer. Listan kan sägas vara en "who's who" bland Wallenberg-sfärens tidigare och nuvarande direktörer och innehåller bland annat Michael Treschow (f.d. VD för Atlas Copco och Electrolux, Nuvarande SO i Ericsson), Claes Dahlbäck (f.d. VD och SO i Investor) och Percy Barnevik (f.d. VD Astra-Zeneca, fd. SO Investor). Det finns även en rad internationella namn som huvudsakligen härstammar från tidigare genomförda affärer. Listan redovisas som en bilaga till den här uppsatsen.

Bewators nya ledning och styrelsekomposition

När EQT tog över i december 2002 tillsatte man från sitt kontaktnät av seniora industrialister Lars Wallberg och Gunnar Palme till den nykomponerade styrelsen.⁷⁵ Bägge dessa hade ingen direkt erfarenhet av säkerhetsbranschen men desto större gedigen erfarenhet från andra delar av svenskt näringsliv och enligt Stefan Glevén väldigt goda generella färdigheter i företagsledning. Resterande styrelsemedlemmar blev Fredrik Åtting (ansvarig partner på EQT), Anders Bülow (representant för Mellby Gård) och Nils Forsberg (suppleant från EQT). Gunnar Palme blev den nya styrelsens ordförande. På frågan vad som motiverade Palme att bli ny styrelseordförande i Bewator svarar han: "Visserligen var möjligheten att få investera kapital en bidragande faktor men den största anledningen var dock att få vara med och skapa värde och att förändra ett bolag till det bättre".

Under det första året föreslog ledningen två CFOs som dock båda blev nekade av EQT. Tillslut kunde dock alla enas om att tillsätta posten internt till Charlotte Holmlund. Enligt Kastensson är det CFO-posten som EQT hade störst påverkan på. Holmlunds kontaktpersoner på EQT var Nils Forsberg men blev senare Stefan Glevén.

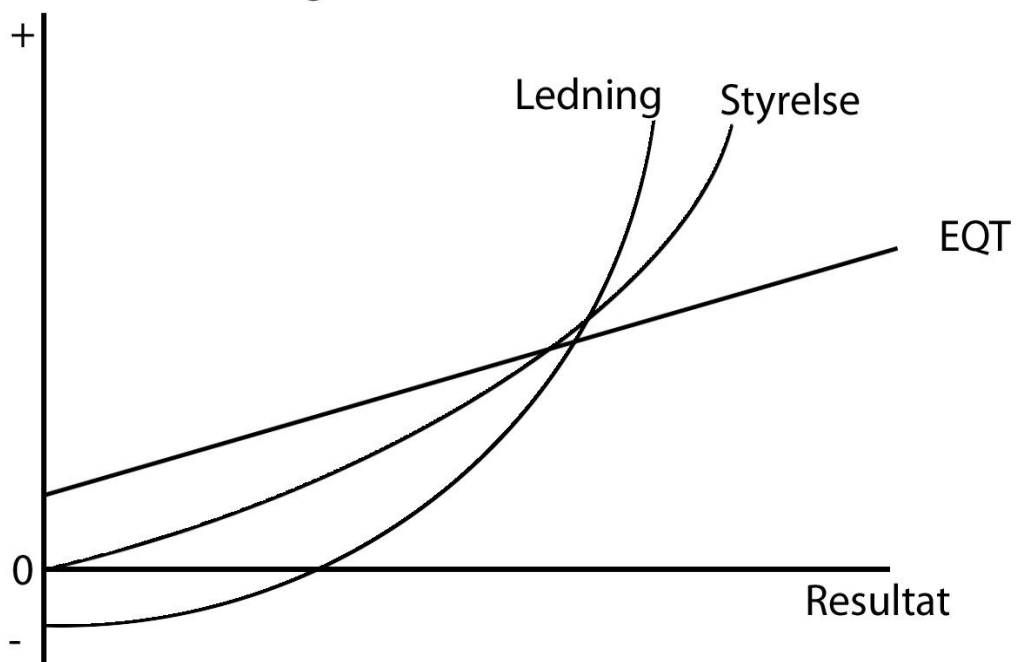
⁷⁴ Intervju med Stefan Glevén 2008

⁷⁵ Se bilaga 1 "Industrialisterna"

EQT:s incitamentsprogram – Management Participation Program

Som alltid när EQT genomför en investering tillämpar man strategin att ledning och styrelse går in som delägare i bolaget tillsammans med EQT. På detta vis får man enligt Glevén rätt typ av "alignment of interest". MP-programmet består av ett särskilt paket konstruerat som en mix av aktier, optioner och konvertibler som leder till en ungefärlig utväxling som visas i nedanstående graf:

Individuell avkastning



Källa: Intervju med Stefan Glevén

Grafen visar ledningens och styrelsens personliga vinster (individuell avkastning) på y-axeln och försäljningspris minus inköpspris av portföljbolaget på x-axeln. Styrelsens utväxling av affären är svagt konkav medan ledningens utväxling är ännu mer beroende av ett bra försäljningspris av PF. Detta betyder alltså att fram till en viss punkt (ungefär mellan den punkt där ledningens kurva skär x-axeln och den punkt där ledningen skär EQT:s linje) vilken ungefär symboliserar ett förväntat normalresultat ligger både ledning och styrelse under EQT i avkastning på kapital uttryckt i procent. Däremot när resultatet går över förväntat får de snabbt en mycket högre utväxling än EQT.

På frågan hur mycket varje person måste investera, svarar Glevén: ”Det bör vara en signifikant nivå (läs stor andel av det privata kapitalet) för varje person.” Vidare säger Glevén att ”Det är svårt att hitta exakt rätt nivå, men gör vi en bra affär så skall management göra en ännu bättre affär.” ”Så skapar man ett sunt incitament” Glevén motiverar detta program med att ”Människor är väldigt rationella med den egna plånboken.”

Stefan Glevén tycker att den kanske största skillnaden på EQT:s program och de program som börsbolagens ledningar brukar få är att EQT:s PF:s ledning inte bara har uppsida utan faktiskt också kan förlora en signifikant summa om värdetillväxten skulle bli lägre än förväntat. Om detta inträffar är det inte helt ovanligt att någon eller några i ledningen ”lämnar bolaget” (läs uppmanas att gå). Då kan MP-programmets nivåer bytas ut mot nya för att den nya ledningen skall ha samma utgångspunkt som den förra hade. ”Man måste hela tiden hålla ögon på detta”. Om någon i ledningen byts ut så köps deras insats tillbaka enligt förutbestämda regler.

I fallet Bewator täckte MP-programmet hela 40 personer vilket enligt Stefan Glevén är en större andel av ledningen än normalt.

Närmaste tiden efter ägarbytet

Bo Kastensson tyckte att Bewator hade förlorat mycket värdefull tid innan EQT:s övertagande. Enligt Kastensson hade ingen av de tidigare ägarna riktigt insett den stora potentialen som fanns med Bewator. Kastensson hade tidigare velat slå ihop bolaget med liknande bolag i Europa för att kunna få ut synergibesparingar på produktutvecklingssidan. Dessa möjliga förvärvsbolag hade dock redan blivit uppköpta av andra aktörer varför Kastensson såg det enda kvarvarande alternativet: att förvärva liknande säkerhetsbolag i Norden. Kastensson hade identifierat ett antal jämnstora aktörer i Finland och Danmark. Hans plan var att paketera samman dessa med Bewator för att skapa ett stort nordiskt säkerhetsbolag. Då skulle de i sin tur bli attraktiva som uppköpskandidat bl. a. för att de skulle ha en mycket attraktiv produktlinje.

Rune Andersson ville dock fortsätta med en försiktig strategi för att kunna plocka ut framtida vinstutbetalningar.⁷⁶ Kastenssons och Anderssons planer stod i kontrast med varandra när EQT skulle dra upp riktlinjerna för strategin den kommande tiden. Rune Andersson fick tillslut ge med sig och EQT godtog utan större invändningar Kastenssons plan. Man tog in extern expertis från konsultfirman Bain & Company för att ta fram en lista över tänkta uppköpskandidater. Denna lista kom senare att användas som en bruttolista över förvärvsobjekt. En Value Creation (VC) plan togs fram där målet blev att bilda en stor nordisk säkerhetsgrupp. Mycket av det arbetet sköttes av Nils Forsberg på EQT som också hade varit inblandad i DD:n som föregick uppköpet i dec 2002. Efter att VC-planen hade spikats sattes styrelsen in i arbetet att följa upp planen.

De första månaderna gick det en aning trögt med att implementera planen. Dock förekom mycket strategiska diskussioner mellan styrelseordförande Gunnar Palme och VD Bo Kastensson. De hyrde också in en konsult från England som hjälpte dem med att dra upp de nya strategiska riktmålen.

Nya strategiska diskussioner

Gunnar Palme hade från sin långa industrierfarenhet fått insikten att varje sunt (produkt)företag bör satsa på att förstå sina slutkunder. Bewator hade hittills förlitat sig mycket på att sälja sina produkter genom sitt stora nätverk av små återförsäljare (6000 st. runt hela landet). Palme menade att Bewator själva måste leta upp de större byggprojekten och tillgodose deras behov av accessäkerhetsprodukter direkt, istället för att enbart förlita sig på de kontrakterade återförsäljarna. Man funderade ett tag på att förvärva en systemintegratör men den planen lades senare på is eftersom att man ansåg att man inte skulle vinna något på vertikal integration då man skulle riskera att konkurrera ut sina egna kunder. Istället bestämde man att i Norden bygga upp en säljkår som skulle lokalisera större projekt och sedan leverera dem till de systemintegratörer man redan jobbade med.

I början av 2003 kom en smärre lågkonjunktur varför det genast blev svårare att prognostisera framtiden. Trots detta fick Palmes idéer gehör hos Kastensson, efter att

⁷⁶ Gunnar Palme 2008

Åtting även varit inne på idén, och man fann ett sätt att fokusera på slutkund utan att konkurrera med installatörerna.⁷⁷ I oktober 2003 kom man tillbaka till styrelsen med en uppdaterad affärsplan som innehöll Palmes idéer om större slutkundsfokusering.

Bewator som bolag omdefinieras över en lunch

Samtidigt som diskussionen slutkund kontra återförsäljare fördes, kom en helt ny diskussion upp, främst på Palmes initiativ. Bewator hade planer på att förvärva ett litet ”källarföretag” som tillverkade kodlås med en omsättning om ca 10 miljoner. I samma skede tog en avgörande lunch plats mellan styrelseordf. Gunnar Palme, VD Bo Kastensson och, försäljningschefen i Sverige, Bo Kulane. Där bestämdes att istället för att konkurrera med dessa små produktbolag, som ”källarbolaget” var, skulle man ge sig på att konkurrera med de större säkerhetsbolagen, t ex Securitas. Den tjänst, som bolag som Securitas utförde med väktare och hund, skulle Bewator istället utföra med modern teknik, t.ex. kodlås/kortdragare och videoövervakning. Bokstavligt talat hade man därmed över en lunch omdefinierat Bewator som bolag.

Med denna delvis nya verksamhetsinriktning hade nya marknadssegment kommit in i bilden och man följde även upp detta med profilering mot dessa segment. Ett exempel på denna omprofilering bestod av helsidesannonser i Dagens Industri föreställandes en ”gammal väktare med en trött hund i kopplet”⁷⁸. Det underliggande budskapet var tänkt att förmedla att Bewator var ett nytt fräscht bolag som använde modern teknik i säkerhetsarbetet istället för att, som Securitas var mer känt för, använda väktare för att utföra samma arbete.

Försäljning av Cale Access

Det av Bewator helägda bolaget Cale var i början av 2000-talet ett bolag som bl.a. tillverkade och sålde parkeringsautomater. Bolaget hade ingått i Bewator ända från

⁷⁷ Man löste detta med att man fick loss kundregister från de största installatörerna som man sedan bearbetade för att sälja mer avancerade produkter till. Försäljningen av de mindre komplicerade produkterna lät man även i fortsättningen installatörerna stå för.

⁷⁸ Intervju med Gunnar Palme

Metricgruppens uppdelning 1997 och hade hela tiden genererat stora positiva kassaflöden till moderbolaget Bewator AB. Omsättningen låg på ett par hundra miljoner och EBITDA på ett tiotal miljoner. Men nu ville EQT sälja Cale med motiveringen att det i dagsläget ej fanns någon uppenbar koppling mellan Cale och Bewators verksamheter. Därför fanns det ej heller några uppenbara synergieffekter som rättfärdigade en fortsatt sammanhållning av de två bolagen.

När styrelsens beslut att sälja Cale nådde Mellby Gårds ägare Rune Andersson beslöt han sig för att komma med ett erbjudande. Detta ansågs dock av övriga styrelsen vara för lågt varför man anlidade en investmentbank med uppdraget att förbereda en försäljning och hitta en potentiell köpare. Tillslut höjde ändå Rune Andersson sitt bud och en försäljning av Cale till Mellby Gård blev verklighet. Den stora vinst som Bewator därmed realiserade användes bl.a. till att omstrukturera verksamheter i England, i syfte att spara pengar.⁷⁹ Man använde också en del av köpeskillingen till att lösa en del banklån.

Förvärv

Bewator gjorde totalt fyra förvärv under tiden för EQT:s ägande. Alla våra respondenter hävdar att Kastensson var en stor drivkraft bakom dessa förvärv. Från EQT:s sida säger man att det alltid går till väga på det viset, d.v.s. att ledningen får relativt fria händer att identifiera lämpliga uppköpskandidater och sedan presentera dessa för styrelsen som sedan slutgiltigt bestämmer. Dessa förvärv var:

Metric (Norge)

Ett Metric-ägt distributionsbolag för Bewators produkter i Norge, Finland och Danmark.

Aptus AB

Ett produktbolag i Göteborg som bl.a. tillverkade bokningssystem för tvättstugor.

Antech A/S (Danmark)

Ett bolag i Danmark som bl.a. sålde videoövervakningsprodukter.

Flexim OY (Finland)

Ett finländskt bolag som tillverkade och sålde passersystem och som kompletterade Bewator i Finland.

⁷⁹ Man kapade ca 40 miljoner av kostnader på årsbasis i England.

Formell styrning

EQT-ägda portföljbolag styrs formellt av den, ofta redan innan utköpet är klart, färdigkomponerade styrelsen. Denna styrelse skall alltid bestå av en majoritet av seniora industrialister från EQT:s nätverk. Ordförande skall vara en av dessa industrialister. Stefan Glevén hävdar att det är mycket viktigt att industrialisterna är oberoende av EQT, d.v.s. att de inte är anställda av EQT. Styrelsens formella uppgifter är bl.a. att vara inbegripen i strategiska beslut samt förvärvs- och försäljningsdiskussioner. Styrelsen har också den formella makten att avsätta VD:n och andra nyckelpersoner i ledningen, t ex CFO.

EQT genomför kontinuerlig kontroll av styrelse och ledning. Varje månad skickar ledningen en månadsrapport till samtliga berörda på EQT för att uppdatera om aktuella händelser. Var tredje månad genomför EQT en mer noggrann kontroll av ledningen.

Informell styrning

På EQT är ett internt ”dealteam” sammansatt som är med från hela processens från början till dess slut. AP har det övergripande ansvaret och sedan plockas ett team ihop av denne. Man sätter upp en aquisition plan som förväntas följas hela vägen till exit av bolaget. Enligt Glevén jobbar dessa team i en väldigt platt hierarki. ”Vi jobbar i team runt AP, ingen större hierarki”. ”Det finns dock en del rutiner som skall följas.” Dessa dealteam skickar ut en lägesrapport om PF till hela EQT-systemet varje månad.

Enligt Stefan Glevén är nivån på den informella styrningen inom bolag ägda av EQT väldigt olika från fall till fall. Dock sker mycket informell kommunikationen mellan styrelseordförande, VD:n och EQT:s ansvarig partner (AP). Denna trio kallar Glevén för ”Trojkan”. Glevén hävdar att ”i vissa bolag har styrelseordförande kontakt med VD varje dag, i andra sker det mer sällan”. Mycket av kontakten mellan styrelse och ledning handlar om strategiska beslut men också ibland om mer vardagliga operationella frågor.

Kontakten mellan EQT och portföljbolagens ledning bygger dock oftare på finansiell expertis. Mycket av denna kommunikation sker mellan dealteamet på EQT och CFO:n i

portföljbolaget. Personer på Associate-nivån på EQT hjälper CFO:n med bl.a. incitamentsprogram, finansiering och månads- och kvartalsrapporter. ”Det är väldigt mycket interaktion där” enligt Stefan Glevén. ”Man sitter inte med CFO:n och bollar med siffror men att vara hands-on är viktigt”.⁸⁰

Kastensson hade månatliga möten med Fredrik Åtting. Gunnar Palme hade däremot mer frekvent kontakt med Kastensson. Vissa dagar skedde bara ett enkelt telefonsamtal där Palme ville informera sig om vad som skulle ske under dagen. Under andra perioder skedde en mer strategisk diskussion, t.ex. under första året under tiden för arbetet av den uppdaterade affärsplanen.

Exit

Siemens hade sedan tidigare visat intresse att köpa ett bolag i säkerhetsbranschen. Dock hade de flesta bolag jämnstora med Bewator av olika skäl redan försvunnit från marknaden under början av 2000-talet. Man gick då till EQT för att höra efter om Bewator var uppe till försäljning. Siemens var ute efter ett verksamhetsfokuserat bolag i säkerhetsbranschen med en bred produktportfölj och ett stort återförsäljarnät. Detta var precis vad Bewator var i slutet av 2005. Ändå valde ledningen och EQT att presentera Bewator som ”work in progress” för Siemens. Man tänkte i led med att ”vi är inte klara med omstruktureringen, men vill Siemens betala fullpris i förtid så låt dem”⁸¹. Sagt som gjort så gav man Siemens ett pris i storleksordningen av det som man hade förväntat sig att få ut efter omstruktureringen av bolaget var klar. Efter att Siemens fått tillgång till Bewators böcker och gjort den sedvanliga DD:n accepterades budet den 31:a november och EQT lämnade över nycklarna till Siemens den 5:e december 2005.

⁸⁰ Intervju med Stefan Glevén (2008)

⁸¹ Ibid (2008)

Analys

I detta kapitel analyseras empirin för att försöka svara på studiens forskningsfråga. Den valda teoretiska referensramen används för att analysera empirin. Analysen har gått till på följande sätt: Initialt har författarna identifierat potentiellt värdeskapande faktorer genom att gå igenom empirin. Sedan har en grundlig genomgång av befintlig teori inom dessa områden gjorts (t.ex. agent principal-problemet). De faktorer som enligt befintlig teori har bekräftats vara värdeskapande har sedan inkluderats i denna uppsats. De slutsatser som fastslås sammanfattas sedan i kapitlets slutdiskussion.



Klara mål, tydlig horisont och tålamod

En av de tydligaste missuppfattningarna vi själva hade inför detta arbete var inställningen att Private Equity bolag var en kortsiktig ägare och att denna strategi var något som hade en stark påverkan på hur verksamheterna drevs. Under våra intervjuer framkom dock en något annorlunda bild som vi anser vara en starkt bidragande faktor till varför många PE investeringar blir lyckosamma. Bland annat gjorde Gunnar Palme jämförelsen mellan den resultathorisont som EQT jobbar med jämfört med vad som oftast syns på börsen.

Börsnoterade bolag lever idag med en tydlig kvartalsfokusering vilket enligt kritikerna riskerar att få bolagen att tappa fokus på den långsiktiga utvecklingen. Bland annat har Ericssons VD Carl-Henric Svanberg uttalat sig mycket skeptiskt till utvecklingen. Förutom den stora arbetsinsats som krävs för att producera rapporterna menar belackarna även att systemet leder till kortsiktigt tänkande. Istället för att jobba mot långsiktiga mål tvingas företagsledningen till snävt tänkande för att inte riskera att nästa

rapport inte motsvarar marknadens förväntningar.⁸² Detta är också ett orosmoment som beskrivs i ”Koncernchefen och ägarna”.

Som kontrast till börsbolagens kvartalsfokusering jobbar PE bolag generellt med en horisont omkring 5-7 år. Inom denna tidsperiod vill investerarna att portföljbolaget skall nå de mål som specificeras projektets Value Creation-Plan men innebyggt i strategin finns även förståelse för de medel som krävs för att nå målet. Vad detta innebär i praktiken är att det finns en förståelse för att ta stora och obekväma beslut som kanske kortsiktigt leder till sämre resultat men som långsiktigt ger positiva effekter. Detta är en tydlig skillnad från den kvartalsfokusering som börsbolagen lever med, där kritikerna menar att företagen avstår från att ta långsiktigt vinnande beslut på grund av de kortsiktigt effekter detta skulle få på resultat- och börsutveckling.

I fallet med Bewator blir detta extra tydligt just därför att EQT stod som ägare under en relativt kort tid. I den publika information som finns tillgänglig kring affären framkom att både omsättningsmässigt och resultatmässigt fanns igen större skillnad på bolaget vid köpet och försäljningen. Vi var därför inledningsvis skeptiska till om affären verkligen varit lyckosam. Men även om mycket förändring genomfördes under tiden så var det mesta av detta långsiktiga förändringar som inte hann få genomslag på siffrorna. Det som framkommit under våra intervjuer visar dock att detta var helt enligt plan och vad man gjorde var att bygga en organisation som skulle stå stark några år framåt.

Vi anser att det förhållningssätt med vilket EQT planerade Bewators utveckling på ett mycket bra sätt överensstämmer med teorin som förs fram i det så kallade koncernchefsperspektivet. För det första är EQT en verksamhetsutvecklande ägare som mycket tydligt går in och försöker skapa tillväxt i sina investeringar. Samtidigt är EQT tydliga med när dessa förväntningar skall vara uppfyllda vilket i det aktuella fallet gjorde att bolagets ledning kände förtroende att satsa på långsiktigt vinnande beslut och strategier. Även om de i det korta perspektivet inte hade speciellt positiv inverkan. Exempelvis kan nämnas den omdefiniering av bolaget som gjordes, vilket visserligen i princip bestämdes över en lunch. Men att genomföra en sådan process i praktiken är naturligtvis något som både tar lång tid och kostar pengar.

⁸² Dagens Nyheter 2007-10-18

Det finns även flera andra områden där EQT:s styrning påminner om koncernchefsperspektivet. Här kan nämnas att bolaget tillhandahåller den ”pool” av seniora industrialister som bidrar med verksamhetskunnande och att bolaget fick kapital som kunde investeras i den horisontella värdekedjan (bland annat efter försäljningen av Cale Access). Sen var Bewator visserligen inte börsnoterat då EQT tog över som ägare så den verklighet där hälften av tiden läggs på att prata med ställföreträdande ägare vilken beskrivs i ”koncernchefen och ägarna” är på ett sätt inte applicerbar. Samtidigt är det viktigt att konstatera att eftersom endast ett fåtal ägare var inblandade, kunde VD Bo Kastensson lägga nästan all sin tid på organisationen och bolagets utvecklande.

Sammantaget gör detta att vi på många områden tycker oss se den balans mellan aktieägarvärde, aktieägarstyrning och koncernchefsperspektivet som Brodin et al efterlyser i *Koncernchefen och ägarna*. Vi anser även att denna balans varit en avgörande nyckel till framgången och således en värdeskapande faktor i fallet.

Konsten att länka ägarnas och ledningens intresse

Som vi har sett i modern företagsledning, är ett stort problem separationen mellan ägande och ledning, vilket ger upphov till det så kallade agent-principal problemet. Två lösningar finns på detta problem, övervakning och koordinering av ägares och lednings intressen. Det senare problemet löses oftast med ett incitamentsprogram.

EQT kallar sitt incitamentsprogram (som man tillämpar i portföljbolagen) för *Management Participation Program* (MPP). Programmet går ut på att ledning och styrelse skall vara ekonomiskt intresserade av att företaget går bra d.v.s. att värdetillväxten i bolaget blir så hög som möjligt. Med EQT:s MP-program sammanfaller ägarnas vinstintresse med ledningens och de ”oberoende industrialisterna” i styrelsens dito. Som Stefan Glevén uttrycker det: ”Människor är väldigt rationella med den egna plånboken.”

Även många börsbolag har någon form av incitamentsstruktur för ledningen, dock finns några markanta skillnader mellan de mer traditionella incitamentsprogrammen och de som används av PE-bolag. I EQT:s portföljbolag är det obligatoriskt för ledning och styrelsemedlemmar att investera en relativt stor andel av sitt personliga kapital i bolaget.

Tillsammans med det faktum att portföljbolagen i stort sett alltid är tungt belånade, och därmed riskerar att sättas i konkurs vid dåliga tider, skapar detta en extremt riskfylld investering för styrelse och ledning. Dessutom låses detta kapital tills det att en försäljning sker av portföljbolaget då utfallet av försäljningsresultatet bestämmer exakt hur mycket MPP-medlemmen får tillbaka av sitt investerade kapital. I vissa börsbolag är styrelsemedlemmar och ledning visserligen också delägare men skillnaden är ofta storleken på det investerade kapitalet. Också det faktum att det är betydligt enklare för en delägare i ett börsbolag att sälja sin andel inom en relativt kort tidshorisont, något som ej är möjligt i ett PE-ägt portföljbolag, är en stor skillnad.

I många börsbolag är också incitamentsprogrammen en del av den kompensation som ledning får för sitt arbete och således förlorar dessa individer inga stora summor om bolaget skulle gå sämre än förväntat, något som dock kan ske i PE-ägda portföljbolag. (se graf på s. 41). Ytterligare ett viktigt attribut på styrelseincitamenten i EQT:s styrelser verkar vara att de så kallade ”Industrialisterna” har ytterligare incitament än enbart monetära sådana. Palme uttryckte det som att det viktigaste för honom var inte att tjäna pengar utan att ”skapa värde och nyttig förändring.”

Skillnaden mellan de bonusavtal som många börsbolag använder, dvs. en grundlön plus en viss andel av den årliga vinsten, och EQT:s MP-program är som tidigare nämnt att ledningen här är med på den eventuella nedsida som bolaget kan hamna i. D.v.s. om bolaget går sämre än förväntat kan ledningen förlora en del av sina investerade pengar. Detta får som en ytterligare följd att ledningen i EQT:s portföljbolag blir mindre intresserade av att ta överdrivna risker då de i negativt utfall riskerar att förlora en signifikant del av sitt investerade kapital. I mer traditionella bonusprogram finns det ingen eller väldigt liten nedsida för medlemmarna av bonusprogrammet. Större svängningar i aktiekursen ger större chans till ett godartat bonusprogram. I ett sådant bolag kan det således finnas ett osunt intresse från ledningens sida att ta överdrivna risker för att på det sättet öka chansen att värdet på bonusprogrammet blir så stort som möjligt.

I korthet kan man säga att EQT:s MP-program skiljer sig från publika bolags incitamentsprogram på minst fem sätt:

1. Nivån på den investering som görs av styrelse och ledning är i de flesta fall många gånger större än i normala incitamentsprogram.
2. Medlemskap och investering i detta program är obligatorisk såväl för Industrialisterna som för ledningen.
3. Private Equity-ägda portföljbolag är i stort sett alltid tungt belånade vilket ökar risken för konkurs och därmed förlust av stora delar av det investerade kapitalet.
4. Vid noll värdetillväxt i portföljbolaget gör ledningen, tills skillnad från i normala fall, ändå en förlust på sitt investerade kapital.
5. Kapitalet är bundet den tidsperiod det tar att stöpa om portföljbolaget och att sedan få till en försäljning.

MP-programmet uppfyller även ytterligare en viktig uppgift. När EQT gör sitt avgörande investeringsbeslut undersöker man ledningens investeringsvilja. Detta görs på grund av två orsaker. Dels för att testa ledningen på hur säkra de är på att bolaget är ett bra köp och dels för att testa ledningen hur villiga de är att stanna kvar i bolaget efter ett eventuellt utköp. Har en medlem av ledningen och MP-programmet väl belånat sommarstugan och köpet är genomfört är det betydligt svårare att lämna företaget för ett eventuellt bättre karriärerbjudande.

MP-programmets tre värdeskapande effekter

Det torde alltså vara klarlagt att MP-programmet har minst tre viktiga värdeskapande effekter. Den första effekten och den mest uppenbara är att ägarnas, styrelsens och ledningens intresse sammanfaller med varandra vilket därmed uppfyller en av lösningarna på agent principal-problemet. Den andra värdeskapande effekten är den signalering som ges i hur potentiellt lyckosam utköpet egentligen kan tänkas vara. Signaleringen uppstår ur ledningens villighet, eller ovillighet, att investera sitt eget kapital i företaget och föreligger därför att ledningen i det tilltänkta portföljbolaget kan tänkas ha privat information om bolaget innan en eventuell investering är i hamn. Den tredje värdeskapande effekten är att när ledningen väl har investerat sitt privata kapital i portföljbolaget har en viss inlåsnings effekt uppstått, då det genast blir betydligt svårare för ledningen att lämna bolaget och få ut sina investerade pengar.

Den informella styrningen av portföljbolagen

- *Nytt och koncentrerat ägande skapar aktivitet och professionalitet*

Under tiden vi undersökt fallet Bewator har vi upptäckt att EQT eller styrelsen i högsta grad varit involverad av den dagliga driften av bolaget. På basis av detta tycks det som att det finns ett antal fundamentala skillnader mellan EQT:s bolagsstyrning och mer traditionell sådan. Skillnaderna uppkommer genom väldigt koncentrerat ägande och består i den informella styrningen av bolaget, dvs. styrning som inte sker direkt på styrelsemöten.

Trojkan

Den första kategorin av dessa skillnader är den övergripande strategiska diskussion som kontinuerligt fördes inom den så kallade trojkan, d.v.s. mellan VD, styrelseordförande och ansvarig partner på EQT. Det unika med trojkan är tvåfaldig. Dels var interaktionen extremt frekvent, särskilt den diskussion som fördes mellan Gunnar Palme och Bo Kastensson. Dels var den ovanlig på det sätt att alla tre parter i trojkan hade samma drivkraft eller motivation, alla tre var direkt eller indirekt delägare i bolaget och därmed intresserade av att värdetillväxten i Bewator blev så stor som möjlig.

I denna trojka fanns Fredrik Åtting, ansvarig partner på EQT. Åtting hade tillgång till ett dealteam hopsatt av honom ur EQT:s interna resurser. Via detta dealteam och via sin högt uppsatta position i EQT hade Åtting ett extremt brett nätverk av resurser att konsultera när behovet förelåg för Bewator. Gunnar Palme i sin tur hade också ett brett nätverk, mångårig erfarenhet från svenskt Näringsliv och ”mycket goda generella managementkunskaper”. Dessa hjälpmedel kom till nytta för Bo Kastensson via den frekventa dialog som fördes inom trojkan, särskilt under utarbetandet av den uppdaterade affärsplanen och under omprofileringen av Bewator.

Denna frekventa ”hands on”-metod bidrar på två sätt till värdeskapande. För det första blir denna trojka en utmärkt kanal för att övervaka vad som sker i portföljbolaget. Genom att både ansvarig partner på EQT och styrelseordföranden intresserar sig för den dagliga driften av portföljbolaget och pga. att alla tre personer i trojkan har samma motivation minskar möjligheten för tjänstemannastyre av bolaget. Detta informella

styrelseskick blir alltså ytterligare en lösning på övervakningsproblemet inom principal agent-problemet.⁸³

Den andra värdeskapande effekten av trojkan är den ansvarige partners (Fredrik Åtting) och styrelseordförandes (Gunnar Palme) insikter och strategiska kunskap som på ett effektivt sätt förmedlades genom denna frekventa interaktion. Som Macus har funnit har en sådan frekvent informell dialog mellan VD och styrelsemedlemmar en värdeskapande effekt genom att ett friare informationsutbyte gör det lättare för styrelsen att hålla sig insatt i bolagets förhållanden och på det sättet får ledningen större tillgång till styrelsens kunskap och professionella nätverk.

Storskalighet inom finansiell expertis

Den andra av dessa skillnader i bolagsstyrningen är att ägaren (i det här fallet EQT) har varit ytterst inbegripen i den finansiella biten av styrningen av portföljbolaget. I fallet Bewator har man bl.a. hjälpt till med att värdera tänkta uppköpsbolag. Något som man i egenskap av att vara ett bolag som lever på att värdera och rekvirera bolag givetvis har tillräcklig expertis i. En annan kategori som man bistått CFO Charlotte Holmlund med har varit kontakter med banker angående upplåning. Detta område är av naturliga skäl ännu ett område som EQT i egenskap av att vara ett PE-bolag excellerar i. EQT har goda förbindelser med många banker där man tidigare gjort upplåning som en del av andra portföljbolags finansiering. Holmlund upplevde att EQT hade förmåga att inte bara få tillgång till stora krediter men också till bra förmåner. Holmlund upplevde att denna hjälp var det som EQT kunde hjälpa Bewator med mest.

EQT innehar alltså finansiell expertis som man sedan bistår sina portföljbolag med utan någon kostnad för bolaget. Man fungerar i praktiken som en finansiell konsultfirma med den skillnaden att EQT har så bra insyn i portföljbolaget att man kan tänka sig att de i många fall ger bättre konsultation än vad traditionella konsultfirmor skulle kunna göra. Detta sätt att centrera finansiell expertis inom EQT och att sedan portionera ut den vid behov till sina portföljbolag möjliggör i praktiken en storskalighetsfördel i relation till ett

⁸³ Den andra lösningen på principal-agent-problemet, d.v.s. att sammanföra parternas intresse, löstes effektivt genom likriktning av incitament som en följd av MP-programmet.

fristående bolag med mindre professionella ägare. Detta ser vi som en starkt bidragande faktor till värdeskapande.

Övervakning

Under tiden för EQT:s ägande av Bewator skickade ledningen varje månad en rapport till EQT innehållande uppdatering av vad som skett under den gångna månaden. Var tredje månad gjordes en mer grundlig genomgång av dels vad som skett i Bewator men också en genomgång av ledning och styrelse. Denna genomgång skedde i syfte att upptäcka eventuella samarbetsproblem mellan individer inbördes i ledningen och styrelsen men också för att undersöka samarbetsvilligheten mellan ledning och styrelse. Denna genomgång av hur bolaget styrs med rapporter ser vi som ett försök att på ytterligare ett sätt reducera agent principal-problemet. Genom att ”övervaka” med rapporter på detta sätt minskar man chansen att Bewators styrelse eller ledning agerar i egen sak istället för i Bewators dito.

Intraprenörskap

Ytterligare en värdeskapande faktor vi har sett tillkomma efter EQT:s övertagande av Bewator var att den förlorade intraprenöriella ådra som en gång fanns i bolaget återkom. Kastensson uttryckte det som att ingen tidigare ägare, inklusive den senaste (dvs. Mellby Gård AB), hade sett den stora potential som fanns i Bewator. Fram till försäljningen till EQT och en bit efteråt var Mellby Gård försiktig med att tillföra nya resurser och att därmed potentiellt infria den potential som Kastensson ansåg fanns för Bewator. Kastensson fick med EQT som ägare mycket friare händer att göra vad han ville, inklusive att förvärva bolag och därmed stöpa om bolaget i rätt riktning.

Hur väl överensstämmer resultaten med teori på området?

Våra resultat att den så kallade trojkan skulle vara en värdeskapande faktor stämmer väl med t ex Baker et al. (1989) som hävdar att PE-företagens nätverk och egen expertis kan bidra med hjälp i strategiska beslut men också i mer vardaglig miljö. Vår slutsats att trojkan skulle kunna spela en övervakande roll stöds av t ex De Angelo et al. (1984) som hävdar att PE-företaget innehar exceptionell kunskap att övervaka portföljbolag p.g.a. att

de genomför numerära övertaganden årligen. I det här fallet skulle det alltså betyda att Fredrik Åtting, i egenskap av att ha varit ansvarig partner i flera tidigare portföljbolag skulle ha skaffat sig en överlägsen förmåga att ”övervaka” styrelse, VD och övrig ledning. En ytterligare tanke skulle kunna vara att effekten förstärks genom att det är troligt att ”de övervakade” känner till detta.

Även vår slutsats att EQT:s förmåga att förhandla med kreditinstitut om lånevillkor och lånekvantiteter ser ut att ha stöd i den befintliga teorin på området. T.ex. Frankfurter (1992) hävdar att så är fallet p.g.a. att PE-bolag i allmänhet är frekventa låntagare med rykte om sig att alltid uppfylla sin del av kontraktet. Bankerna har således starka skäl att erbjuda bra villkor därför att de vill ha PE-företaget som återkommande kund. Dessutom existerar möjligheten till bra lånevillkor därför att PE-bolag är goda återbetalare.

Att alla rapporter som skickades från Bewator ut i systemet till EQT skulle vara en bra lösning på agent principal-problemet har visat sig finna stöd i nationalekonomisk agent principal-teori. Desto mer övervakad ledningen har skäl att uppleva sig desto mer benägen blir den att uppehålla sig från att spendera företagets resurser på sig själva, vänner eller familj alternativt att ta överdrivna risker som ej ligger i ägarnas (EQT:s) intresse. Det finns många som hävdar att stor del av problemen i den nuvarande finansiella krisen har uppkommit genom att investmentbankerna ej har varit tillräckligt genomlysta av dess ägare så att ledning och anställda därmed har haft möjligheten att ta alldeles för stora risker alternativt bemyndigat sig själva alltför stora löner eller bonusar. Med mer övervakning tycks EQT haft kontroll på Bewators ledning, oavsett om detta var syftet med rapporterna eller ej.

Slutligen ser vi att den existerande teorin på ämnet intraprenörskap⁸⁴ stödjer vår uppfattning att det faktum att Bewators ledning fick friare händer som i sin tur medförde en frigivning av den hämmade intraprenörskap och tillväxtlusta som länge hade grott men inte låtit blomma är en starkt potentiell värdeskapande faktor.

Fokus

Det hela kan låta som en managementklyscha men såsom framkommit tidigare i uppsatsen så lyckades bolagets ledning enligt egen utsago att tillsammans med EQT att i

⁸⁴ Berg Gottschalg, (2005)

princip skapa ett helt nytt bolag under den relativt korta tid man stod som ägare. Parkeringsdelen med "Cale Access" såldes av och en rad uppköp genomfördes inom området "access security". Detta gjorde att Bewator dels var ett mer renodlat och lättanalyserat uppköpsobjekt men även att bolagets verksamhet i högre utsträckning befann sig inom ett affärsområde med positiva framtidsutsikter.

I våra intervjuer har det dock framkommit fokusering vid försäljningstidpunkten fanns mer på pappret än i praktiken. Även om bolag med samma inriktning köpts in och sidoverksamheter sålts av återstod mycket arbete med att faktiskt integrera de olika verksamheterna och delarna. Men eftersom det var Siemens själva som återkom och ville köpa bolaget satt EQT och övriga ägare i en mycket god förhandlingsposition. Bolaget hävdar att man var tydliga med sin vision men även med att poängtera att hela projektet var ett så kallat "work-in-progress". Trots detta var bolaget till salu men detta byggde på att köparen var beredd att betala priset för det färdiga resultatet vilket också skedde.

Gällande denna utveckling går det att dra paralleller till Butlers teorier om varför PE bolag ofta lyckas bättre än traditionella investerare. Dels har EQT satsat på att utveckla bolagets verksamhet och i denna process har man aktivt förberett organisationen för tillväxt. De har även varit tålmodiga gällande hur snabbt investeringen skulle utvecklas (enligt plan), men när tillfället väl dök upp var bolaget även mycket starka förhandlare. Sammantaget gör detta att vi drar slutsatsen att EQT som ägare i sig varit en värdeskapande faktor i det aktuella fallet.

Timing

Ytterligare en aspekt som inte går att bortse från är den timing som EQT får sägas ha haft med detta projekt. Problemet med denna del i affären är dock att det är svårt att avgöra om dessa delar var en effekt av faktiska bedömningar eller mer ett tursamt sammanträffande. Det går dock inte att bortse från att det tidsmässiga utfallet av händelserna påverkats mycket positivt av den konjunkturmässiga utvecklingen i omvärlden samt konsolideringen och tillväxten på marknaden för säkerhetsprodukter.

Marknaden för säkerhetsprodukter och tjänster fick ett enormt uppsving i kölvattnet av terroristdåden den 11:e september 2001. Förutom en stark ökning av efterfrågan på

säkerhetspersonal skapade det fokus på säkerhetsfrågor som uppstod naturligtvis även ett ökat behov av produkter inom denna genre. Bewator med sin långa historik och erfarenhet inom detta område stod väl positionerat för att dra nytta av denna utveckling.

Denna boll var redan i rullning vid EQT:s övertagande och bidrog säkerligen starkt till att man från EQT:s sida bedömde framtidsutsikterna som goda. Däremot tyder avsaknaden av övriga intressenter på att de stora spelarna inom detta område vid tidpunkten ännu inte hunnit positionera sig för att dra nytta av förändringen.

En annan viktig aspekt var förstås den konjunkturmässiga utvecklingen som kom att påverka både tillväxt och värdering och som vi anser starkt bidrog till det positiva utfallet av affären. 2002 befann sig större delen av världen i en lågkonjunktur där ekonomin var kraftigt påverkad av sviterna efter ”dot-com” kraschen och de chockvågor som drog genom världen efter tidigare nämnda terrorist död året innan. Under tiden som EQT kom att stå som ägare utvecklades dock världsekonomin positivt och de flesta indikatorer pekade uppåt. Den värdering som gjordes då Siemens slutligen köpte Bewator påverkades naturligtvis extremt positivt av att tillväxtsiffrorna vid tidpunkten såg betydligt mer positiva ut än då EQT tog över bolaget.

Även det faktum att Siemens tog ett strategiskt beslut att bli en signifikant aktör på denna marknad var naturligtvis mycket avgörande. Hade så inte skett är det inte alls säkert att affären blivit lika lyckosam för de olika parterna då antalet potentiella industriella köpare trots allt är relativt begränsat. Denna utveckling är naturligtvis påverkad av olika omvärldsfaktorer såsom konjunktur och tillväxtpotential samtidigt som den även innehåller en mycket avgörande faktor som i princip är helt omöjlig att förutspå. Beslutet bygger i grunden på att viktiga beslutsfattare inom Siemens bestämde sig för att detta var ett intressant segment och att Bewator var en bra kandidat. Även om dessa beslut är påverkade av tidigare nämnda faktorer finns även en subjektiv faktor av hur dessa individer bedömde möjligheterna. Gällande utfallet går det dock att konstatera att besluten spelade EQT och övriga ägare i händerna.

Denna avslutande del är dock inget som tydligt framkommit under intervjuer men då vi suttit och analyserat processen och satt hela affären i perspektiv till utvecklingen i omvärlden kan vi konstatera att EQT:s timing varit sällsynt skicklig eller tursam

beroende på hur man väljer att tolka. Vi anser därför att det har varit en viktig och värdeskapande faktor även om det går att diskutera om den varit medveten eller omedveten.

Slutdiskussion

Med hjälp av en studie av ett investeringscase har vi i denna uppsats lyckats presentera ett antal faktorer som starkt bidrar till värdeskapande i PE-företags portföljbolag. Till skillnad från vad som verkar vara den rådande mediabilden, d v s att PE-bolag främst skapar värde med hjälp av ”finansiellt trolleri” med balansräkningen, har vi idag uppfattningen att de viktigaste faktorerna istället är sådana som påverkar den organiska tillväxten till mycket större grad än vi tidigare trott. Detta mål nås dels genom att ha ett längre perspektiv än den kvartalshysteri som råder i vissa börsnoterade bolag och dels genom att ha en bolagsstyrning som likriktar alla intressenters intressen och som främjar kommunikation och kunskaps- och nätverksutbyte. Denna insikt strider helt och hållet med den mediabild som ges av PE-bolags bolagsstyrning. Bilden av PE-bolag som kortsiktiga klippare och som värdeförstörare har i vår analys inte bara visat sig vara osann, Vi har t o m lyckats påvisa raka motsatsen , d v s att PE-bolags bolagsstyrningsmodell och investeringshorisont är långsiktig och i flera avseenden högst bidragande till värdeskapande.

Förslag till vidare forskning

Även om vi är relativt säkra på att våra slutsatser gäller för EQT och dess portföljbolag kan vi ej med fullständig säkerhet säga att så är fallet för hela branschen. För att kunna fastställa denna studies slutsatser som generella för hela Private Equity-branschen behövs därför fler fallstudier.

Vidare vore det intressant att undersöka huruvida det finns bolag, ej knutna till Private Equity, som arbetar med samma extrema incitamentsutjämning som vi har funnit vara vanlig i PE-branschen. Om så är fallet torde det belägga våra slutsatser ännu mer.

Referenser

Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994), *Tolkning & Reflektion*, Studentlitteratur, Lund.

Andersen, I. (1998), *Den uppenbara verkligheten – val av samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund.

Baker, George P. & Wruck, Karen H. (1989), Organizational Changes and Value Creation in Leverage Buy-outs: The Case of O.M Scott & Sons Company, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, no. 2, p. 163-190.

Barnard, C (1938), *The functions of the executive*, Harvard University Press, Cambridge.

Berg, A. & Gottschalg, O. (2005) Understanding Buyout Value Generation, *Journal of Restructuring Finance*, Vol. 2, No. 1, pp 1-29.

Berle, Adolf A. & Garnder C. Means (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York.

Brodin, Bengt, et al, (2000), *Koncernchefen och ägarna*, EFI & IFL, Stockholm.

Butler, Paul A., (2001), The McKinsey Quartely – ”*The Alchemy of LBO ’s*”,

DeAngelo, Harry & DeAngelo, Linda & Rice, Edward M. (1984), Going Private: Minority Freezeouts and Shareholder Wealth, *Journal of Law and Economics*, vol. 27 p. 367-401

Holme, I. M. & Solvang, B. K (1997), *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund.

Huse, Morten (2007), *Boards, Governance and Value Creation*, University Press, Cambridge.

Jensen, Michael C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, no. 2 (May): pp. 323-329.

Kaufman, Allen & Englander, Ernest (1993), KKR & Co. And the Restructuring of American Capitalism, *Business History Review*, vol. 67, no.1 (Spring), p. 52-97.

Merriam, S B (1994). *Fallstudien som forskningsmetod*. Studentlitteratur, Lund.

Singh, Harbir, (1990), Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering, *Strategic Management Journal*, vol. 11, special Issue, p.111.

Red. Sjöstrand et. al.(1999), *Osynlig företagsledning*, Studentlitteratur, Lund.

Sturmark, C. (2007), *Tro och vetande 2.0*, Bokförlaget Nya Doxa, Nora.

Yin, R.K. (2003), *Case Study Research – Design and Methods*, 3rd edition, Sage Publications, Thousand Oaks, California.

Elektroniska källor

Dagens Nyheter – Ericsson vill slippa kvartalsrapporter

<http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=705919>

Financial Times - 3i quits early-stage investments

http://www.ft.com/cms/s/0/b64a1578-f9c6-11dc-9b7c-000077b07658,dwp_uuid=d1245916-4f9c-11da-8b72-0000779e2340.html

SVCA – Svenska Riskkapitalföreningen (2008)

www.svca.se

EQT:s hemsida

www.eqt.se

Investor AB:s hemsida

www.investorab.com

Seimens AG:s hemsida

www.siemens.com

Muntliga källor

Glevén, Stefan – Associate, EQT, Stockholm 2008

Holmlund, Charlotte – CFO, Bewator, Stockholm 2008

Kastensson, Bo – VD, Bewator, Stockholm 2008

Palme, Gunnar – Styrelseordförande, Bewator, Stockholm 2008

Söderblom, Anna - Doktorand, Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm 2008

Wänelöf, Mikael – Marknadschef, Bewator, Stockholm 2008

Bilagor

Bilaga 1. Nätverket med EQT:s industrialister:

Ole Andersen	Denmark
Gunnar Asp	Sweden
Percy Barnevik, ex Astra Zeneca	Sweden
Erik Belfrage, SEB	Sweden
Ulf Berg	Switzerland
Bo Berggren, ex Stora	Sweden
Bengt Braun, Bonnier	Sweden
Gunnar Brock, Atlas Copco	Sweden
Rolf Classon	Sweden
Claes Dahlbäck, former Chairman and CEO of Investor	Sweden
Rolf Eckrodt, ex Mitsubishi Motors, ex DaimlerChrysler	Germany
Dr. Harald Einsmann, ex Procter & Gamble	Germany
John Evangelides, ex HSBC	England
Peter Fagerlös, ex Pohjola	Finland
Arne Frank	Sweden
Dr. Peter Grafoner, ex Linde	Germany
Christer Granskog	Finland
Gunnar Gremlin, ex SKF	Sweden
Bengt Halse	Sweden
Kurt Hellström	Sweden
Dr. Claus Dieter Hoffmann, ex Bosch Group	Germany
Torben V Holm	Denmark
Svend Holst-Nielsen, ex Unilever	Sweden
KohBoonHwee, Singapore Airlines	Greater China
Urban Jansson, ex Ratos	Sweden
Tuve Johannesson	Sweden
Hasse Johansson	Sweden
Staffan Josephson, ex Pharmacia	Sweden
Sven Kallstenius	Sweden
Sune Karlsson	Sweden
Hans-Peter Keitel, ex Hochtief	Germany
Karsten Knudsen	Denmark

Axhamre & Bergström - Långsiktighetens triumf

Steffen Kragh	Denmark
Adolf Kretzer, ex Electrolux	Germany
Thomas Kung, Atlas Copco China	Greater China
Lasse Kurkilahti	Finland
Timo Leinilä, ex Perlos	Finland
Robert Lewis, ex GE	USA
Mikael Lilius, Fortum	Finland
Dr. Claus Löwe, ex JP Morgan	Germany
Göran Lundberg, ex ABB	Sweden
Göran Lundqvist, ex Absolut Vodka	Sweden
Sir Francis Mackay	England
Palle Marcus, ex Danisco	Denmark
Giulio Mazzalupi	
Sören Mellstig	Sweden
Peter Möller, Cardo Door	Sweden
Bjarne Mumm, Åhléns AB	Sweden
Egil Myklebust, ex Norsk Hydro	Norway
Peter Nilsson	Sweden
Hans-Olov Olsson	Sweden
Leif Östling, Scania	Sweden
Gunnar Palme	Sweden
Qin Peng, Danone China	Greater China
Henning Kruse Petersen, Nykredit	Denmark
Jan Reinås	Norway
Tommy Rengman, ex Volvo Trucks	Sweden
Kai-Uwe Rieke	Germany
C.W Ros, ex Ericsson	Sweden
Massimo Rossi, ex Swedish Match	Sweden
Gunnar Rustad, ex Aker	Norway
Anders Scharp, Saab	Sweden
Gerd Schulte	Germany
Johan Siberg, ex Ericsson	Sweden
Peter Sjöstrand	
Åke Skeppner, ex Thule	Sweden
Vagn Sørensen, Austrian Airlines	Denmark
Kari Stadigh, Sampo	Finland
Sven Stork, ex Electrolux	Sweden
Hans Stråberg, Electrolux	Sweden
Christen Sveaas, Kistefos	Norway
Björn Svedberg, ex Ericsson	Sweden
Teppo Tabermann, ex Kansallis Bank	Finland

Axhamre & Bergström - Långsiktighetens triumf

Heikki Takanen	Finland
Jorma Terentjeff, ex JOT Automation	Finland
Horst Thaler, ex-Feldmühle	Germany
Barbara Thoralfsson	Norway
Kaj Thorén, SKF	Sweden
Tore Thorstensen, Plantasjen	Norway
Michael Treschow	Sweden
Paul Tsai, Tsar&Tsai	Greater China
Jan von Haeften, ex Metro	Germany
Claes von Post	Sweden
Lars Wallberg, ex Brukens Thermotreat	Sweden
Peter Wallenberg Jr, Grand Hôtel	Sweden
Jacob Wallenberg, Investor	Sweden
Peter Wallenberg, Investor	Sweden
Steen Weirsøe	Denmark
Per Wejke, ex Allgon	Sweden
Hans Werdelin, ex Sophus Berendsen	Denmark

Källa: www.eqt.se

Bilaga 2. Den initiala intervjumallen

Vi vill ställa frågor om:

Hur gick styrningen av Bewator till? Dvs:

- Vem/vilka var ansvariga på EQT:s sida?
- Hur såg styrelsen ut efter övertagandet?
- Tillsättningen av Bewators ledning, hur gick den till?
- Hur ser EQT på agent/principal-problemet ?
 - Såg man till så att ledningen fick ägarandel/optioner i Bewator?
 - Ser man några andra sätt att motivera ledningen?
 - Skedde någon annan kontroll av ledningen än den via styrelsen?
- Hur såg de informella beslutsvägarna ut via EQT-styrelse-ledning?

Vilka strategiska beslut var EQT inblandade i? Dvs:

- Vilka operativt strategiska åtgärder genomfördes i Bewator efter EQT:s övertagande? Tex:
 - Kostnadsreduceringsprogram
 - Minskning av sysselsatt kapital
 - Förändring av ledningsstruktur och organisationsschema
 - Försäljning av perifer affärsverksamhet
 - Köp av externa verksamheter
- Var EQT inblandad i besluten bakom dessa åtgärder?
- Och i så fall hur och via vilka styrkanaler som dessa beslut togs och implementerades genom?