



**CHALMERS**

# Skapar Private Equity operationellt värde?

En studie av Leveraged Buyout-transaktioner med fokus på operationella resultat

Kandidatarbete inom Industriell Ekonomi

ERIK BRECHTER

NADIA BORRBRING

KARL HALLSTRÖM

JOSEFIN HANSON

EMMA JENSEN

NICLAS LINDMARK

**INSTITUTIONEN FÖR TEKNIKENS EKONOMI OCH ORGANISATION  
AVDELNINGEN FÖR INNOVATION AND R&D MANAGEMENT**

---

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA  
Göteborg, Sverige 2024  
[www.chalmers.se](http://www.chalmers.se)



# Skapar Private Equity operationellt värde?

---

En studie av Leveraged Buyout-transaktioner med fokus på operationella  
resultat

## Does Private Equity Create Operational Value?

---

A study of Leveraged Buyout transactions with focus on operational results

Erik Brechter

Nadia Borrbring

Karl Hallström

Josefin Hanson

Emma Jensen

Niclas Lindmark

**Handledare:** Jonathan Rudholm



**CHALMERS**

TEKNIKENS EKONOMI OCH ORGANISATION

Avdelning för Innovation and R&D Management

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA

Göteborg, Sverige 2024

## Förord

Vi, en grupp om sex studenter som studerar Industriell Ekonomi med inriktning Finansiell Matematik, har länge varit intresserade av hur matematik kan tillämpas i praktiken. Med ett intresse för finans har vi observerat att media ibland ger en, i vår mening, missvisande bild av Private Equity-industrin. Mot bakgrund av detta har vi valt att djupdyka i ämnet för att göra vår egen analys.

Vi vill även tacka alla 15 respondenter och Private Equity bolag som ställt upp och delat med sig av sina insikter och erfarenheter under vår studie. Dessa bidrag har varit mycket lärorika och givande.

Avslutningsvis vill vi även tacka vår handledare Jonathan Rudholm för värdefull vägledning och stöd genom processen.

Vi önskar er en trevlig läsning!

*Göteborg den 8 Maj 2024*

Emma Jensen

Erik Bredde

Karl Hallström

Joselin Hansson

Nadia Bonbring

Niklas Lindmark

## Sammanfattning

Problem:	Det råder en debatt kring ifall Private equity bolag skapar värde. Kritiker menar att de tjänar pengar på nedskärningar och kortsiktiga kostnadsminskningar. Förespråkare menar på att de inför förändringar som gör att bolaget fungerar mer effektivt.
Syfte:	Studiens syfte är att ta reda på ifall PE-bolag vars portföljbolag genomgått en LBO och därefter en IPO, skapar operationellt, långsiktigt värde.
Metod:	Mixad metod i form av en kvantitativ sekundärstudie och en semi-strukturerad intervjustudie.
Teoretiskt ramverk:	Agentteorin, Fria kassaflödesteorin, Beteendekonomi, Effektiva Marknadshypotesen och Transaktionskostnadsteorin
Resultat och implikationer:	Resultatet visar att det finns en förbättring i EBITDA-marginal i bolag som genomgått en LBO och sedan börsintroduceras. Förbättringen kopplas till PE-bolagens fokus att maximera värde vid försäljning av portföljbolag. Avkastning på investerat kapital samt omsättningstillväxt uppvisade ingen statistisk skillnad mellan urvalet och jämförelsebolagen. Detta förklaras med PE-bolagens fokus på maximalt försäljningspris vilket hämmar möjligheten till ytterligare tillväxt efter avyttring. Trots fokus på avkastning prioriterar de långsiktigt värdeskapande, vilket stärker förtroendet hos investerare och intressenter, med positiva effekter för portföljbolaget.
Nyckelord:	Private Equity, LBO, Värdeskapande

## **Abstract**

- Problem:** There is a debate about whether Private equity firms create value. Critics argue that they make money through layoffs and short-term cost reductions. Advocates argue that they implement changes that make the company operate more efficiently.
- Purpose:** The purpose of the study is to find out if PE companies whose portfolio companies underwent an LBO and subsequently an IPO, creates operational, long-term value.
- Methodology:** Mixed method consisting of a quantitative secondary analysis and a semi-structured interview study.
- Theoretical perspectives:** Principal-agent theory, Free cash flow theory, Behavioral economics, Efficient market hypothesis, and Transaction cost theory
- Result and implication:** The results show an improvement in EBITDA margin in companies that have undergone an LBO followed by an IPO. This improvement is linked to the focus of PE firms on maximizing value in the sale of portfolio companies. Return on Invested Capital and Revenue growth showed no statistical difference between the sample and the comparison companies. This is explained by PE firms' focus on maximizing sales prices, which hampers the possibility of further growth post-disposal. Despite their focus on returns, they prioritize long-term value creation, strengthening trust among investors and stakeholders, with positive effects for the portfolio company.
- Key words:** Private Equity, LBO, Value creation
- Note:** This report is written in Swedish.



## **Förkortningar**

**ARR** - Annual Recurring Revenue

**DCF** - Discounted Cash Flow

**EBIT** - Earnings Before Interest and Tax

**EBITDA** - Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

**FCF** - Free Cash Flow

**IPO** - Initial Public Offering

**LBO** - Leveraged Buyout

**M&A** - Mergers and Acquisitions

**MOC** - Money on Cash

**PE** - Private Equity

**ROIC** - Return on Invested Capital

**VC** - Venture Capital

**VCP** - Value Creation Plan

# Innehållsförteckning

<b>1 Inledning</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrund	1
1.1.1 Noterade och onoterade bolag	2
1.1.2 PE-Bolag -& Fonder	2
1.1.3 Värdeskapande av PE-bolag	3
1.1.3.1 Aktivt ägande	3
1.1.3.2 Industrispecifik kompetens	4
1.1.3.3 Incitamentsprogram inom PE	4
1.1.3.4 Lån som incitament för värdeskapande	4
1.1.3.5 Kritik mot värdeskapande inom Private Equity	4
1.1.3.6 Kvantitativa studier som mäter värdeskapande till följd av LBO	4
1.1.4 Exitstrategier till följd av en Leveraged Buyout	5
1.1.4.1 IPO	5
1.1.4.2 Trade Sales	6
1.1.4.3 Secondary Buyout	7
1.1.4.4 Management Buyout	7
1.1.5 Organisationsomstrukturering	7
1.2 Syfte	8
1.3 Problemets behov och relevans	8
1.4 Hypoteser	9
<b>2 Metod</b>	<b>11</b>
2.1 Val av metod	11
2.2 Svagheter med mixad metod	11
2.3 Intervjustudie	12
2.3.1 Respondenter	13
2.3.2 Svagheter och åtgärder med intervjustudie	14
2.4 Kvantitativ sekundärstudie	14
2.4.1 Svagheter med kvantitativ sekundärstudie	15
2.5 Databasinsamling	15
2.6 Avgränsningar av data	15
2.7 Urval av LBO-bolag	17
2.8 Jämförelsebolag	17
2.9 Nyckeltal	18
2.9.1 EBITDA marginal	18
2.9.2 Omsättningstillväxt	18
2.9.3 Avkastning på investerat kapital	19
2.10 Val av statistiska test	19
<b>3 Teoretiskt ramverk</b>	<b>20</b>
3.1 Effektiva Marknadshypotesen	20
3.2 Agentteori	21
3.3 Fria Kassaflödesteorin vid förvärv	22

3.4 Transaction Cost Theory.....	23
<b>4 Resultat.....</b>	<b>24</b>
4.1 Resultat från intervjustudie.....	24
4.1.1 Value Creation Plan.....	24
4.1.2 Försäljningsökning och kostnadsbesparingar.....	25
4.1.3 Aktivt ägande.....	25
4.1.4 Industrispecifik kompetens.....	26
4.1.5 Incitamentsstrukturer och ägarandelar.....	26
4.1.6 Lånens påverkan vid en LBO.....	27
4.1.7 Mätetal för operationell prestanda.....	27
4.1.8 PE-bolagens kriterier vid val av portföljbolag.....	28
4.1.9 Skepticism mot långsiktig framgång hos portföljbolag.....	28
4.2 Resultat av kvantitativ sekundärstudie.....	29
4.2.1 EBITDA-marginal.....	29
4.2.2 Omsättningstillväxt.....	30
4.2.3 Avkastning på investerat kapital.....	31
<b>5 Diskussion.....</b>	<b>33</b>
5.1 Diskussion operationellt värdeskapande.....	33
5.1.1 Value Creation Plan.....	33
5.1.2 Aktivt ägande och industrispecifik kompetens.....	34
5.1.3 Incitamentsprogram och Agentteori.....	35
5.1.4 Lån och kostnadsdisciplin.....	35
5.1.5 Intressekonflikter och värdeskapande.....	36
5.1.6 Transaction Cost Theory.....	36
5.2 Diskussion kvantitativ studie.....	37
5.2.1 Försäljningspris och EBITDA-marginal.....	37
5.2.2 Förklaring till avsaknad skillnad i omsättningstillväxt.....	37
5.2.3 Förklaring till avsaknad skillnad i avkastning på investerat kapital.....	38
<b>6 Slutsats.....</b>	<b>39</b>
6.1 Operationellt värdeskapande aktiviteter.....	39
6.2 Portföljbolagens prestation efter IPO.....	39
<b>7 Förslag till vidare forskning.....</b>	<b>41</b>
<b>8 Källförteckning.....</b>	<b>42</b>
<b>Bilagor.....</b>	<b>47</b>
Bilaga A: Intervjuguide.....	47
Bilaga B: Nyckeltal.....	48
Bilaga C: Q-Q Diagram.....	49

# 1 Inledning

---

*“Riskkapitalbolagen gör som de alltid gör. De ger sig in i en bransch när de ser en möjlighet att göra snabba pengar. Ibland sker det genom styckning och försäljning i mindre delar. I andra fall köper de raskt upp likartad verksamhet för att uppnå stordriftsfördelar.”*

---

- Johannes Åman, DN. 23 december 2011.

---

*“Companies bought by private equity firms are far more likely to go bankrupt than companies that aren't. Over the last decade, private equity firms were responsible for nearly 600,000 job losses in the retail sector alone.”*

---

- Brendan Ballou, New York Times. 28 April 2023.

Det har länge förekommit en intensiv debatt kring ägandet av riskkapital, även kallat Private Equity (försättningsvis refererat till PE) (Barber & Goold, 2007). Medan PE-bolag anser att de skapar långsiktigt värde, får de kritik från samhället. Kritiken berör att PE-bolag endast fokuserar på kortsiktiga vinster och snabba avkastningar under deras ägandeperiod. Studier som granskar operativt värdeskapande under PE-bolagets ägarskap skapar ofta mer värde än genomsnittet i bolagets industri (Kaplan & Strömberg, 2009).

Denna uppsats använder en mixad metod, där intervjustudier kombineras med en kvantitativ studie för att ta reda på om och hur operationellt värde skapas. Uppsatsen undersöker bolag som köps upp av PE-bolag genom en Leveraged Buyout (LBO). Vid den kvantitativa studien mäts det operationella värdeskapandet med prestationsmåttet EBITDA-marginal, avkastning på investerat kapital och omsättningstillväxt. Vidare undersöks hur nyckeltalen för dessa bolag förändras under en 3-årsperiod efter avyttring via börsintroduktion. Sedan genomförs även en intervjustudie där intervjurespondenterna antingen arbetar inom eller har någon annan koppling till PE-branschen.

## 1.1 Bakgrund

PE är en investeringsverksamhet som innebär investering i onoterade bolag (Kaplan & Strömberg, 2009). Investeringen sker i form av förvärv av bolag, som ofta finansieras med en kombination av lån och eget kapital, vilket benämns LBO. Sedan 1980-talet har PE-industrin, trots kraftiga cykliska svängningar, vuxit. I nuläget är PE-industrin värd mer än tre biljoner dollar (Averstad et al, 2023).

När PE-bolag gör ett bolagsförvärv gör de omstruktureringar i organisationen (Kaplan & Strömberg, 2009). Sedan gör PE-bolaget en så kallad exit genom att sälja bolaget, exempelvis genom att introducera det på aktiemarknaden genom en Initial Public Offering (IPO).

### **1.1.1 Noterade och onoterade bolag**

Som ovan nämnt syftar PE till handel av aktier i onoterade bolag. Dessa aktier är inte möjliga att handla på vanliga handelsplatser såsom Stockholmsbörsen (Tamplin, 2023). Handel med onoterade aktier görs istället direkt mellan aktörer eller via särskilda värdepappersinstitut som erbjuder dessa tjänster.

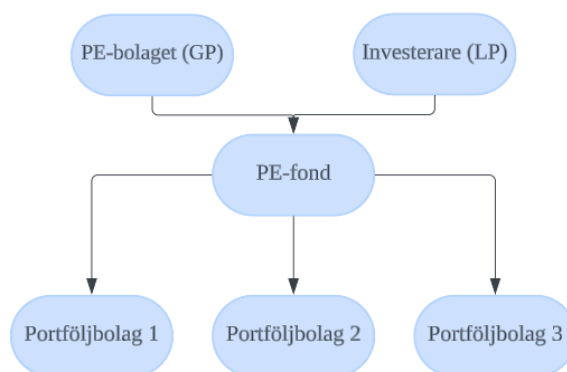
Normalt handlas onoterade aktier mindre frekvent, till skillnad från noterade aktier som handlas på reglerade marknadsplatser (Viñas et al., 2017). Noterade aktier är därför generellt sett enklare att handla med. Dessa bolag går däremot igenom en mer omfattande granskningsprocess (Buzby, 1975). Denna granskningsprocess innefattar krav på informationsgivning samt granskning av ekonomi, styrelse och ägare med mera, vilket står i kontrast till onoterade bolag där kraven är mycket lägre eller icke-existerande (Buzby, 1975). Vid handel med onoterade aktier ges dock möjligheten att investera i ett tidigt skede, till ett mer förmånligt pris på grund av att allmänheten inte hunnit finna intresse för bolaget (Kaplan & Strömberg, 2009). Därför är det förmånligt för PE-bolag att förvärva onoterade bolag.

### **1.1.2 PE-Bolag -& Fonder**

Affärsidén för PE-bolag är att vara aktiva investerare och ägare, i avseendet att de ämnar att bidra med kunskap samt råd för de företag som de investerar i (SVCA, 2023). Utöver kunskap går de även in med kapital och agerar som en riskdelande partner i bolagen de finansierar (Zeisberger et al., 2017).

PE-bolaget benämns synonymt med General Partner (GP) medan investerarna i fonden benämns Limited Partner (LP) (Pindur, 2007). GP:s kontrollerar PE-fonden och kan ta beslut att avyttra en investering under fondens livstid och fördela intäkterna från investeringen i förhållande till fondens ersättning (Pindur, 2007). LP:s investerar i PE-fonden, där GP kan använda det investerade kapitalet från LP:s närhelst en investeringsmöjlighet uppstår. PE-fonden köper portföljbolaget. Mängden portföljbolag varierar, Figur 1 visar de olika parternas koppling till varandra.

Figur 1: Fondstruktur för en PE-fond.



PE-fonder investerar i privata företag och erhåller i gengäld en ägarandel som inte är tillgänglig på den publika marknaden. En PE-fond är ett självständigt investeringsinstrument som förvaltas av ett PE-bolag på uppdrag av investerare (Zeisberger et al., 2017). Dessa fonder har för det mesta en livstid på tio år, som kan förlängas upp till tre år (Kaplan & Strömberg, 2009). Tidsplanen för fonden är att på fem år hitta och investera kapitalet i passande bolag (Kaplan & Strömberg, 2009). Sedan har PE-bolaget fem till åtta år på sig att avyttra dessa bolag för att kunna återbära det investerade kapitalet till PE-fondens investerare med vinst.

Kompensation till PE-bolagen sker normalt på tre sätt (Kaplan & Strömberg, 2009; Metrick & Yasuda, 2010). Först genom årliga förvaltningsavgifter som är en procentsats av det totala investerade kapitalet. Den andra kompensationen sker när investeringen realiserats och består av en andel av vinsten som, vanligtvis uppgår till 20%. Slutligen tar vissa PE-bolag även ut en avgift för affärs- och övervakningstjänster från bolagen de köper upp.

### 1.1.3 Värdeskapande av PE-bolag

I likhet med Bergström et al. (2007) så fokuserar denna studie på faktorer som förbättrar bolagets verksamhet. Därför definierar vi operationellt värdeskapande som att förbättra bolagets verksamhet, och därmed deras förmåga att generera kassaflöden. Nedan följer en redogörelse över olika argument för och emot PE-industrins värdeskapande som de tillför portföljbolagen.

#### 1.1.3.1 Aktivt ägande

Cederlund et al. (2015) beskriver att flera studier visar att det operationella värdet hos portföljbolag ökar under perioden för att PE-bolaget är aktiva ägare, både i styrelserummet och i den operationella verksamheten. Ett sätt för PE-bolag att tillföra värde genom att vara aktiva ägare kan vara att bolag som genomgår en LBO byter ut VD:n oftare än andra bolag (Cornelli & Karakas, 2008). Ett annat är att ha fler och mer aktiva styrelsemöten (Kaplan & Strömberg, 2009).

### **1.1.3.2 Industrispecifik kompetens**

Ett annat exempel är att PE-bolag i allt större uträkning specialiserar sig inom en industri (Kaplan & Strömberg, 2009). Detta gör att de kan använda sin industrispecifika kompetens för att operationellt utveckla portföljbolagets varor och tjänster, samt anställa individer med erfarenhet i industrin i fråga.

### **1.1.3.3 Incitamentsprogram inom PE**

Förespråkare anser att PE-bolag kan tillföra värde genom att införa finansiella, styrelsemässiga och operationella förändringar (Kaplan & Strömberg, 2009). Ett exempel på en styrelsemässig förändring är att ge ledningsgruppen en större ägarandel i företaget. Kaplan (1989) finner att ägarandelen hos företagsledningen ökar med faktor fyra efter uppköp. I kombination med att ägarandelarna blir mindre likvida i och med uppköpet, ska ge incitament för företagsledningen att skapa långsiktiga förbättringar och värna om företagens prestanda (Kaplan & Strömberg, 2009).

### **1.1.3.4 Lån som incitament för värdeskapande**

Ett annat fenomen som förespråkare påpekar är att lånen som företaget tar på sig för att finansiera köpet fungerar som incitament för ledningen att öka kassaflödet och minska onödiga kostnader. För företag som saknar eller har negativ omsättningstillväxt blir det extra viktigt, eftersom dessa bolag ofta återinvesterar i olönsamma projekt eller präglas av onödiga utgifter (Jensen, 1988). Vidare hävdar Jensen (1988) att hotet om konkurs, genom att missa betalningar på lån, är ett starkare incitament än att till exempel sätta ett mål om högre utdelning, vilket inte är bindande.

### **1.1.3.5 Kritik mot värdeskapande inom Private Equity**

Kritiker anser att PE-bolag enbart skapar en kortsiktig prestandaökning genom uppsägningar och lönesänkningar (Jensen, 1988). Att lönesänkningar och uppsägningar förekommer efter uppköp bekräftas av Lichtenberg & Siegel (1990). De visar även att tjänstemannajobb och löner minskar i produktionsanläggningar.

Ytterligare kritik som framförs är att PE-bolagen tar hjälp av insiderinformation (Kaplan & Strömberg, 2009). Detta stöds av fynd från Barger et al. (2008), som visar att PE-bolag betalar mindre för företag än strategiska köpare.

### **1.1.3.6 Kvantitativa studier som mäter värdeskapande till följd av LBO**

Det potentiella värdet som tillförs ett portföljbolag har i tidigare studier, uppmätts på två olika sätt. Det ena är att studera operationella förbättringar. Det andra är att studera ifall bolagen presterar bättre på aktiemarknaden efter att de har noterats. Bergström et al. (2007) undersöker svenska portföljbolag, och använder tre variabler för att beskriva ett bolags värde: EBITDA-marginal, avkastning på investerat kapital (ROIC) och ökad årlig tillväxt i omsättningen. De finner att de två första nyckeltalen

förbättras, men inte det sista. Liknande resultat erhålls från Kaplan (1989), som istället studerar EBIT-marginal, samt kassaflödesmarginal.

Kaplan (1989) studerar även prestationer på aktiemarknaden. Han kommer fram till att marknadsvärdet ökar med i snitt 96% från att ett företag köps upp tills det säljs. Cao & Lerner (2006), finner liknande resultat, även i jämförelse med aktiemarknadens övriga prisförändringar.

### **1.1.4 Exitstrategier till följd av en Leveraged Buyout**

En exitstrategi innebär en plan för att avsluta en affär (Cambridge Dictionary, 2024). I PE-industrin innebär det en plan för hur ett portföljbolag avyttras. Ett PE-bolags exitstrategi är viktig för både PE-bolaget självt och dess fondinvestorare, eftersom det påverkar avkastningen som fonden får på dess investeringar (Uddin et al., 2021). Vidare kan denna avkastning endast realiseras och distribueras till investorer efter det att PE-bolaget gjort en exit. Uddin et al. (2021) beskriver att valet av strategiska vara den som minimerar informationsasymmetrin som kan uppstå mellan PE-bolaget och den nya köparen av portföljbolaget. Informationsasymmetri uppstår i en situation där alla aktörer på en marknad inte har tillgång till samma information (Persson & Åqvist, 2012). Enligt Uddin et al. (2021) spelar informationsasymmetrin mellan köpare och säljare av ett portföljbolag en viktig roll vid val av exitstrategi. Orsaken till att PE-bolag, vid en exit, vill minimera informationsasymmetrin är att de vill ha all information om portföljbolaget, för att kunna ta ett så högt pris som möjligt vid försäljning (Uddin et al., 2021).

Pindur (2007) beskriver att det frekvent nämns fyra tillvägagångssätt vid en exit. Dessa är IPO (Börsintroduktion), Försäljning (Trade Sales), Sekundärt utköp (Secondary buyout) och Utköp av ledning (Management buyout).

#### **1.1.4.1 IPO**

Med en IPO menas att ett bolag säljer andelar till den publika aktiemarknaden (Pindur, 2007). Vid en IPO sker en övergång för bolaget mellan att vara privat till att bolagets aktier kan handlas publikt (Draho, 2004). Med detta förändras företagens legala och ekonomiska struktur. Ledningen blir nu ansvarig för en helt ny grupp av spridda aktieägare, till skillnad från tidigare koncentrerade privata ägare (Draho, 2004).

IPO:er innebär försäljning av både nya aktier och sedan tidigare existerande aktier (Pindur, 2007). Intäkter från försäljningen av de redan existerande aktierna går till aktieägarna, det vill säga investerarna, medan intäkter från försäljning av de nya aktierna går direkt till bolaget. De sistnämnda intäkterna kan därmed användas till att betala av bolagets skulder till exempel (Pindur, 2007).

Denna exitstrategi betraktas som en avgörande fas för bolag som har för avsikt att expandera och vidare kapitalisera på marknadsmöjligheter (Braun & Fawcett, 2006). När företag går från att vara privata till offentliga skapas en möjlighet att få tillgång till nya kapitalmarknader för finansiering. Noggrann planering och förståelse för marknadens dynamik och investerarnas förväntningar är av yttersta vikt för en framgångsrik IPO, enligt Pindur (2007).

En IPO efter en LBO anses, i de flesta fall, vara en positiv signal till marknaden. Detta beror dels på att det ger mycket offentlig publicitet till bolaget i fråga, och dels antyder det att investerare ser potential för bolagets värdering (Pindur, 2007). Vidare menar Pindur (2006) att det kan sända ut negativa signaler kring PE-bolaget vid de fall där det börsnoterade bolaget får en högre värdering vid börsnoteringen än vad det fick vid förvärvsprocessen. Detta beror på att allmänheten kan få en negativ uppfattning av PE-bolaget. Den negativa uppfattningen uppkommer speciellt om de haft en kort innehavandeperiod och endast använt sig av arbitrage i form av informationsasymmetri, istället för att använda välfungerande affärsmodeller.

Pindur (2007) beskriver vidare att en stor mängd nya aktier i relation till existerande aktier kan visa investerarens syn på portföljbolaget. Om ett PE-bolag säljer en stor andel existerande aktier kan det signalera att investerare inte kommer vilja sälja sina andelar så fort som möjligt. Enligt Pindur (2007) är detta positivt eftersom det antyder att nuvarande investerare ser fortsatt potential i portföljbolaget. Även mängden nya aktier är av stor vikt vid en börsnotering, eftersom en alltför stor andel nya aktier ger tecken på att bolaget har en väldigt hög skuldnivå som de behöver betala av.

En aspekt som Uddin et al. (2021) beskriver med IPO:er är att investerare i ett börsnoterat bolag inte behöver vara välinformerade vid sitt beslut, utan ofta är individer som är starkt beroende av investmentbanker för relevant information. Detta leder till att en börsnotering är en av de strategier med mest informationsasymmetrier, vilket även ligger i linje med Pindurs (2007) beskrivning om att PE-bolag kan anklagas för att använda sig mer av arbitrage än välfungerande affärsmodeller.

#### **1.1.4.2 Trade Sales**

Trade Sales är en exitstrategi där PE-bolag säljer vidare portföljbolaget till en strategiska köpare, vilket till exempel kan vara konkurrenter till portföljbolaget, som vill köpa det av strategiska anledningar (Baker et al., 2015). Vid Trade Sales går köparen ofta med på högre pris eftersom köpet ligger i linje med deras strategi och är tänkt att vara ett långsiktigt förvärv (Baker et al., 2015). Uddin et al. (2021) menar att Trade Sales kan erbjuda säkrare och snabbare intäkter än vid IPO, i perioder då aktiemarknaden ger en låg värdering. Cumming et al. (2003) beskriver vidare att Trade Sales minskar problemet med informationsasymmetri genom att förhandlingsutrymmet för köpare är litet. Däremot kan Trade Sales medföra potentiella problem i form av att portföljbolagets ledningsgrupp motsätter sig försäljningen eftersom de ser en risk i att bli ersatta. Vidare kan bolag som genomgår en Trade

Sale utsätts för risker kopplade till att konfidentiell bolagsinformation läcks under förhandlingsprocessen för köpet (Cumming et al., 2003).

#### **1.1.4.3 Secondary Buyout**

Försäljning av bolaget, så kallad Secondary Buyout, sker genom att portföljbolaget säljs till andra PE-bolag (Pindur, 2007). En orsak till att välja denna typ av exit är att det nuvarande PE-bolaget eller ledningsteamet anser att en ny och möjligtvis större ägare kan addera värde till portföljbolaget. Strategin är också vanlig i slutet av innehavandeperioden ifall exit inte ägt rum innan, eller om tiden för att använda rest kapital börjar löpa ut (Baker et al., 2015). Att inte utnyttja kapital från investerare, kan medföra risker för PE-fonden i form av att de dels får svårare att uppnå investerares avkastningskrav och dels kan möjligheten att resa kapital i framtiden minska (Baker et al., 2015).

Enligt Uddin et al. (2021) är Secondary Buyouts en av de strategier som, i relation till IPO:er, minimerar mängden informationsasymmetrier. Författarna menar att detta är en orsak till att denna strategi maximerar investeringens värde. Dessutom ger exitstrategin, likt en IPO, en flexibilitet i strukturen av försäljningen, genom att det säljande PE-bolaget kan få behålla andelar i portföljbolaget och därmed kvarstå som delägare. Om tidigare aktieägare återinvesterar förkortas transaktionstiden av försäljningen, vilket ses som en fördel för PE-bolag då de inte behöver hitta nya investerare (Baker et al., 2015).

#### **1.1.4.4 Management Buyout**

En Management Buyout (MBO), innebär att ledningsgruppen eller seniora chefer i portföljbolaget köper en majoritetsandel i bolaget (Harris et al., 2005). Detta köp sker oftast med medel som lånats mot företagets fysiska tillgångar eller kassaflöden som säkerhet. Exitstrategin innebär alltså att det nuvarande ledningsteamet kvarstår.

En positiv aspekt med MBO:er, enligt Harris et al. (2005), är kopplad till Agentteori. Agentkostnader minskar vid en MBO eftersom ledningsgruppen ofta centraliseras. Denna centralisering kan leda till att chefer känner sig befriade från byråkratiska begränsningar, vilket innebär att de får nya möjligheter att fullfölja sina strategier (Bruining et al., 2011). Vidare ökar mängden skuld i portföljbolaget vid en MBO. Ökad skuldsättning sätter press på ledningen att arbeta med innovation och effektivitet (Bruining et al., 2011).

#### **1.1.5 Organisationsomstrukturering**

Omstrukturering av en organisation innebär vanligtvis förändringar för att möta nya marknadsförhållanden eller konkurrens, ökad användning av skuld och omförhandlingar (Jensen, 2003). Denna omstrukturering inkluderar antingen sammandragningar som innefattar nedläggningar

av fabriker, uppsägningar av högt uppsatta och mellanchefer samt produktionsarbetare och minskade ersättningar och i andra fall en expansion av mängden tillgängliga resurser.

Det är väsentligt för inblandade parter att anpassa sig till förändringar som sker till följd av omstrukturering. Det är vanligt att det uppkommer kontroverser inom organisationen, till följd av dessa förändringar (Jensen, 2003). Skepticismen med omstrukturering har handlat om en försämring i produktiviteten och moralen i organisationer samt att det endast sätter press på ledningen att sträva efter kortsiktiga resultat. Det handlar också om att de ökade effektivitets- och produktivitetsvinsterna kommer från brutna avtal med chefer, anställda och misstag i värderingen av ineffektiva kapitalmarknader och lägre skattebetalningar (Jensen, 2003).

En oberoende part har lättare att ändra strategier inom bolaget som inte längre fungerar, jämfört med parter som har arbetat på ett visst sätt under hela företagets livstid (Jensen, 2003). Motståndet mot förändring är oftast lägre i början av en ny chefsanställning. När den interna processen för förändring är långsam eller ineffektiv ser finansiärer en möjlighet till förbättring. Dessa bolag ses därmed som attraktiva uppköpsmöjligheter (Jensen, 2003).

## **1.2 Syfte**

Studiens syfte är att studera Private Equity branschen genom att fokusera på PE-bolag som genomgått en LBO och en efterföljande IPO. Dessa bolag ska utvärderas huruvida de presterar bättre än liknande börsnoterade bolag som inte har förvärvats av en PE-firma. Vidare undersöker studien skillnaderna i prestation samt att ta reda på hur det operationella värdeskapandet sker och vilka faktorer och aktiviteter som är avgörande för detta.

Frågeställningar:

1. Vilka aktiviteter genomför PE-bolag för att tillföra operationellt värde i förvärvade bolag?
2. Hur presterar bolag som PE-bolag förvärvat genom LBO och sedan genomgått en IPO jämfört med företag som inte genomgått en LBO-process, vid IPO och tre år senare?

## **1.3 Problemets behov och relevans**

De studier som presenterats i bakgrunden har använt sig av kvantitativa studier för att avgöra ifall en hypotes, till exempel att LBO:er följs av nedskärningar och lönesänkningar, stämmer (Lichtenberg & Siegel, 1990). Med en kvalitativ studie som, genom intervjuer, ger branschspecialisters synsätt, kan

dessa hypoteser diskuteras mer djupgående. Deras relevans kan ifrågasättas, och ett nytt perspektiv om vad PE-bolag själva anser skapar värde kan komma fram. Dessutom kan nya aspekter som framgångsfaktorer eller nackdelar med PE-industrin belysas, som den tidigare litteraturen inte tagit upp, något som Bergström et al. (2007) önskar.

Den kvantitativa delen av studien avser att bekräfta andra kvantitativa studier som gjorts om bolag som köps upp av PE-bolags prisökning på aktiemarknaden. Speciellt om de resultat som presenterades av Kaplan (1989) och Bergström et al. (2007) kan replikeras.

## **1.4 Hypoteser**

I arbetet används sex hypoteser relaterade till nyckeltalen som mäts. Nedan, i tabell 1, presenteras samtliga nollhypoteser ( $H_0$ ) och alternativa hypoteser ( $H_1$ ). Dessa undersöks sedan i den kvantitativa delen av arbetet, för att besvara frågeställning 2.

Tabell 1: Hypoteser för år 0 och år 3 för de olika undersökta nyckeltalen.

	<b>H<sub>0</sub></b>	<b>H<sub>1</sub></b>
EBITDA-marginal år 0	Det finns ingen skillnad i EBITDA-marginal vid tidpunkten för IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.	Det finns skillnad i EBITDA-marginal vid tidpunkten för IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.
EBITDA-marginal år 3	Det finns ingen skillnad i EBITDA-marginal tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.	Det finns skillnad i EBITDA-marginal tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.
Omsättningstillväxt år 0	Det finns ingen skillnad i omsättningstillväxt vid tidpunkten för IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.	Det finns skillnad i omsättningstillväxt vid tidpunkten för IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.
Omsättningstillväxt år 3	Det finns ingen skillnad i omsättningstillväxt tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.	Det finns skillnad i omsättningstillväxt tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.
Avkastning på investerat kapital år 0	Det finns ingen skillnad i avkastning på investerat kapital tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.	Det finns skillnad i avkastning på investerat kapital tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.
Avkastning på investerat kapital år 3	Det finns ingen skillnad i investerat på investerat kapital tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO.	Det finns skillnad i avkastning på investerat kapital tre år efter IPO hos bolag som genomgått en LBO gentemot bolag som inte genomgått en LBO

## 2 Metod

Studien använde sig av två undersökningsmetoder, en kvalitativ och en kvantitativ metod, med en deduktiv ansats. Detta för att besvara de två frågeställningarna, där den första frågeställningen besvaras med en intervjustudie, och den andra med en kvantitativ sekundärstudie.

### 2.1 Val av metod

Metoden som valdes utgick från konceptet av mixad metod, vilket innebär att studien använde flera undersökningsmetoder samtidigt (Bryman, 2004). Mer specifikt utgick studien från en "Convergent design" vilket, av Meissner et al. (2011), beskrivs som en parallell studie med en kvantitativ och en kvalitativ del. Detta för att sammanfoga och jämföra de observerade resultaten från den kvantitativa undersökningen och den kvalitativa undersökningen (Meissner et al., 2011). Utan sammanvävningen av dessa två undersökningstyper kan inte studiens metod beskrivas som en mixad metod, utan blir då en "quasi-mixed method", vilket är sekundärt till en mixad metod (Creamer, 2018). Almeida (2018) beskriver fördelarna med denna metod som sådana att metoden tar hänsyn till både objektiva och subjektiva aspekter av ett problem, samt att det ger arbetet en stark teoretisk bakgrund.

Studien utgick från en deduktiv ansats där forskningsfrågor och hypoteser utformades utifrån teorier från tidigare forskning. Studien byggde på en modell av Bryman (2004), som beskriver den deduktiva processen genom sex steg: teori, hypotes, datainsamling, fynd, bekräftelse eller förkastning av hypotes, revision av teori. Både studiens kvalitativa och kvantitativa delar nyttjade en deduktiv ansats då det var passande för studiens fokus på att undersöka de tidigare accepterade principerna (Soiferman, 2010). Då studiens första frågeställning undersöker komplexa subjektiva uppfattningar och erfarenheter så lämpade sig en kvalitativ metod då det ger en djupgående och detaljerad förståelse av dessa aspekter (Mwita, 2022). Den andra frågeställningen använde kvantitativ metod då formuleringen var mätbar vilket lämpade sig för en kvantitativ metod (Queirós et al., 2017). Sammantaget så har denna metod använts för att fånga både de uppfattningar personer inom PE-branschen har om vad som skapat operativt värde samt det mätbara operativa värdet som PE-branschen tillfört.

### 2.2 Svagheter med mixad metod

Malina et al. (2011) beskriver att det finns svårigheter med en mixad metod, såsom att den granskande läsaren inte blir nöjd med detaljeringsgraden i någon av de olika undersökningarna. Det vill säga att den kvantitativa läsaren vill ha en mer utvecklad kvantitativ del och den kvalitativa läsaren vice versa. Samtidigt stärks resultatet av en studie vid användning av mixad metod och blir starkare än de båda

metoderna individuellt. Almeida (2018) beskriver begränsningarna som två. Den första är att metoden är mer tidskonsumerande och den andra är att relevant expertis krävs. Begränsningarna bemöts genom att låta båda studier genomföras parallellt så att de inte förminskar eller påverkar respektive resultat. De två studierna sammanfogas endast i analysen av resultaten för att sättas i kontext till varandra. De två olika frågeställningar för de två olika studierna bidrar till en tydlighet i vad de två studierna syftar till att besvara. Sist beskriver Bryman (2004) att en mixad metod inte får ses som en kompensation för att inte har utfört någon av studierna kompetent nog. Mer datainsamling kan inte kompensera för en undermålig insamling eller analys.

## 2.3 Intervjustudie

Som en del av den mixade metoden genomfördes intervjuerna med avsikt att undersöka den första frågeställningen. Intervjustrukturen är av typen semistrukturerade intervjuer. I en intervjustudie samlas data in direkt vilket gör intervjuer till primärkälla och bidrar med ett verkligt tillskott till den nuvarande kunskapen inom området (Ohio State University, u.å.).

Vid de semistrukturerade intervjuerna användes en intervjuguide som utgångspunkt, men denna begränsade inte respondenter från att berätta om saker som inte efterfrågats direkt (Kallio et al., 2016). Intervjufrågorna är alltså förutbestämda för varje intervju men då intervjuerna är semistrukturerade så är intervjun av konversationsmässig karaktär (Rowley, 2012). Ytterligare kan teori-drivna frågor ställas vilket denna studie använde för att kontextualisera intervjurespondernas åsikter med tidigare litteratur (Flick, 2006). Vidare presenteras intervjustudiens tillvägagångssätt indelat i fem faser för semistrukturerade intervjuer. Dessa är att identifiera underliggande krav, hämtning och användning av relevant information, formulering av en första intervjuguide, test av guiden genom en pilotintervju och framtagning av en slutgiltig intervjuguide (Kallio et al., 2016). Dessa faser har följts under intervjustudien genom att de första tre intervjuerna utgjorde pilotstudien och därefter i samarbete med handledare utformades en slutgiltig intervjuguide. Intervjuguiden återfinns i bilaga A.

Efter att intervjuerna genomfördes, transkriberades samtliga i sin helhet och ingick sedan i en kvalitativ innehållsanalys. Flick (2006) beskriver kvalitativ innehållsanalys som en analysmetod för kvalitativ data där text delas in i kategorier baserade på tidigare litteratur. Denna studie har utgått efter de 4 aktiviteterna som presenterats i bakgrund: Aktivt ägande, Incitamentsprogram, Industrispecifik kompetens, och lånens påverkan. Intervjustudien har även tagit hänsyn till andra fynd som uppkommit tack vare intervjuernas semistrukturerade karaktär. Analysen av intervjuerna presenteras under kapitel 4.1.

### 2.3.1 Respondenter

För denna studie har personer med kunskap eller erfarenhet från PE-branschen intervjuats. Urvalet av intervjupersoner kommer baseras på jämförbarhet mellan personer samt baserat på deras likheter och olikheter i erfarenhet. I detta arbete har 15 intervjuer genomförts. Det optimala antalet intervjuer varierar mellan olika studier, men antalet intervjuer som genomförts hamnar inom den rekommendation presenterad av Creswell & Creswell (2018). Ytterligare ett sätt att avgöra hur många intervjuer som behövs är genom teoretisk saturation (Hennink et al., 2017). Detta avser att utvärdera efter varje intervju tills ytterligare information inte ger nya bidrag, det vill säga "när man hört tillräckligt". I tabell 2 finns alla intervjupersoner anonymiserade med avseende på roll och företag.

Tabell 2: Respondenter sorterade efter datum.

Nr	Företag/ organisation	Position	Datum	Längd
1	PE-bolag 1	VD 1	8/2-2024	35:13
2	Investmentbolag 1	VD 2	21/8-2024	57:07
4	Rådgivningsbolag 1	Finansiell rådgivare 1	22/2-2024	52:14
3	PE-bolag 2	Investeringsförvaltare 1	27/2-2024	46:51
5	-	Privat investerare 1	03/3-2024	41:34
6	Konsultbolag 1	Konsult 1	13/3-2024	55:05
7	PE-bolag 3	Investeringsförvaltare 2	02/4-2024	1:00:03
8	PE-bolag 4	Mjukvaruutvecklare 1	03/4-2024	37:06
9	PE-bolag 5	Investeringsförvaltare 3	04/4-2024	44:07
10	PE-bolag 6	Investeringschef 1	08/4-2024	55:47
11	Investmentbolag 2	Investeringsanalytiker 1	11/4-2024	29:21
12	PE-bolag 1	VD 1	14/4-2024	41:00
13	PE-bolag 7	Investeringschef 2	15/4-2024	52:58
14	PE-bolag 7	Industriell rådgivare 1	19/4-2024	42:37
15	PE-bolag 7	Verksamhetschef 1	19/4-2024	52:50

Urvalet har utgått från en grupp av företag eller organisationer och jämförbarhet i roll och erfarenhet. Fem intervjuer har genomförts med personer som inte arbetar eller har arbetat i ett PE-bolag. Dessa personer har valts på grund av deras erfarenhet inom finansbranschen och erfarenhet av att arbeta med eller mot PE-bolag. Detta bidrar till en större variation av intressen och ett mer nyanserat perspektiv.

Intervjurespondenter har kontaktats genom mejl, LinkedIn, personlig kontakt eller genom referens. Alla har därefter kontaktas via mejl där de informerats om anonymisering och inspelning samt hur intervjun används i studien.

### **2.3.2 Svagheter och åtgärder med intervjustudie**

Då mycket inom förvaltningen av onoterade bolag är dolt för allmänheten kan respondenterna vara försiktiga med att berätta om deras arbete. Vidare kan respondenterna välja att inte dela med sig av sina verkliga åsikter eftersom information i sådana fall presenteras på ett sätt som inte är socialt önskvärt (Bryman, 2004). Generaliserbarhet är också en svårighet gällande intervjustudier (Polit & Beck, 2010). Subjektivitet och undersökarens egen uppfattning kan även ses som svagheter (Flick, 2006; Queirós et al., 2017). Åtgärder som tagits för att hantera svagheter är att använda en mixad metod samt att genomföra 15 intervjuer, med intervjurespondenter valda efter jämförbarhet. På så sätt kan samtliga intervjuresultat jämföras med varandra.

## **2.4 Kvantitativ sekundärstudie**

I arbetets kvantitativa studie har sekundärdata i form av finansiella data om nyckeltal samlats in från databasen Capital IQ. Denna databas har valts eftersom den innehåller lättillgänglig finansiell information om företag exempelvis transaktionshistorik samt vilken branschklassificering bolaget har. Detta underlättar jämförelsen av företag med andra i samma bransch. Capital IQ är en databas för finansiella data som används inom publicerade artiklar som Kaplan (1989) och Ivashina & Kovner (2011). Denna studie nyttjar denna databas då den används frekvent inom tidigare studier och täcker 99% av den globala kapitalmarknaden samt rapporter från bolag (New York Public Library, 2023). I likhet med Bergström et al. (2007) har en jämförelsegrupp inom samma branschklass valts. Denna jämförelsegrupp utgör analysen av de företag som genomgått en LBO samt en återintroduktion på marknaden oberoende av timing för börsnoteringen vilket är ett liknande resonemang som Bergström et al. (2007).

Företagen vi undersöker har jämförts genom ett t-test mot jämförelsegruppen vid 2 tillfällen. Det första tillfället är när företagen återintroduceras på marknaden genom en IPO och det andra tillfället är tre år efter återintroduktionen på marknaden. Ett statistiskt test genomfördes för att den kvantitativa studiens resultat ska kunna verifieras på 95% signifikansnivå. Denna studie utgår från statistiska tester som beskrivs i avsnitt 2.9.

### **2.4.1 Svagheter med kvantitativ sekundärstudie**

För att resultaten för en kvantitativ studie ska vara valida måste den insamlade datan vara pålitlig (Heale & Twycross, 2015). En ytterligare svaghet är den potentiella bristen på data, då studien begränsas till att enbart studera bolag som är noterade på europeiska aktiemarknader. Enligt lag måste dessa bolag publicera finansiella rapporter (Direktiv 2004/109). En sista svaghet kan vara att då insamlad data är sekundär, så kan det uppstå missförstånd i hur den kan användas (Bryman, 2004).

## **2.5 Datainsamling**

Samtlig kvantitativ data har ursprungligen hämtats från Capital IQ. Valet av datan har begränsats och valda avgränsningar kan läsas i nästföljande avsnitt. Datan har samlats in med hjälp av Capital IQs sökningsverktyg där avgränsningar översatts till kriterier för att underlätta sällningen. Sökningen har kontrollerats mot PE bolagens egna hemsidor, bland annat från pressmeddelanden. Jämförelsebolagen har samlats in genom att använda Capital IQ:s egna jämförelseverktyg.

För den insamlade datan har det i vissa fall förekommit extremvärden som påverkat resultatet. Vid sådana fall har det ansetts lämpligare att undersöka median snarare än medelvärde. Detta då medianen är mindre känslig för extremvärden eftersom den baseras på det mittersta värdet i en talserie.

I samband med framtagandet av resultatvariablerna har även ett statistiskt test för varje nyckeltal genomförts, med noll-hypotesen att det inte föreligger någon skillnad mellan grupperna. Detta för att kunna se ifall det går att påvisa någon statistiskt signifikant skillnad mellan LBO-bolagen och jämförelsebolagens nyckeltal.

## **2.6 Avgränsningar av data**

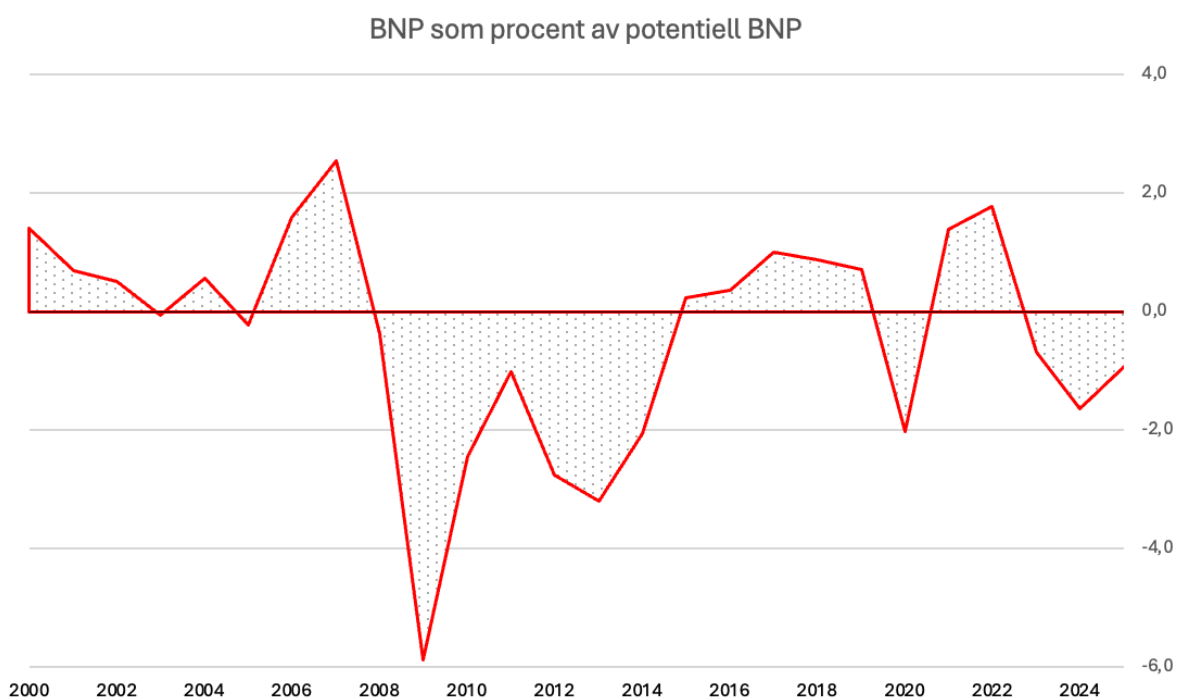
Avgränsningar som rör den kvantitativa datan presenteras nedan. Avgränsningarna berör geografi, transaktionsstorlek, tidshorisont och exitstrategi.

Denna studie fokuserar på bolag som endast är verksamma inom Europa. Studien avgränsades till "European developed markets" för att isolera effekterna av private equity investeringar i etablerade och mognare ekonomier. Detta resulterar i en mer tydlig bild hur portföljbolagen presterar utan de extra variabler som är förknippade med "Emerging markets". Majoriteten av de undersökta bolagen är belägna i Skandinavien, där 26% är svenska.

Ingen begränsning fastställdes gällande storlek på transaktionerna mot bakgrund av att transaktionsstorleken inte påverkar studiens utvalda nyckeltal. Därmed är denna aspekt inte med som en avgränsning.

Studien inkluderar bolag som har genomgått en IPO mellan åren 2014 och 2019. Detta tidsintervall valdes för att möjliggöra en analys av PE-backade bolags prestationer 3 år efter deras IPO. Det valda tidsintervallet ger en stabil grund för analysen och undviker störningar från hög- och lågkonjunkturer. Valet att undersöka bolag 3 år efter börsintroduktion grundade sig i att det ger en rättvisande bild på hur bolagen etablerat sig i form av det operationella värdeskapandet, oberoende av konjunkturen. Att avsluta år 2019 motiveras av COVID-19-pandemins påverkan på bolagets prestationer. Under perioden 2014-2019 rådde övervägande högkonjunktur, vilket stärker analysens relevans för att bedöma företagens framgångar i en gynnsam ekonomisk miljö. Figur 2 visar BNP-gapet i Sverige där det framgår att det rådde högkonjunktur mellan 2014-2019. Detta faktum stödjer valet av tidsintervall för studien, där inga justeringar gjorts för konjunkturer.

*Figur 2: Positiva värden indikerar att ekonomin befinner sig i högkonjunktur; data hämtad från konjunkturinstitutet (Westerdahl, 2024).*



Denna studie undersöker företag som först förvärvats genom en LBO av ett PE-bolag och som sedan väljer att avyttra bolaget genom en IPO. Genom att fokusera på företag som har valt att göra en IPO underlättar det jämförelse med referensbolag som är börsnoterade.

## 2.7 Urval av LBO-bolag

Med hänsyn till avgränsningarna togs kriterier för sällningen av bolag fram. I Capital IQ:s screeningsverktyg översätts de till följande kriterier:

- IPO Exchange: All European Exchanges
- Investment Style Managed (Sellers): Private Equity/Buyout
- All Transactions Announced Date: [1/1-2014-1/1-2019]

Denna initiala screening resulterade i 180 företag. Bolagen granskades för att hitta de som blivit uppköpta genom LBO samt där PE-bolaget investerat i en majoritetspost. Detta gjordes genom att manuellt undersöka transaktionsdetaljerna vid tillfället av köp. Detta resulterade i 68 bolag som uppfyller kraven för datainsamlingen. Sedan genomfördes ytterligare en screening med kriterierna som följer nedan:

- Market Capitalization [My Setting] [Latest] (\$USDmm, Historical rate) (Target/Issuer): is greater than 0
- Geographic Locations: European Developed Markets (Primary)

Denna screening genomfördes för att säkerställa att bolagen fortfarande är börsnoterade samt noterade på en marknad i enlighet med valda avgränsningar. Detta resulterade i 39 st bolag lämpliga för studien.

## 2.8 Jämförelsebolag

Jämförelsebolagen samlades in genom att använda Capital IQ:s egna jämförelseverktyg. Kriterierna som användes för att ta fram lämpliga bolag kan ses nedan:

- Industry Classifications: "Industry"
- Geographic Location: European Developed Markets
- Total Revenue [LTM] (\$USDmm, Historical rate): "Amount"
- Market Capitalization [My Setting] [Latest] (\$USDmm, Historical rate): "Amount"
- Company Status: Operating OR Operating Subsidiary OR Reorganizing
- Market Capitalization [Latest] (\$USDmm, Historical rate): is greater than 0

Majoriteten av kriterierna är standardval för Capital IQ, med undantag för det andra och sista kriteriet. Dessa lades till för att de valda avgränsningarna skulle efterföljas. Kriterierna "Industry" och "Amount" är unika för varje utvalt bolag och fylldes i automatiskt av Capital IQ, vilket säkerställer

urvalet av rimliga jämförelsebolag och minimerade Cherry-picking-bias av data. För varje utvalt bolag valdes två jämförelsebolag från den genererade listan, förutom två undantag då det bara fanns ett bolag som levde upp till ovan kriterier. Vid urvalet uppmärksammades det att ett antal av LBO-bolagen saknade relevanta jämförelsebolag. Dessa exkluderades därför, vilket minskade urvalsbolagen från 39 till 34 bolag. Detta resulterade då i 32 bolag med två jämförelsebolag vardera samt två bolag med ett jämförelsebolag. Sammantaget gav denna sökning 66 jämförelsebolag som i resultatet jämförs med urvalsbolagen.

## 2.9 Nyckeltal

De utvalda nyckeltalen i studien är omsättningstillväxt, EBITDA-marginal samt avkastning på investerat kapital. Enligt Kaplan (1989) innebär förbättringar i operativ prestanda förändringar i variabler som leder till ökat kassaflöde för målföretaget. Som exempel lyfter Kaplan (1989) fram försäljningstillväxt, tillväxt i EBITDA marginal, samt avkastning på investerat kapital. I denna studie kommer EBITDA användas som mått för operativt kassaflöde. Därmed kommer en förbättring av EBITDA marginal indikera att ett operationellt värdeskapande skett.

### 2.9.1 EBITDA marginal

EBITDA-marginal definieras enligt följande formel:

$$\frac{EBITDA}{Omsättning}$$

EBITDA marginal beskriver hur stor del av omsättningen som utgörs av EBITDA. EBITDA visar ett företags operativa vinst eftersom nyckeltalet inte tar hänsyn till räntor, skatter och ned- och avskrivningar (Fortnox, 2024). Kostnader för avskrivningar och värdeminskningar har alltså inte inkluderats i beräkningen. EBITDA kan därför ge en god uppfattning av hur väl ett företag genererar kassaflöde.

### 2.9.2 Omsättningstillväxt

Omsättningstillväxt definieras enligt följande formel:

$$\frac{Nettoomsättning_1 - Nettoomsättning_0}{Nettoomsättning_0}$$

Omsättningstillväxt är ett nyckeltal som beskriver hur omsättningen förändrats mellan två tidsperioder. Detta nyckeltal är avgörande för att bedöma ett företags förmåga att växa och expandera över tid. Beräkningsmässigt innebär detta att omsättningstillväxt är ökad omsättning i aktuell period, delat med den totala omsättningen samma period föregående år.

### 2.9.3 Avkastning på investerat kapital

Avkastning på investerat kapital definieras enligt följande formel:

$$\frac{\text{Nettoresultat} - \text{utdelningar}}{\text{Eget kapital} + \text{Skulder}}$$

Avkastning på investerat kapital, även kallat ROIC, är ett mått på ett företags effektivitet i att generera avkastning på det kapital som används i dess verksamhet (Hayes, 2023). ROIC visar hur väl bolaget använder både skuld och eget kapital för att generera vinst. Nettoresultat definieras som bolagets omsättning subtraherat med kostnader, skatt och räntor.

### 2.10 Val av statistiska test

Urvalet för denna studie består av två oberoende stickprov, LBO-företag och deras jämförelsebolag. I studien användes ett oberoende sample t-test för att undersöka om det föreligger några skillnader i de operativa verksamheterna mellan de två grupperna. För att ett sådant test ska ge ett signifikant resultat behöver observationerna i stickproven vara normalfördelade. För varje av de 12 nyckeltalen upprättades en Q-Q-plot för att bedöma normalfördelningen av datan. Resultaten visade att datan överlag är normalfördelad. Vid upptäckt av outliers genomfördes en justering för att säkerställa att datan följer en normalfördelning. Detta är avgörande för att garantera att t-testet är relevant och kan tillförlitligt tillämpas. Wilcoxons ickeparametiska test kompletterar studien i de fall då datan inte är normalfördelad. Wilcoxons ickeparametiska test, som även kallas MannWhitney U test, är ett starkare test än t-test för icke-normalfördelade stickprov (Körner och Wahlgren, 2006).

Med dessa test upprättades en statistisk hypotesprövning som syftade till att validera trovärdigheten hos specifika antaganden gällande en population (Körner och Wahlgren, 2006). Hypotesprövningen består av en nollhypotes (H0) och en mothypotes (H1) som presenterades i avsnitt 1.4. Med hjälp av testen kan nollhypotesen antingen accepteras eller förkastas (Körner och Wahlgren, 2006). För att minimera risken att en giltig nollhypotes förkastas etablerades en lämplig signifikansnivå. Den vanligaste signifikansnivån som används är fem procent och det är den nivån denna studie använder. Om ett tests signifikans överstiger den valda signifikansnivån kan nollhypotesen accepteras och vice versa (Körner och Wahlgren, 2006).

### 3 Teoretiskt ramverk

I detta kapitel redogörs de teoretiska ramverk som är relevanta vid diskussion av PE samt det värde som PE-bolag tillför portföljbolag. Det medföljer beaktande, tillämpning och analys av ett antal ekonomiska teorier. De ekonomiska teorier som tas i beaktning är Effektiva Marknadshypotesen, Agentteori, teorin om Fritt Kassaflöde, teori om Beteendekonomi och Transaktionskostnadsteorin. Samtliga teorier är fundamentala för att förstå dynamiken i finansiella marknader, hur olika aktörer i bolag verkar i relation till varandra och hur bolag maximerar sin vinst.

#### 3.1 Effektiva Marknadshypotesen

Den Effektiva Marknadshypotesen (EMH) föreslår att aktiepris återspeglar all tillgänglig information på marknaden. Som en konsekvens av detta är det omöjligt att kontinuerligt uppnå högre avkastningar än genomsnitt, till exempel genom timing eller urval av aktier. Hypotesen, som är central för investeringsstrategier och marknadsanalyser, har utsatts för omfattande empirisk granskning över olika globala marknader.

Borges (2010) tillämpade tester på marknadseffektivitet av svag form på aktiemarknadsindex i Storbritannien, Frankrike och Tyskland. Borges (2010) fann blandade bevis för EMH, där vissa marknader återspeglade effektivitet medan andra visade mönster av förutsägbarhet, vilket utmanar den traditionella förståelsen av EMH. Detta indikerar att hypotesen kanske inte håller enhetligt över olika marknader, vilket tyder på variationer i marknadseffektivitet på grund av faktorer som marknadsstruktur och investerares beteende.

Genom att vidareutveckla den dynamiska naturen av marknadseffektivitet undersöker Lim and Brooks (2011) hur effektiviteten i finansmarknader historiskt har förändrats. Studien utvecklar EMH, genom att beskriva en effektiv marknad där priser återspeglar all tillgänglig information. Författarna påpekar att marknadseffektivitet inte är ett statiskt tillstånd utan varierar över olika marknader och tidsperioder. Studien visar att denna variation beror på förändringar i marknadsmekanismer, den regulatoriska miljön och utvecklingen av informationsteknik. Vilket påverkar spridningen och absorptionen av information bland investerare.

Ytterligare ifrågasättande av den statiska uppfattningen av marknadseffektivitet leder oss till den Adaptiva Marknadshypotesen (AMH) som en konceptuell utveckling av EMH. Trung & Quang (2019) testar AMH:s validitet på den Vietnamesiska aktiemarknaden. AMH föreslår att marknadseffektivitet är ett tillstånd som kan ändras över tid, påverkat av dynamiken och förhållandena på en marknad. Deras resultat antyder att effektiviteten på den Vietnamesiska

aktiemarknaden varierar, vilket stödjer AMH:s premisser att marknadseffektivitet inte är statisk utan kan fluktuera med förändrade marknadsförhållanden.

Förutsägbarheten av aktiernas avkastningar och dess relation till marknadseffektivitet analyserades av Kim et al. (2011). I motsats till EMH:s påstående fann de bevis för att aktiers avkastning kan vara förutsägbara, vilket ger stöd åt AMH och antyder att marknader kan genomgå faser av effektivitet och ineffektivitet över tid.

Sammanfattningsvis, medan EMH har varit en grundläggande princip för investeringsstrategier och marknadsanalyser, tyder empiriska bevis från olika marknader och perioder på att dess tillämplighet kan vara mer nyanserad än ursprungligen trodd. Begreppet marknadseffektivitet verkar vara mer dynamisk och påverkas av en mängd faktorer, inklusive marknadsstruktur, investerarbeteende och makroekonomiska förhållanden. Dessa insikter utmanar universaliteten av EMH och öppnar upp nya vägar för att förstå finansmarknadernas beteende.

### **3.2 Agentteori**

Agentteori är en princip som berör de situationer där det anses finnas intressekonflikter mellan så kallade agenter och principaler, vilket kan innefatta både aktieägare och chefer (Gilson & Gordon, 2019). Inom ett och samma företag kan en agent vara en medarbetare eller en chef, medan en agent kan vara en ledning eller aktieägare. Teorin bygger på att en principal anställer en agent för att utföra ett arbete åt dess vägnar, men att konflikter uppstår när de olika parternas mål skiljer sig åt (Gordon et al, 2019). Detta är ett resultat av att individer alltid vill maximera sin egen nytta samt att principaler inte alltid kan kontrollera agenters arbete på grund av informationsasymmetri. Då agenters prestandamått, som de även belönas utifrån i sitt arbete, inte anses ligga i linje med denna sortens ägandeskap saknas tillräckliga incitament för att agenters mål ska överensstämma med principalers (Gordon et al, 2019).

Inom PE och buyouts syftar principalsidan till PE-bolaget som köpt ut ett bolag från börsen, medan bolagsledning och aktieägare agerar agenter. När ett PE-bolag köpt ett bolag via en LBO använder de flertalet strategier och metoder för att skapa värde i det uppköpta bolaget (Pindur, 2007). Ett PE-bolag tillför ofta resurser och skapar nya tillväxtpotentialer till det uppköpta bolaget, men tar även an sig rollen att övervaka bolaget och att agera rådgivare till bolagsledningen i strategiska frågor (Meuleman et al, 2009).

Kaplan & Strömberg (2004) beskriver att Venture Capital (VC) möter fyra olika sorters agentproblem i en investeringsprocess, vilka även är relevanta för PE. De fyra problemen innefattar bland annat att

agents ansträngning avtar efter principalens inblandning samt att parterna inte kommer överens gällande tillvägagångssätt vid olika strategiska beslut. Agentkonflikterna kommer att leda till så kallade agentkostnader (Kaplan & Strömberg, 2004). Vad som motsäger detta är dock att det höga låntagandet vid en LBO kan fungera som ett incitament för ledning att vara mer selektiva och noggranna vid val av nya projekt, för att minimera risktagande (Kumpf, 2013). Detta antyder att inträdandet av ett PE-bolag även kan leda till minskade agentkostnader.

### **3.3 Fria Kassaflödesteorin vid förvärv**

Konflikter om den bästa företagsstrategin mellan chefer och aktieägare är vanliga på grund av deras skilda egenintressen. När kostnaden för denna typ av intressekonflikt är hög kan ett övertag minska den (Jensen, 2003). Den Fria Kassaflödesteorin har under det senaste decenniet spelat en viktig roll vid förvärv (Jensen, 2003). Det fria kassaflödet är ett överskott som går till att finansiera företagsprojekt eller till att skapa bästa möjliga värde för aktieägare med hjälp av utbetalningar. Konflikten mellan chefer och aktieägare är en slags agentkonflikt som behandlas i avsnittet ovan. När en organisation genererar fritt kassaflöde skapas en konflikt mellan aktieägare och chefer över utbetalningspolicies (Jensen, 2003). Chefer vill ofta inleda projekt som främjar organisationens överlevnad, medan aktieägare vill fokusera på utdelningen.

Att kontrollera ett bolags skuld och fria kassaflöde är inte lika användbart i alla organisationer, utan främst i de som måste krympa. Att kontrollera det fria kassaflödet och bolagets skuld innebär att vara mer noggrann med bolagets kostnader, vilket inte alltid har fördelaktiga effekter (Jensen, 2003). På bolag som redan växer snabbt men saknar fritt kassaflöde är denna effekt inte lika användbar, då utnyttjandet av det fria kassaflödet blir avgörande för bolagets expansion och framtid.

Många av fördelarna med att genomföra en IPO efter en LBO beror på kontrollfunktionen som skulden innebär (Jensen, 2003). Dessa transaktioner omorganiserar bolaget på ett sätt som förbättrar organisationen från tidigare. LBO:er finansieras ofta med hög skuld, varav genomsnittet är 10 gånger eget kapital (Jensen, 2003).

Det är enklare och billigare att ersätta chefer i företag där företaget finansieras genom skuld och inte bara eget kapital (Jensen, 2003). Orsaken till detta är att eftersom friheten och antalet nya projekt som cheferna kan utföra inte är lika många och därmed fyller PE-bolagets förvaltning ett större ansvar kring företagets utveckling. Skulden hjälper företag att undvika projekt med sämre avkastning eftersom det inte finns utrymme eller kapital för detta. Teorin förutspår att uppköp som finansieras med likvida medel och skuld (vilket är fallet för PE-uppköp) motiverar ledning mer att använda

tillgängliga resurser effektivt, än om det finansierats med aktier från det uppköpande bolaget (Jensen, 2003).

Bevis från finansiella transaktioner visar att investerarna har dragit nytta av ökade utbetalningar samt visat att investerare reagerar positivt på tillkännagivanden om ökade utdelningar och negativt på nedskärningar av utgifter (Jensen, 2003). Skulden är billig och användbar för att finansiera projekt som annars inte skulle vara möjliga, så det är ingen överraskning att dessa transaktioner är vanliga och fördelaktiga för aktieägarna (Jensen, 2003).

Palepu (1986) hävdar att företag som har en obalans mellan tillväxt och resurser har en större sannolikhet att bli föremål för ett förvärv. Dessa företag karakteriseras av hög tillväxt, låg likviditet, hög belåningsgrad eller låg tillväxt, låg likviditet och låg belåningsgrad. Jensen (2003) menar att målföretag kan vara av två typer, där den första är företag med dålig ledning som har presterat dåligt innan fusionen. Den andra typen är företag som har presterat exceptionellt bra och har ett starkt fritt kassaflöde som de inte vill betala ut till aktieägarna.

### **3.4 Transaction Cost Theory**

Transaction Cost Theory (TCT) syftar på att förklara sammanhanget mellan hur bolag väljer mellan olika organisationsstrukturer och handlingsalternativ med bakgrund av de kostnader som tillkommer i samband med en försäljning (Rindfleisch, 2019). Transaktionskostnader är de kostnader som uppstår vid att ingå, genomföra och övervaka en transaktion på en marknad. Det är inte endast monetära kostnader som uppstår vid försäljning utan också andra faktorer. Rindfleisch (2019) hänvisar till Coase (1937) när han menar att "The most obvious cost... is that of discovering what the relevant prices are"(Coase, 1937). TCT syftar vidare på att förklara varför bolag väljer att integrera vertikalt istället för att använda marknadsmekanismer, som exempelvis specialisering (Rindfleisch, 2019). Enligt TCT är det de transaktionskostnader som uppstår vid användning av marknaden som motiverar bolag att integreras. Coase (1937) menar att det är lönsamt att etablera ett bolag eftersom det finns en kostnad för att använda marknadsmekanismen. Transaktioner på marknaden medför en uppsättning kostnader som kan minskas om transaktionerna genomförs inom ramen för ett bolag (Rindfleisch, 2019). Genom att identifiera och analysera transaktionskostnader kan bolag fatta mer informerade beslut om hur de ska organisera och genomföra sina affärsaktiviteter (Jacobides & Winter, 2005).

## 4 Resultat

I detta kapitel redogörs resultatet för intervjuerna samt resultatet från datainsamlingen som utförts i studien. Resultatet för intervjuerna har delats upp i nio övergripande teman som redovisas ett i taget. Den insamlade kvantitativa datan består av ett urval av 34 företag som genomgått en LBO och sedan avyttrats med en IPO samt deras kontrollgrupp. Resultatet redovisas ett nyckeltal i taget.

### 4.1 Resultat från intervjustudie

I nedan avsnitt presenteras resultatet från intervjuerna. Resultatet delas in i nio delar utifrån teman som uppstod under intervjuerna. Dessa är Value Creation Plan, Försäljningsökning och kostnadsbesparingar, Aktivt ägande, Industrispecifik kompetens, Incitamentstrukturer och ägarandelar, Lånens påverkan vid LBO, Mätetal för operationell prestanda, PE-bolags kriterier vid val av portföljbolag, och Skepticism mot långsiktigt framgång hos portföljbolag. Under intervjuerna har tendenser till fördomsbias upptäckts, de personer som är inom branschen har inte något kritiskt att säga om branschen medan de personer utanför branschen har ofta en mer kritisk syn.

#### 4.1.1 Value Creation Plan

Majoriteten av alla PE-bolag har någon form av strukturerat tillvägagångssätt för deras värdeskapande processer som vi benämner som Value Creation Plan (VCP). Även respondenter som inte beskrev att de har någon VCP arbetar med en målbild, även om målbilden inte är alltför specificerad. En orsak till detta, som presenterades av flera PE-bolag, var att varje portföljbolag är unikt och att de därför anser att det är viktigt att inte vara för specifik i sitt tillvägagångssätt på förhand. Ett av PE-bolagen förklarade att bolag kan vara unika i form av att de är mer eller mindre mogna. Värdeskapande aktiviteter kopplat till yngre bolag handlar vanligtvis mer om att jobba med produktutveckling eller marknadsföring. Med ett mer moget bolag handlar aktiviteterna om effektivisering av verksamheten och ledarskap. Flera av respondenterna arbetar med teknikaspekten inom sina portföljbolag där de, för att skapa värde till sina portföljbolag, genom att ha rätt plattformar på plats samt att de arbetar med digitalisering. VCP:n kan i sin tur delas in i separata delar, som rör exempelvis försäljningsökning, produktutveckling, effektiviseringar av operativ verksamhet och kompetensutveckling.

Ett generellt sätt att skapa värde för portföljbolagen, som togs upp av PE-bolagen, är genom att de går in med externt kapital och att det i sig skapar värde genom att portföljbolagets handlingsalternativ blir fler. De diskuterade vidare att man annars endast hade kunnat arbeta med ett delmoment av sin VCP, men när man har tillgång till externt kapital kan man göra flera delmoment samtidigt.

### 4.1.2 Försäljningsökning och kostnadsbesparingar

Andra intervjurespondenter tog upp att försäljningsökning och marknadsföring är deras värdeskapande aktiviteter. Dessa aktiviteter kunde även innefatta att arbeta med prissättning av produkter och att utveckla portföljbolagets försäljningsorganisation. En av orsakerna till att arbeta med detta, var att deras portföljbolag sällan har fokuserat på detta tidigare. Vidare beskrev respondenter hur portföljbolagens kundrelationer är något de fokuserar på. Andra aktiviteter som togs upp var olika former av kostnadsbesparingar och förändringar i kostnadsbasen, som görs för att skapa ytterligare värde. Ett av PE-bolagen menade att det inte är lika vanligt med kostnadsbesparingar nu som under 1990-talet, för att marknaden kräver att bolagen ska förbättras mer ifall de ska avyttras med vinst. Dessutom har PE-bolag blivit mer medvetna om sitt rykte och inte vill försämra det genom att sälja ett bolag där de endast genomfört kortsiktiga besparingar.

Ytterligare värdeskapande aktiviteter som togs upp handlar om att ta bort funktioner i bolagen som överlappar varandra och att arbeta med synergieffekter. Flera av de intervjuade bolagen menade att de arbetar med "Downsizing" och att "ta bort allt overhead[-kostnader] och ha det på ett ställe". De kan även bygga på de olika portföljbolagen och utnyttja eventuella synergieffekter, vilket är gemensamt för flera bolag. Synergieffekter kan vara att samla alla portföljbolagens utveckling eller inköp vilket kan ses som en form av vertikal integration. Ytterligare en aspekt, som presenterades flera gånger, för att skapa värde är innovation och att utveckla nya tjänster som de säljer till portföljbolagens redan befintliga kunder.

### 4.1.3 Aktivt ägande

Alla respondenter utom en ansåg att aktivt ägande är viktigt för värdeskapande i bolagen. Ett tema uppstod i att de ansåg att PE-bolaget kan göra mest skillnad genom att påverka och stötta ledningen. Enligt respondenterna är det fördelaktigt att hitta en bra VD eller CFO, istället för att göra arbetet själva. Denna åsikt delade flera respondenter, som endast påverkar portföljbolaget genom ledningen och poängterar att de är noggranna med att alltid finnas där för ledningsgruppen, men att de inte vill ta bort deras autonomi och ansvar. Ett sätt som de värna om deras autonomi är att inte använda sig av interna eller externa konsulter som går in och detaljstyr bolaget. Förutom vanliga styrelsemöten händer det att PE-bolagen har stödmöten med ledningen varje vecka. Dessutom menade de att styrelsemötena är mer produktiva än om bolaget är noterat på en börs. Orsaken till detta är att de istället för att spendera tid på att godkänna policyer för att efterfölja börsens regler, kan fokusera på att utveckla verksamheten. En respondent förklarade att det kan vara kontraproduktivt att ha en ägare som ständigt övervakar, speciellt i kombination med att ägarna ofta har mindre kompetens att driva bolaget än VD:n.

I denna fråga hade dock några intervjurespondenter skilda åsikter, där ett av PE-bolagen själva går in i portföljbolaget ifall de behöver hjälp med något som PE-bolaget redan har god erfarenhet av. Andra PE-bolag beskrev att de kan använda sig av externa konsulter ifall det behöver ske stora förändringar eller ifall portföljbolaget behöver hjälp med att exempelvis utforma en marknadsplan. I detta belystes även att det kan vara fördelaktigt att anlita en enskild person som de jobbat med tidigare istället för att anlita en större konsultbyrå, som ofta gör generella analyser istället för att ge operationell rådgivning.

Synen på ledningsbyte skilde sig mellan respondenterna. De flesta PE-bolag beskrev att de byter VD eftersom de anser att de kommande förändringarna kräver nytt ledarskap och att det är naturligt att olika faser i bolagets tillväxt kräver olika typer av ledarskap. Dessutom menade de på att vissa portföljbolag, vid förvärvet, har för högt beroende av en enskild grundare eller VD, vilket de vill ändra på genom att göra bolaget "personoberoende". Däremot föredrog ett fåtal intervjurespondenter att inte byta ut den nuvarande VD:n, då de menade att det tar för lång tid och för mycket energi att genomföra en nyrekrytering.

#### **4.1.4 Industrispecifik kompetens**

Baserat på intervjurespondenternas svar, kan industrispecifik kompetens sammanfattas som att PE-bolagen i varierande utsträckning har specifik kunskap eller tillgång till personer med specifik kunskap inom en industri, en process eller en geografi.

Flera av intervjurespondenterna hävdade att deras branschkunskap är en av huvudanledningarna till att de kan tillföra värde till portföljbolagen. Däremot poängterades att denna kunskap inte nödvändigtvis behöver röra branschen som portföljbolaget verkar i. Ett av PE-bolagen menade att PE-branschens syn på industrispecifik kompetens har förändrats över tid och att PE-bolagens kompetens på 1990-talet låg i att anskaffa fördelaktiga lån. Senare, under 2010-talet, var firmorna inriktade geografiskt men att dagens PE-bolag vanligtvis är inriktade på olika branscher.

Det tydliggjordes att en del av PE-bolagen är inriktade på vissa industrier, där de ämnar att ha hög kompetens. De eftersträvar dock inte att vara experter, men de vill kunna uppnå en övergripande förståelse för bolaget och industrin. De vill också bygga ut ett nätverk där de vet vilka som är bra kandidater till VD-poster, vilka som är bra styrelseledamöter och vilka industriella rådgivare som finns. Vidare använder sig ett av PE-bolagen av industriella rådgivare. Det kan vara tidigare VD:ar eller grundare av framgångsrika bolag inom industrin.

#### **4.1.5 Incitamentsstrukturer och ägarandelar**

Alla PE-bolag utom ett beskrev att de har någon form av incitamentsprogram som de erbjuder portföljbolagets ledningsgrupp. Syftet med ett incitamentsprogram beskrevs som att ge finansiella

incitament till ledningen att prestera samt att se till att PE-bolagets och ledningens mål överensstämmer. Majoriteten av PE-bolagen påpekade att deras incitamentsprogram utformas så att den som tilldelas det får oproportionerligt mycket utdelning för att nå vissa mål. För flera av PE-bolagen är incitamentsprogrammet utformade så att en VD som når de uppsatta målen kan få ungefär 10-20 gånger pengarna de investerar. Det beskrevs att det skapar en "vi"- känsla istället för en "vi mot dom"-känsla i förhållandet mellan anställda och ägare. Respondenterna poängterade att incitamentsprogrammen alltid betalas ut när bolaget avyttras. Detta för att incitamenten ska vara samma genom hela innehavandeperioden.

Det framkom från intervjuerna att de PE-bolag som har incitamentsprogram ser det som viktig del i värdeskapandet. Dock lyfte en av respondenterna att det är viktigt att erbjuda ägarandelar och incitamentsprogram, men att det borde göras till fler personer i organisationen och även längre ner i organisationshierarkin än vad det gör i nuläget.

#### **4.1.6 Lånens påverkan vid en LBO**

Majoriteten av intervjurespondenterna ansåg att låntagandet ger en kostnadsdisciplin och poängterade att det därför finns operativa fördelar med att skuldsätta portföljbolagen. Däremot tydliggjordes det att skuldsättningen inte bidrar till den största delen av avkastningen vid LBO. De huvudsakliga fördelarna som beskrevs med att använda LBO:er vid bolagsförvärv, var en kostnadsdisciplin samt skapandet av en finansiell hävstång.

Respondenterna förklarade att skuldsättningen som skapas, för portföljbolaget, vid en LBO genererar en kostnadsdisciplin eftersom räntekostnaderna kräver att bolaget att generera kassaflöde. Detta är till följd av att portföljbolaget måste kunna möta dess räntekostnader. Respondenter som motsatte sig detta menar att det inte krävs skuld för att skapa en kostnadsdisciplin, utan att även en bra ledningsgrupp kan skapa detta. Vidare hävdades att lånen medför en risk för bolagen och denna risk medför att vissa PE-bolag inte anser att lån är nödvändigt vid ett förvärv.

Den finansiella hävstången som intervjurespondenterna beskrev, bidrar med en hävstång på investeringen, men inte på den operationella verksamheten. Det ansågs bero på att lånen endast används vid bolagsförvärvet. Därav blir den finansiella hävstången en värdeskapare, men det möjliggör även för PE-bolaget att förvärva större bolag.

#### **4.1.7 Mätetal för operationell prestanda**

De mätetal som intervjurespondenterna beskrev att de använder för att mäta operationell prestanda varierar, även om det finns en konsensus att EBITDA-marginal är ett bra och frekvent använt mätetal. Däremot togs en vilja att komplettera EBITDA-marginal med andra mätetal som är specifika för

portföljbolaget i fråga upp. Exempel på sådana specifika mått, som presenterades av respondenterna, var antal transaktioner som slutförs inom en viss avdelning eller inom ett visst geografiskt område. Andra mått som presenterades var Annual Recurring Revenue och fritt kassaflöde, vilka ansågs vara användbara när portföljbolagen är teknikbolag. Även lönsamhet och omsättningstillväxt presenterades som essentiella mätetal av respondenterna, samt att balansen mellan dessa två är viktig för att uppnå ett bolag som både genererar vinster och växer. Slutligen nämndes måttet Money on Cash vara en relevant multipel eftersom det mäter det kapital som genereras från förvärvet vid exit.

#### **4.1.8 PE-bolagens kriterier vid val av portföljbolag**

Ett återkommande tema genom intervjuerna var att de portföljbolagen som PE-bolagen väljer är stabila bolag med positiv lönsamhet. Däremot framkom även bolag som inte alltid tillämpar denna princip. Detta kunde till exempel bero på att PE-bolagen i fråga arbetar med tillväxtbolag, som ofta gör stora investeringar för att generera tillväxt, vilket tenderar att resultera i lägre lönsamhet. I vissa fall kunde även de mjuka värdena spela en mer signifikant roll. Mjuka värden kan inkludera kunder, nyckelsäljare, värderingar inom bolaget, kundbemötande och så vidare. En orsak till att PE-bolag ibland kan bortse från att portföljbolagen har en negativ lönsamhet var att de då kan utnyttja möjligheten att kunna anskaffa sig portföljbolaget till ett bättre pris.

Dock finns det även en önskan hos majoriteten av PE-bolagen att portföljbolagen ska vara mogna, gärna familjeägda, eller äldre bolag med ett generationsskiftesbehov. Orsaken till detta, presenteras som att dessa ofta är mer oprofessionella säljare, vilket innebär att de kan förhandla sig till ett bättre pris. Själva transaktionsmomentet förenklas också eftersom ägarna oftare har andra orsaker till försäljning än finansiella. En annan önskan som beskrevs var att portföljbolagen skulle erbjuda icke-cykliska produkter eller tjänster, eftersom det bidrar till att bolaget har stabila positiva kassaflöden.

Respondenter lägger även vikt vid att portföljbolaget, eftersom en LBO innefattar en stor del skuld för att finansiera uppköpet, måste ha en positiv tillväxt på dess omsättning, bra EBIT och positiva kassaflöden. Detta för att i sin tur kunna amortera och betala av lånen. Det togs även upp att valet av LBO-kandidat påverkas mycket av informationsasymmetrier, där köparen ser andra värden i bolaget än vad befintliga ägare gör.

#### **4.1.9 Skepticism mot långsiktig framgång hos portföljbolag**

Gällande den rådande debatten och skepticismen mot PE höll majoriteten av respondenterna inte med. Dea förklarade att kritiken gällande att PE-bolag inte arbetar för långsiktig framgång kan ha varit relevant för 30 år sedan, men att de flesta PE-bolag nu arbetar mot det. En annan aspekt som förklarades var att kvalitetsstämpeln som ett portföljbolag får av att ha varit PE-ägt kan underlätta den

långsiktiga framgången, givet att PE-bolaget har ett gott rykte. Däremot framfördes även åsikter om att det kan ge en potentiellt falsk indikation om att PE-bolaget är kompetent till grundaren som säljer. Vissa respondenter tycktes även instämma i den allmänna skepticismen och förklarade att PE-bolag är ute efter hög och kvick avkastning på investeringen och att verksamheten därmed inte är långsiktig. Däremot framfördes även åsikter om att det inte bara är PE-bolagens fel om portföljbolagen inte uppnår långsiktig framgång, utan att det kan bero på att portföljbolagen själva inte har samma förhandlingskunskaper och möjligheter som PE-bolagen har.

En aspekt att ta hänsyn till, enligt intervjurespondenterna, var de svårigheter som PE-bolagen möter gällande implementationer av förändringar i portföljbolag. Ett av PE-bolagen såg detta som en av de största utmaningarna, eftersom de aldrig äger majoritet i bolaget och därmed inte har full bestämmanderätt. Detta PE-bolag använder sig istället av att hitta bolag med en ledningsgrupp som delar deras syn på bolaget och vad som ska finnas med på deras VCP. Flera respondenter instämde i detta och beskrev att det ofta sker att PE-bolaget och ledningsgruppen kan ha en samsyn till en början, men att friktion kan skapas när portföljbolaget börjar växa till exempel. Det presenterades även fall där en VD på ett portföljbolag är väldigt motstridig till förändringar och att det därför är vanligt att PE-bolag har en tilltänkt VD, som är införstådd med planen från början, när de gör ett förvärv. Vidare beskrevs liknande problem kopplat till att medarbetare på portföljbolag kan ha svårt att acceptera förändringar som sker och att arbeta mot samma mål. Orsaken till denna motstridighet kunde, enligt respondenten, bero på att de får en annan roll på bolaget där de eventuellt får mindre ansvar, vilket sällan anses vara positivt.

## **4.2 Resultat av kvantitativ sekundärstudie**

Resultaten är uppdelade i EBITDA-marginal, avkastning på investerat kapital och omsättningstillväxt. Dessa är kopplade till de hypoteser som berör respektive nyckeltal.

### **4.2.1 EBITDA-marginal**

I detta avsnitt presenteras de kvantitativa resultaten och resultaten från t-testerna för följande nollhypoteser:

$H_0$  = Det finns ingen skillnad i EBITDA-marginal vid tidpunkten för IPO hos företag som genomgått en LBO gentemot företag som inte genomgått en LBO.

$H_0$  = Det finns ingen skillnad i EBITDA-marginal tre år efter IPO hos företag som genomgått en LBO gentemot företag som inte genomgått en LBO.

I tabell 3 presenteras resultatet för EBITDA-marginal. Vid året för IPO uppvisade LBO-bolagen ett medelvärde på 17.40% medan jämförelsebolagen hade ett medelvärde på 12.10%. Tre år senare hade EBITDA-marginalen för LBO-bolagen ökat till 18.96% medan den för jämförelsegruppen hade minskat till 11.21%.

*Tabell 3: EBITDA-marginal för respektive bolag år 0 och år 3, med både medelvärde och median.*

		År 0	År 3
<b>LBO-bolag</b>	Medelvärde	17.40%	18.96%
	Median	14.65%	13.33%
<b>Jämförelsebolag</b>	Medelvärde	12.10%	11.21%
	Median	9.78%	10.85%

Utifrån genomfört t-test går det att uppvisa en signifikant skillnad i EBITDA-marginal både vid år 0 och år 3. Detta syftar till att skillnaden mellan resultaten för detta test med signifikans 95% inte beror på slump. Det resulterade även i att noll-hypoteserna ovan förkastades. Resultatet i sin helhet finns bifogat i bilaga B och C.

#### 4.2.2 Omsättningstillväxt

I detta avsnitt presenteras de kvantitativa resultaten och resultaten från t-testerna för följande nollhypoteser:

$H_0$  = Det finns ingen skillnad i Omsättningstillväxt vid tidpunkten för IPO hos företag som genomgått en LBO gentemot företag som inte genomgått en LBO.

$H_0$  = Det finns ingen skillnad i Omsättningstillväxt tre år efter IPO hos företag som genomgått en LBO gentemot företag som inte genomgått en LBO.

Datan för omsättningstillväxt har flera extremvärden som påverkar medelvärdet. Mot bakgrund av detta användes medianen vid jämförelse av detta nyckeltal. För LBO-bolagen var medianen 9.42% vid året för IPO och tre år senare hade den ökat till 10.47%. Medianen för jämförelsebolagen är 5.22% år 0 och var vid år 3 nästintill oförändrad.

Tabell 5: Omsättningstillväxt för respektive bolag år 0 och år 3, med både medelvärde och median.

		År 0	År 3
<b>LBO-bolag</b>	Medelvärde	12.58%	11.22%
	Median	9.42%	10.47%
<b>Jämförelsebolag</b>	Medelvärde	10.40%	11.61%
	Median	5.22%	5.20%

Utifrån genomfört t-test går det inte att uppvisa en signifikant skillnad, givet en signifikansnivå på 95%, i omsättningstillväxt, varken vid år 0 eller år 3. Detta syftar till att skillnaden mellan resultaten för detta test kan bero på slump. Det betyder inte att det inte existerar någon skillnad utan att det statistiskt saknas bevis för att dra den slutsatsen på den givna signifikansnivån. Med detta i beaktning accepterades ovan hypoteser. Resultatet i sin helhet finns bifogat i bilaga B och C.

#### 4.2.3 Avkastning på investerat kapital

I detta avsnitt presenteras de kvantitativa resultaten och resultaten från t-testerna för följande nollhypoteser:

$H_0$  = Det finns ingen skillnad i Avkastning på investerat kapital vid tidpunkten för IPO hos företag som genomgått en LBO gentemot företag som inte genomgått en LBO.

$H_0$  = Det finns ingen skillnad i Avkastning på investerat kapital tre år efter IPO hos företag som genomgått en LBO gentemot företag som inte genomgått en LBO.

I resultatet går det att avläsa att medelvärdet för LBO-bolagen ökade från 7.27% år 0 till 9.89% år 3. För jämförelsebolagen skedde det en minskning från 9.01% år 0 till 8.59% år 3.

Tabell 4: Avkastning på investerat kapital för respektive bolag år 0 och år 3, med både medelvärde och median.

		År 0	År 3
<b>LBO-bolag</b>	Medelvärde	7.27%	9.89%
	Median	6.90%	8.61%
<b>Jämförelsebolag</b>	Medelvärde	9.01%	8.59%
	Median	5.24%	5.50%

Precis som för omsättningstillväxt går det utifrån genomfört t-test inte att uppvisa en signifikant skillnad i avkastning på investerat kapital, varken vid år 0 eller år 3. Detta syftar till samma resonemang som går att avläsa i stycket ovan och ovan hypoteser kunde därmed ej förkastas. Resultatet i sin helhet finns bifogat i bilaga B och C.

## 5 Diskussion

Med koppling till resultaten från den kvantitativa studien och intervjustudien uppkommer en diskussion ifall PE-bolag faktiskt levererar utefter de påståenden som framkommit.

Utifrån den kvantitativa studien utvärderas huruvida de påståenden som framkommit i intervjuerna kan bekräftas eller ifrågasättas. Följande frågeställningar har besvarats i studien:

1. Vilka aktiviteter genomför PE-bolag för att tillföra operationellt värde i förvärvade bolag?
2. Hur presterar bolag som PE-bolag förvärvat genom LBO och sedan genomgått en IPO jämfört med företag som inte genomgått en LBO-process, vid IPO och tre år senare?

Frågeställning 2 har besvarats av studiens kvantitativa studie, som sedan används för att styrka resultatet vi fått från intervjustudien. I intervjustudien har frågeställning 1 besvarats.

### 5.1 Diskussion operationellt värdeskapande

Resultatet visar flera aktiviteter för operationellt värdeskapande. Dessa inkluderar Value Creation Plan, aktivt ägande, industrispecifik kompetens, incitamentsprogram och lån. Därefter lyfter vi intressekonflikter och kopplingar till teorier som Fria Kassaflödesteorin och Transaction Cost Theory.

#### 5.1.1 Value Creation Plan

Resultatet utifrån respondenterna antyder att en central komponent i operationellt värdeskapande är en övergripande plan eller målbild. Denna plan benämns Value Creation Plan (VCP). Även de intervjuade PE-bolagen som inte har en VCP arbetar med en målbild. Detta indikerar vikten som PE-bolag lägger på att de själva och portföljbolagets ledning ska ha en tydlig och mätbar plan för innehavandeperioden. Vidare antyder Kaplan & Strömberg (2009) att PE-bolag tillför värde genom att införa styrelsemässiga, finansiella och operationella förändringar som berör ägarandelar, kapitaltillskott, och omplacering av resurser. VCP:n ses som ett sätt att sammanställa de operationella förändringarna och för att nå enighet mellan ledning och PE-bolag. VCP:n kan därmed ses som ett verktyg för att minska både agentkostnader och informationsasymmetrier. Alltså stämmer litteraturens bild av en VCP överens med intervjurespondenternas beskrivning.

Vidare kan VCP ses som ramverk för de resterande värdeskapande aktiviteterna. PE-bolaget kan utforma sitt aktiva ägande, till exempel om de ska byta ut ledningen, genom att följa upp VCP:n. De utformar också incitamentsprogram utefter VCP:n.

### 5.1.2 Aktivt ägande och industrispecifik kompetens

En av de förändringar som PE-bolag gör för att främja värdeskapande inom portföljbolag är att tillföra styrelsemässiga förändringar. Majoriteten av respondenterna menar att PE-bolagen själva är mer aktiva ägare, genom att bland annat tillföra industrispecifik kompetens. Detta ligger i linje med Kaplan & Strömbergs (2009) fynd om att PE-bolag i allt större utsträckning specialiserar sig till en specifik industri. Däremot skiljer sig synen på industrispecifik kompetens samt hur mycket kompetens som behövs mellan respondenterna. Vissa anser att industrispecifik kompetens syftar till ett branschfokus, andra menar att det kan röra sig om kompetens inom en viss process, och vissa kan gå in i bolagen operativt och ta över arbetsuppgifter. Detta symboliserar tre nivåer av branschspecifik kompetens, i kombination av aktiva ägare, som identifierats i intervjustudien. Vi har inte funnit dessa nivåer i tidigare studier, och ser det därmed som ett tillskott till teorin.

Huruvida PE-bolag har den industrispecifika kompetensen själva eller om de anställer externa konsulter för denna kompetens skiljer sig åt. Som i fallet med industrispecifik kompetens har användningen av konsulter identifierats på tre nivåer. Den första är att inte använda sig av konsulter alls. Den andra är att använda konsulter för att lösa specifika operationella problem, som att prissätta en produkt. Den tredje är att större konsultbyråer anlitas för att få övergripande strategisk rådgivning. Här skiljer sig intervjurespondenters svar från teorin, som inte lyfter användningen av externa konsulter. Denna skillnad kan bero på att användandet av externa konsulter har växt fram mer på senare år och att det därmed inte lyfts i äldre litteratur. Att användningen av externa konsulter har ökat kan bero på att PE-bolag har insett att de kan tillskaffa högre kompetens genom att göra det än att alltid försöka ha kompetens internt.

En möjlig konsekvens av de respektive synsätten på industrispecifik kompetens är att utfallet av det aktiva ägandet skiljer sig åt. PE-bolag som tillför industrispecifik kompetens operationellt kan utveckla portföljbolagets produkter och tjänster samt anställa individer med god erfarenhet inom relevant sektor. PE-bolag utan den industrispecifika kompetensen, men med kompetens inom vad som generellt driver ett bolags prestation, kan istället förbättra ett portföljbolags värde och prestation genom att till exempel leda portföljbolaget i vilka uppköp de ska göra eller hur de ska utnyttja sitt fria kassaflöde för ökad avkastning.

Avslutningsvis nämner både litteraturen och intervjurespondenterna att det aktiva ägandet är en del av de värdeskapande strategierna som ett PE-bolag tillför sina portföljbolag. Att det är vanligt att VD:n byts ut kan förklaras med att VD:n inte utgör en lika viktig roll efter uppköp, något som överensstämmer med Fria Kassaflödesteorin. Teorin antyder att orsaken till att VD:ns roll blir mindre betydelsefull är för att det blir viktigare att skapa fria kassaflöden, vilket resulterar i att projekt som den tidigare VD:n drivit inte längre är relevanta. Ytterligare något som Fria Kassaflödesteorin berör är att ledningen i portföljbolagen får större motivation efter förvärv, en aspekt kopplad till

värdeskapande i form av aktivt ägande. Däremot tar endast litteraturen upp förekomsten av Agentkonflikter och hur detta påverkar företagspresentationen, även om respondenter också beskriver att det kan uppstå svårigheter i att implementera förändringar i portföljbolagen. Däremot nämner ingen respondent explicit uttrycket Agentkostnader. Litteraturen beskriver att PE-bolaget och ledningen på portföljbolaget kommer att hamna i konflikt med varandra om de har olika intressen för bolaget, eftersom båda parter vill maximera sin egen nytta. Många av respondenternas tillvägagångssätt för att implicit avvärja dessa agentkostnader, är att hitta en ledningsgrupp som delar PE-bolagets syn på portföljbolaget och upprätta incitamentsprogram för ledningsgruppen om de levererar planen för bolaget är.

### **5.1.3 Incitamentsprogram och Agentteori**

Från resultatet framgår det att PE-bolag ser incitamentsprogram som en viktig del av det operationella värdeskapandet. Detta kan kopplas till agentteori, genom att PE-bolag använder incitamentsprogram för att minska agentkostnader och sammanföra PE-bolagets och ledningens intressen. För att incitamentsprogrammen ska vara effektiva måste de ge utdelning till ledning för att uppnå precis de mål som PE-bolaget har. Notera att dessa mål inte nödvändigtvis behöver innebära att ledningen får utdelning för att skapa operationellt värde, men i och med att PE-bolagen behöver skapa operationellt värde för att sälja bolaget till ett bra pris, borde incitamentsprogrammen bygga på operationella mål. En begränsning med incitamentsprogrammen är att de alltid avser portföljbolagets innehavandeperiod. Detta innebär att ledningen inte har samma incitament att utföra förändringar som inte realiserar under innehavandeperioden.

Vidare uppstår det en annan agentkonflikt när incitamentsprogrammen ska upprättas. Ledningen vill sätta så låga mål som möjligt då det blir mer lättuppnåeligt, medan PE-bolaget vill sätta så höga mål som möjligt för att maximera avkastningen vid exit.

### **5.1.4 Lån och kostnadsdisciplin**

Att det råder delade meningar kring ifall lån bidrar med kostnadsdisciplin kan bero på två anledningar. De PE-bolag som anser att lån inte ger kostnadsdisciplin skapar det på andra sätt, eller äger bolag där kostnadsdisciplin inte är lika viktigt. Det kan också kopplas till PE-bolagets förtroende för ledningen, och hur väl de tror att ledningen kan använda bolagets fria kassaflöden. PE-bolag med lägre förtroende för ledningen i sina portföljbolag kommer vilja se lånen som en kostnadsdisciplin, medan PE-bolag med högt förtroende för ledningen inte kommer göra det. Att lån orsakar kostnadsdisciplin kan kopplas till Fria Kassaflödesteorin. Fria Kassaflödesteorin förutspår att de fria kassaflödet används mer effektivt efter uppköp. Kostnadsdisciplin till följd av lånen är en trolig anledning till detta.

### 5.1.5 Intressekonflikter och värdeskapande

Vid flera intervjuer nämns att det blivit ett allt större fokus på att öka försäljningen över tid för att öka EBITDA, samt att kostnadsbesparingar inte är lika vanligt som under 1990-talet. För att kunna sälja ett bolag till en hög värdering idag måste det ses som en lönsam investering för köparen. Denna förändring kan bero på en mer effektiv marknad där företag som säljs av PE-bolag noggrant värderas och undersöks. Andra faktorer inkluderar att PE-bolag är mer måna om sitt eget rykte samt motpartens uppfattning. PE-bolag behöver idag ha ett gott rykte, i form av att kunna visa upp ett gott resultat på tidigare lyckade förvärv, för att kunna förvärva eftertraktade bolag och få investerare. Dessutom kommer deras rykte och varumärke att vara en värdeskapande aktivitet i sig för portföljbolaget. Detta beror på att portföljbolagen får både publicitet och en positiv stämpel om ett välkänt PE-bolag är intresserade av att förvärva dem.

I resultatet framgår det att kapitaltillskottet från en LBO driver tillväxt. Portföljbolagen söker kapitaltillskott, nätverk och expertis som PE-bolagen kan bidra med. Huvudsyftet för PE-bolagen är emellertid att maximera avkastningen till sina investerare, vilket kan leda till en intressekonflikt mellan bolagsledningen och PE-firman gällande tidshorisonten för värdeskapande. Något att notera är att PE-bolagen, även om deras huvudsyfte är att maximera avkastningen för sina investerare, inte enbart agerar i eget intresse. Genom att fokusera på långsiktigt värdeskapande kan PE-bolagen stärka sitt rykte och öka förtroendet hos investerare och andra intressenter.

Pindur (2007) antyder att valet av exitstrategi kan i sig vara en värdeskapande aktivitet, exempelvis Secondary buyout där det nuvarande ledningsteamet eller PE-bolaget tillsätter en ny och eventuell större ägare. Våra respondenter nämner inget om att valet av exitstrategi kan påverka värdet i bolaget. Istället belyser de vikten av specifika operationella förändringar såsom arbete med säljstyrkan, marknadsföring, prissättning av produkter och kundrelationer. Uddit et al. (2021) tar upp att en värdeskapande aktivitet är att minimera mängden informationsasymmetrier, något som inte belyses i vår intervjustudie.

### 5.1.6 Transaction Cost Theory

Transaction Cost Theory (TCT) betonar att det inte endast är de monetära kostnaderna som uppstår vid ekonomiska transaktioner, utan att även aspekter såsom tid och osäkerhet bör tas i beaktning. Några av respondenterna menar att det inte endast är transaktionskostnader som bör tas i beaktning för att expandera och växa ett företag, för att nå den tänkta framgången. TCT betonar hur företag väljer att integrera vertikalt, något som två av PE-bolagen från vår intervjustudie har gjort, och vidare hur transaktionskostnaderna minskar genom denna integrering. PE-bolagen från vår intervjustudie samlade produktutveckling respektive inköp i syfte att minska risker och kostnader. Detta är i linje med TCT. I likhet med TCT så beskriver majoriteten av PE-bolagen också att värde skapas genom att bygga på de olika bolagen genom att arbeta med synergieffekter.

## **5.2 Diskussion kvantitativ studie**

Resultatet visar att endast EBITDA-marginalen, bland de undersökta nyckeltalen, uppvisar en signifikant skillnad mellan PE-bolag och jämförelsebolag på 95% signifikansnivå. Omsättningstillväxt samt avkastning på investerat kapital hamnar under signifikansnivån. Detta innebär att bolag som köps upp av PE-bolag och sedan genomgår en IPO enbart med avseende på EBITDA-marginal, presterar bättre än bolag som ej genomgått en LBO.

### **5.2.1 Försäljningspris och EBITDA-marginal**

En förklaring till observationen att enbart EBITDA-marginalen uppfyller signifikanta skillnader är att PE-bolagen under innehavandeperioden har en stark drivkraft att optimera EBITDA-marginalen för att maximera värdet vid avyttring. En hög EBITDA marginal resulterar ofta i en högre värdering vilket är positivt ur PE-bolagets synvinkel, något som bekräftas i intervjuerna. Detta tyder på att PE-bolagen framgångsrikt kan minska agentkostnaderna och genomdriva sina mål gentemot portföljbolagen. Efter IPO minskar incitamenten för PE-bolagen att fortsätta förbättra bolaget, vilket kan leda till en intressekonflikt mellan bolagsledningen och PE-bolaget gällande värdeskapandets tidshorisont.

### **5.2.2 Förklaring till avsaknad skillnad i omsättningstillväxt**

Ett fokus som framgick under intervjuerna var att PE-bolag försöker tillföra värde genom att öka försäljningen inom portföljbolaget. Respondenterna menar att denna försäljningstillväxt i sin tur sedan ökar EBITDA, något som även stärks av litteraturen. Om portföljbolagens omsättning ökar mycket under innehavandeperioden till följd av riktade åtgärder är det troligt att de inte kan växa i en högre takt även när de avyttrats. Detta kan förklara varför omsättningstillväxten inte var signifikant större för PE-ägda bolag än för publikt ägda bolag (vilket presenterats i tabell 5).

En kompletterande förklaring till varför det inte finns en signifikant skillnad i nyckeltalet omsättningstillväxt kan vara att majoriteten av de påstådda fördelarna som kommer av att vara ägda av PE-bolag försvinner när bolaget säljs vidare och noteras på börser. Skapandet av en VCP, det aktiva ägandet, incitamentsprogrammen och andra värdeskapande aktiviteter syftar naturligt till att förbättra bolaget endast under den tid som det ägs av PE-bolaget. När bolaget väl har sålts försvinner också dessa aktiviteter, och ytterligare försäljningsökning måste ske utan PE-bolagets hjälp och stöd. Därför anser vi att den icke-signifikanta skillnaden i försäljningsökning inte nödvändigtvis innebär att PE-bolaget inte har tillfört värde till portföljbolaget. Istället kan detta förklaras av att VCP:n inte längre kan upprätthållas utan PE-bolagens stöd och expertis. Detta visar på att PE-bolag bidrar med ett bestående operationellt värde under innehavsperioden, men att det inte leder till fortsatt omsättningstillväxt.

### **5.2.3 Förklaring till avsaknad skillnad i avkastning på investerat kapital**

En möjlig förklaring till avsaknaden av en signifikant skillnad i nyckeltalet avkastning på investerat kapital är att PE-bolag främst fokuserar på att maximera EBITDA-marginalen. Anledningen till att det inte fokuseras på lika mycket av PE-bolagen är för att bolag inte värderas med avseende på avkastning på investerat kapital.

En annan anledning är att de lån som tillförs portföljbolaget vid LBO påverkar räntabilitet på investerat kapital negativt. Den ökade belåningen gör att nämnaren i nyckeltalets definition blir större, och därmed blir nyckeltalet mindre. Detta leder till att räntabilitet på investerat kapital kan påverkas av detta även efter avyttring.

## **6 Slutsats**

### **6.1 Operationellt värdeskapande aktiviteter**

Utifrån studiens resultat drar vi slutsatsen att PE-bolag skapar operationellt värde till sina portföljbolag genom upprättandet av en Value Creation Plan (VCP), ett aktivt ägande, incitamentsprogram till företagsledning samt applicerandet av industrispecifik kompetens. Slutsatser kring respektive aktivitet beskrivs nedan.

PE-bolag lägger stor vikt vid att, tillsammans med ledningen, upprätta en VCP. Denna är till för att skapa samstämmighet och förståelse mellan ledning och PE-bolag om vilka mål som ska uppnås inom innehavandeperioden.

Aktiviteten aktivt ägande kan summeras som den kontinuerliga utvärderingen av ledningsgruppen, med avseende på VCP:n. Skillnader mellan PE-bolag uppstår gällande hantering av VD och ledningsgrupp. Vissa vill alltid byta VD och andra undviker det.

Gällande industrispecifik kompetens dras slutsatsen att det finns nivåer av hur appliceringen sker. Nivåerna vi identifierat är branschfokus, kompetens inom en process inom en bransch och interna processer på PE-bolaget. Dessa nivåer bygger på varandra och PE-bolagens nivå av industrispecifik kompetens varierar.

Intervjustudiens resultat har fastställt att incitamentsprogram vanligtvis baseras på portföljbolagets VCP. Incitamentsprogram är det viktigaste verktyget för att minska agentkostnader mellan ledningsgruppen och PE-bolaget. Samtliga PE-bolag använder incitamentsprogram utan större variation i applicering.

Ytterligare en slutsats är att det råder delade meningar huruvida lånen medför operationella förbättringar genom att skapa kostnadsdisciplin. En del av respondenterna menar att lånen är en viktig värdeskapande aktivitet, andra anser att en bra ledning har kostnadsdisciplin oberoende av lån.

### **6.2 Portföljbolagens prestation efter IPO**

Bolag som PE-bolag förvärvat genom LBO och som sedan genomgått en IPO presterar operationellt bättre, jämfört med företag som inte genomgått en LBO-process, vid IPO och tre år senare. Studiens t-test visar en förbättring i EBITDA-marginal hos bolag som genomgått en LBO och sedan börsnoteras. Resterande nyckeltal, avkastning på investerad kapital och omsättningstillväxt, uppvisar inte statistisk signifikant skillnad. Utifrån detta dras slutsatsen att PE-bolag tillför operationellt värde

till sina portföljbolag. Operationellt värdeskapande resulterar i att bolagens EBITDA-marginal ökar, men det sker ingen förbättring i termer av avkastning på investerat kapital eller omsättningstillväxt.

En multipel av EBITDA används för att värdera portföljbolaget vid avyttring, vilket leder till ett fokus på detta prestationsmått. Fokuset förklarar den signifikanta förbättringar av EBITDA-marginal.

Bolag som genomgått en LBO och sedan en IPO har inte högre omsättningstillväxt än jämförelsebolag. Detta kan förklaras genom att PE-bolag lägger stort fokus på försäljningstillväxt, och att portföljbolagen därmed har svårigheter att bibehålla den omsättningstillväxt de haft under innehavandeperioden. Att omsättningstillväxten inte kan bibehållas kan bero på att PE-bolagens värdeskapande aktiviteter försvinner efter avyttring. Baserat på detta kan avsaknaden av omsättningstillväxt efter avyttring inte sammankopplas med att PE-bolag inte bidrar med operationellt värde till sina portföljbolag.

PE-ägda bolag har inte högre räntabilitet på investerat kapital än publika bolag. Detta kan bero på att lånen som tillförs portföljbolagen minskar nyckeltalet. Det operationella värdeskapandet som gör att nyckeltalets värde ökar kompenseras av lånen.

Med avseende på värdeskapandets tidshorisont dras slutsatsen att, trots att PE-bolag vill maximera avkastningen till PE-fonden, inte enbart agerar i eget intresse. Genom fokus på långsiktigt värdeskapande stärks deras rykte och förtroende hos investerare och intressenter, något som har positiva effekter för PE-bolaget.

## **7 Förslag till vidare forskning**

Vi ser en möjlighet att utföra ytterligare forskning i de områden där våra resultat skiljer sig från litteraturen som presenterats i bakgrunden. Att vidare studera förekomsten och effekten av en VCP hade kunnat bekräfta eller dementera de slutsatser som nåtts av oss. En annan intressant forskningsfråga är att studera de olika nivåerna av industrispecifik kompetens som vi fann. Även meningsskiljaktigheterna kring lånens påverkan hade kunnat undersökas vidare. Sist hade en djupdykning av användandet av externa konsulter varit värdefull, som hade försökt besvara mer ingående varför PE-bolag använder sig av externa konsulter och i vilka sammanhang det skapar värde.

## 8 Källförteckning

- Almeida, F. (2018). Strategies to perform a mixed methods study. *European Journal of Education Studies*, 5(1). <https://doi.org/10.46827/ejes.v0i0.1902>
- Baker, H. Kent., Filbeck, G., & Kiyamaz, H. (2015). *Private Equity: Opportunities and Risks* (s. 215-221). Oxford University Press
- Barber, F., & Goold, M. (2007, september). The Strategic Secret of Private Equity. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2007/09/the-strategic-secret-of-private-equity>
- Bergström, C., Grubb, M., & Jonsson, S. (2007). The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation. *The Journal of Private Equity*, 11(1), 22–39.
- Borges, M. R. (2010). Efficient market hypothesis in European stock markets. *The European Journal of Finance*, 16(7), 711–726.
- Bruining, H., Verwaal, E., & Wright, M. (2013). Private equity and entrepreneurial management in management buy-outs. *Small Business Economics*, 40. 591-605 10.1007/s11187-011-9386-8
- Bryman, A. (2004). *Social Research Methods, 2nd ed.* Oxford University Press.
- Cederlund, J. et al. (2015). Operationella resultat efter en private equity-backad LBO [Kandidatuppsats, Lunds Universitet]. <https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOid=7851889&fileOid=7851902>
- Coase, R.H. (1937). *The Nature of the Firm*. *Economica*. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Creamer, E. G. (2018). An Introduction to Fully Integrated Mixed Methods Research. *SAGE Publications, Inc.*
- Creswell, J.W. & Creswell, J.D. (2018). Research design: Qualitative, quantitative and mixed methods approaches (5:e uppl). *Thousand Oaks: SAGE*
- Direktiv 2004/109. *Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC*. <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/109/2024-01-09>

Cambridge Dictionary. (2024). Exit strategy.

<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/exit-strategy>

Flick, U. (2006). *An introduction to qualitative research (3rd ed.)*. SAGE.

Fortnox. (2024). *Vad är EBITDA? Definition och förklaring*.

<https://www.fortnox.se/fortnox-foretagsguide/ekonomisk-ordlista/ebitda>

Gilson, J. R., & Gordon, N. J. (2019). The Rise of Agency Capitalism and the Role of Shareholder Activists in Making It Work. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31, 8-22.

<https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2020/05/Gilson-Gordon-The-Rise-of-Agency-Capitalism-and-the-Role-of-Shareholder-Activists-in-Making-It-Work-2019.pdf>

Harris, I. R., Siegel, S. D., & Wright, M. (2005). Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom. *Review of Economics and Statistics*, 87, 148-153 [10.1162/0034653053327540](https://doi.org/10.1162/0034653053327540)

Hayes, A. Investopedia. (2023 november 2). *Return on Invested Capital: What Is It, Formula and Calculation, and Example*. Hämtad 2024-04-01 från

<https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp>

Heale, R., & Twycross, A. (2015). Validity and reliability in quantitative studies. *Evidence Based Nursing*, 18(3), 66–67. <https://doi.org/10.1136/eb-2015-102129>

Hennink, M. M., Kaiser, B. N., & Marconi, V. C. (2017). Code Saturation versus Meaning Saturation: How many Interviews are enough? *Qualitative Health Research*, 27(4), 591–608.

Ivashina, V., & Kovner, A. (2011). The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking. *The Review of Financial Studies*, 24 (7), 2462-2498.

Jensen, M. (2003). The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. *Social Science Research Network (SSRN)*. 57.

Kallio, H., Pietilä, A.-M., Johnson, M., & Kangasniemi, M. (2016). Systematic Methodological review: Developing a Framework for a Qualitative semi-structured Interview Guide. *Journal of Advanced Nursing*, 72(12), 2954–2965.

- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24 (2), 217-254.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *The Journal of Finance*, LIX, NO 5. 2177-2210  
[10.1111/1540-6261.2004.00696](https://doi.org/10.1111/1540-6261.2004.00696)
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>
- Kim, J., Shamsuddin, A., & Lim, K. (2011). Stock return predictability and the adaptive markets hypothesis: Evidence from century-long U.S. data. *Journal of Empirical Finance*, 18(5), 868–879.
- Kumpf, S. (2013). *Listed Private Equity, Investment Strategies and Returns*. Diplomica Verlag GmbH Hamburg.
- Körner, S. och Wahlgren, L. (2006). *Statistisk Dataanalys*, Studentlitteratur.
- Lim, K., & Brooks, R. D. (2011). The Evolution of Stock Market Efficiency over Time: A Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys*, 25(1), 69–108.
- Malina, M. A., Nørreklit, H. S. O., & Selto, F. H. (2011). Lessons learned: Advantages and Disadvantages of Mixed Method Research. *Qualitative Research in Accounting & Management*, 8(1), 59–71.
- Meissner, H., Creswell, J., Klassen, A., Clark, V., & Smith, K. (2011). Best Practices for Mixed Methods Research in the Health Sciences. *Office of Behavioral and Social Sciences Research*.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The economics of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2303–2341. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq020>
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M., & Scholes, L. (2009). *Agency, Strategic Entrepreneurship, and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts*. Baylor University.  
[10.1111/1540-6520.2008.00287](https://doi.org/10.1111/1540-6520.2008.00287)
- Mwita, K. (2022). Strengths and weaknesses of qualitative research in social science studies. *International Journal of Research in Business and Social Science* (2147- 4478), 11(6), 618–625. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v11i6.1920>

New York Public Library. (26 januari 2023). Research Guides: Standard & Poor's Capital IQ: About. Libguides.nypl.org. <https://libguides.nypl.org/CapitalIQ>. New York Public Library. Hämtad 04-02-2024.

Ohio State University. (n.d.). 4. Primary, secondary & tertiary sources. Ohio State University Pressbooks. <https://ohiostate.pressbooks.pub/choosingsources/chapter/primary-secondary-tertiary-sources/>

Palepu, Krishna G. (1986). Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8, no. 1: pp 3-35.

Persson, E., & Åqvist, A. (2012). *Informationsasymmetri och redovisning till verkligt värde* [Kandidatuppsats, Handelshögskolan i Stockholm]. <https://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=1476>

Pindur, D. (2007). *Value Creation in Successful LBOs*. Deutscher Universitäts-Verlag.

Polit, D. F., & Beck, C. T. (2010). Generalization in quantitative and qualitative research: Myths and strategies. *International Journal of Nursing Studies*, 47(11), 1451–1458. <https://doi.org/10.1016/j.ijnurstu.2010.06.004>

Queirós, A., Faria, D., & Almeida, F. (2017). STRENGTHS AND LIMITATIONS OF QUALITATIVE AND QUANTITATIVE RESEARCH METHODS. *European Journal of Education Studies*. <https://doi.org/10.46827/ejes.v0i0.1017>

Rindfleisch, A. (2019). Transaction cost theory: past, present and future. *Academy of Marketing Science*, 13.

Rindfleisch, A., Antia, K., Bercovitz, J., Brown, J. R., Cannon, J., Carson, S. J., Ghosh, M., Helper, S., Robertson, D. C., & Wathne, K. H. (2010). Transaction costs, opportunism, and governance: Contextual considerations and future research opportunities. *Springer Science+Business Media, LLC* 2010,12.

Rowley, J. (2012). Conducting research interviews. *Management Research Review*, 35(3/4), 260–271. <https://doi.org/10.1108/01409171211210154>

Soiferman, L. K. (2010). Compare and contrast inductive and deductive research approaches. In *Educational Resource Information Center* (No. ED542066). <https://eric.ed.gov/?id=ED542066>

Trung, D. P. T., & Quang, H. (2019). Adaptive Market Hypothesis: Evidence from the Vietnamese Stock Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 81.

Uddin, M., & Chowdhury, A. (2021). Private Equity Exit Strategies and Profitability During the Global Pandemic: Evidence from Around the World. *British Journal of Management*, 32. 1302-1337. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/1467-8551.12543>

Westerdahl, Y. H. Konjunkturinstitutet. (26 mars 2024). *Lågkonjunkturen bottnar i år*. <https://www.konj.se/publikationer/konjunkturlaget/konjunkturlaget/2024-03-26-lagkonjunktur-en-bottnar-i-ar.html#files>

Zeisberger, C., Prah, M., & White, B. (2017). *Mastering private equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investments and Buyouts*. John Wiley & Sons.

Åman, J. Dagens Nyheter. (23 december 2011). *Friskolor: Kortsiktigt ägande bör motverkas*. Hämtad 2024-04-01 från <http://www.dn.se/ledare/signerat/friskolor-kortsiktigt-agande-bor-motverkas/>

## Bilagor

### Bilaga A: Intervjuguide

- Vad är din roll/ koppling till private equity?
- Hur ser tillvägagångssättet för att skapa värde till portföljbolag och hur skiljer sig detta tillvägagångssättet mellan portföljbolag?
- Hur kan ett aktivt ägande från PE bolaget skapa värde hos portföljbolaget?
- Ger PE-bolaget några ägarandelar till företagsledningen? Varför/ varför inte?
- Hur bidrar ni som PE-bolag med industrispecifik kompetens?
- Hur påverkar lånen företags möjligheter till värdeskapande?
- Med vilka måttetal de mäter företags värde/ det värde ni tillför? (i litteraturen så används EBITDA-marginal, Revenue Growth och ROIC)

## Bilaga B: Nyckeltal

### Nyckeltal vid IPO och 3 år efter

			År 0	År 3
<b>EBITDA-marginal</b>	LBO-bolag	Medelvärde	17.40%	18.96%
		Median	14.65%	13.33%
	Jämförelsebolag	Medelvärde	12.10%	11.21%
		Median	9.78%	10.85%
<b>Avkastning på investerat kapital</b>	LBO-bolag	Medelvärde	7.27%	9.89%
		Median	6.90%	8.61%
	Jämförelsebolag	Medelvärde	9.01%	8.59%
		Median	5.24%	5.50%
<b>Omsättningstillväxt</b>	LBO-bolag	Medelvärde	12.58%	11.22%
		Median	9.42%	10.47%
	Jämförelsebolag	Medelvärde	10.40%	11.61%
		Median	5.22%	5.20%

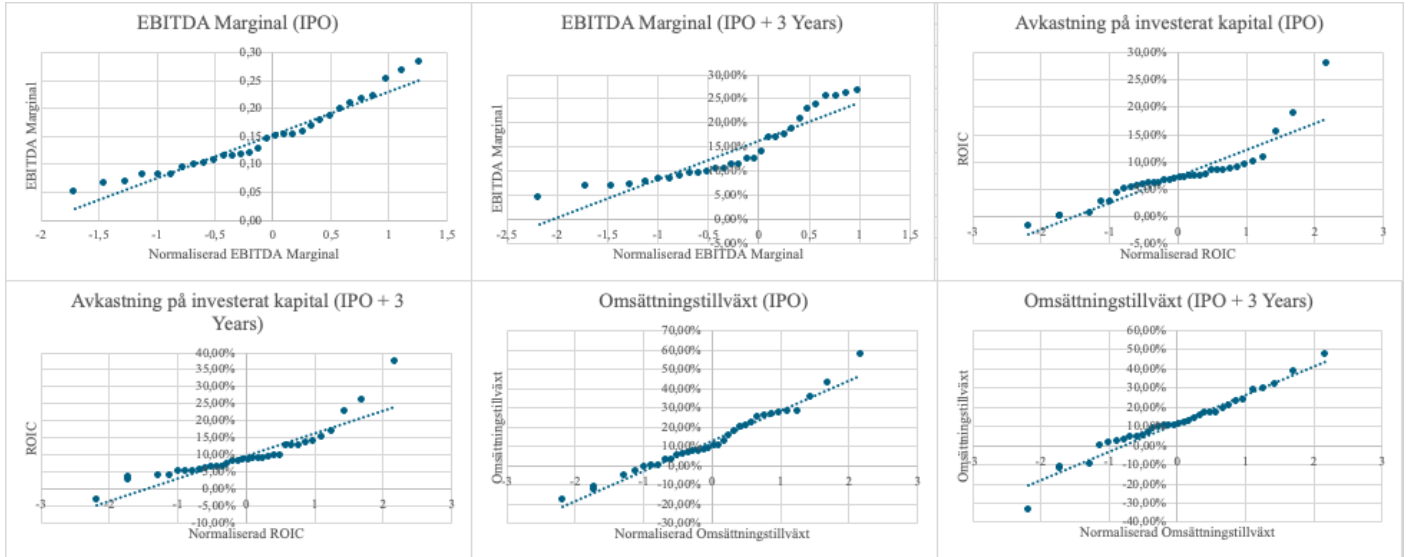
### Statistiska tester

		År 0	År 3
<b>EBITDA-marginal</b>	P-värde	0.035	0.021
<b>Avkastning på investerat kapital</b>	P-värde	0.184	0.256
<b>Omsättningstillväxt</b>	P-värde	0.329	0.471

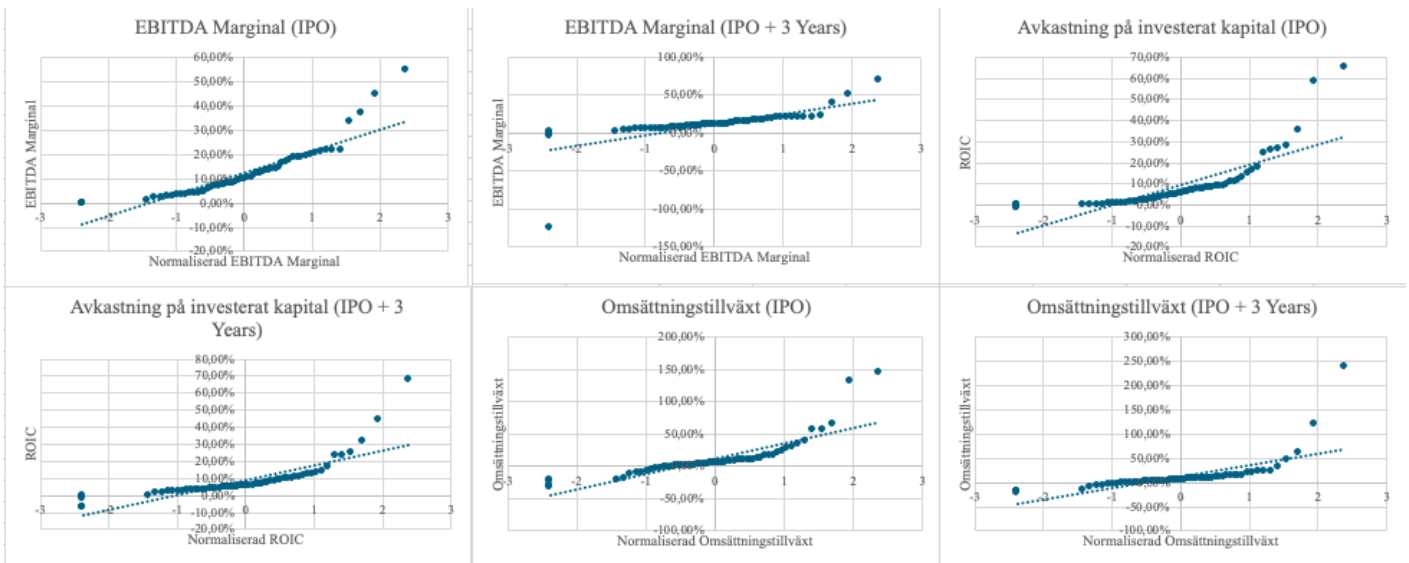
# Bilaga C: Q-Q Diagram

## Q-Q Diagram

(LBO-bolag)



(Jämförelsebolag)



INSTITUTIONEN FÖR TEKNIKENS EKONOMI OCH ORGANISATION  
AVDELNINGEN FÖR INNOVATION AND R&D MANAGEMENT  
CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA

Göteborg, Sverige 2024  
[www.chalmers.se](http://www.chalmers.se)



**CHALMERS**