



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

FEKH89

Examensarbete i Finansiering, Kandidatnivå

15 högskolepoäng

Handledare: Maria Gårdängen

Termin: VT15

## **Efter sälj kommer solsken – eller?**

*En empirisk studie av buyout-aktörers bestående värdeskapande i Sverige*

**Författare:**

Karl Klackenberg

Andreas Luczak

Carl-Johan Wilhelmsson

Marcus Österberg

**Handledare:**

Maria Gårdängen

# Förord

Slutet på en fin tid tillsammans är kommen. Tre år vid Ekonomihögskolan i Lund har passerat, något som nog gått alldeles för fort. För några av oss innebär det ett hopp ut i arbetslivet, för andra en väg mot vidare studier inom finans.

Ett stort, inledande tack bör riktas till datahanteraren, tillika nyckelkomponenten till denna studie, Retriver. Med goda telefonsamtal och ännu bättre service kunde arbetet med en massiv datamängd flyta på allt snabbare.

Vidare vill vi även rikta ett stort tack till vår handledare Maria Gårdängen, som dessutom trotsade teknikens under och handledde oss via Skype.

*Adelis Equity*s alldeles egna Adalbjörn Stefansson bör även skänkas ett stort tack. Med god input och information via välskrivna e-mail blev denna studie alltmer robust.

Avslutningsvis vill vi även rikta ett stort tack till Tor Krusell vid *Altor Equity Partners* för givande inputs.

Den 30 maj 2015

*Karl Klackenber*  
*Andreas Luczak*  
*Carl-Johan Wilhelmsson*  
*Marcus Österberg*

# Abstract

**Title:** An empirical study of buyout firm's lasting operational value creation in Sweden.

**Seminar date:** 4<sup>th</sup> of June 2015.

**Course:** FEKH89, Degree Project in Finance, Undergraduate Level 15 ECTS.

**Authors:** Karl Klackenber, Andreas Luczak, Carl-Johan Wilhelmsson, Marcus Österberg.

**Supervisor:** Maria Gårdängen.

**Five key words:** Private Equity, Buyout, Abnormal Return, Sweden, Quantitative Study.

**Purpose:** The authors intend to examine how the buyout firm's portfolio companies performs post exit. The study further intends to examine the operational performance by reviewing financial ratios related to operational value creation.

**Methodology:** A quantitative method in the form of an event study with a deductive approach. The value creation post buyout-exit is examined during the event window, which further enables the study to establish either an over performance or an underperformance by the portfolio companies. Lastly, a number of statistical tests are being used to distinguish any possible significant results.

**Theoretical perspective:** With the deductive approach as a basis, the study examines previous research regarding value creation in buyout-backed portfolio companies, which further enables the study to compare its findings to earlier research as well as create a useful methodology for the present study.

**Empirical foundation:** The data consists of financial statements from portfolio companies previously controlled by any buyout firm registered as a member of SVCA, which also was divested during 2004-2010. Further, financial statements from these portfolio companies' industry competitors have also been reviewed to enable a comparison in operational performance.

**Conclusion:** The study shows a significant abnormal return in previously buyout-backed portfolio companies in comparison to an industry average regarding EBITDA-margin as well as ROIC during the event window's first period. Regarding the change in revenue, an abnormal return could not be concluded. This could not be concluded for either EBITDA-margin or ROIC during the remaining period of the event window. During the cumulated examined event window a significant abnormal return could not be concluded for any of the financial ratios.

# Sammanfattning

**Titel:** Efter sälj kommer solsken – eller? *En empirisk studie av buyout-aktörers bestående värdeskapande i Sverige.*

**Seminariedatum:** 2015-06-04.

**Ämne/kurs:** FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp.

**Författare:** Karl Klackenberg, Andreas Luczak, Carl-Johan Wilhelmsson, Marcus Österberg

**Handledare:** Maria Gårdängen

**Fem nyckelord:** Private Equity, Buyout, Överprestation, Sverige, Kvantitativ studie.

**Syfte:** Författarna ämnar med denna studie att undersöka hur buyout-aktörers portföljbolag presterar efter avyttring. Studien ämnar utreda prestationen genom att studera finansiella nyckeltal kopplade till operativt värdeskapande.

**Metod:** En kvantitativ metod i form av en eventstudie med deduktiv ansats. Värdeutvecklingen efter buyout-aktörers utträde ur portföljbolag studeras under eventfönstret efter avyttring för att undersöka om över- eller underprestation sker mot ett framtaget branschsnitt. Slutligen görs flertalet statistiska tester för att urskilja eventuella signifikanta skillnader.

**Teoretiskt perspektiv:** Med avstamp i den deduktiva metoden utgår studien från tidigare forskares teorier värdeskapande i buyout-bolag och möjliggör jämförelser med tidigare forskning och uppsatser genom applicering av metodval från dessa.

**Empiri:** Data består av räkenskaper från portföljbolag ägda av medlemmar hos SVCA och är avyttrade mellan år 2004-2010. Detta tillsammans med räkenskaper från branschkonkurrenter samlats in för att undersöka värdeutveckling under det efterföljande eventfönstret.

**Resultat:** Studien visar på statistiskt signifikant överprestation i portföljbolag gentemot ett branschsnitt i de operationella nyckeltalen EBITDA-marginal samt avkastning på operativt kapital under eventfönstrets första period. Avseende förändring i nettoomsättning kunde inte någon överprestation säkerställas. Detta kunde inte heller göras för EBITDA-marginal eller avkastning på operativt kapital för kvarvarande perioder av eventfönstret. Under hela den undersökta perioden om tre år påvisades ingen signifikant över- eller underprestation avseende något av de tre nyckeltalen.

# Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>INLEDNING</b>	<b>6</b>
1.1	Bakgrund	6
1.2	Problemdiskussion	7
1.3	Problemformulering	9
1.4	Syfte	9
1.5	Avgränsningar	9
1.6	Disposition	10
1.6.1	Teoretisk referensram	10
1.6.2	Metod	10
1.6.3	Resultat och analys	10
1.6.4	Slutsats	10
<b>2</b>	<b>TEORETISK REFERENSRAM</b>	<b>11</b>
2.1	Vad är private equity och buyouts?	11
2.2	Litteratur- och forskningsstudier	12
2.2.1	1980-talet	12
2.2.2	1990-talet	13
2.2.3	2000-talet	15
2.2.4	2010-talet	17
2.2.5	Översikt över tidigare studier	20
2.3	Studiens bidrag till forskningen	21
2.4	Hypoteser	22
<b>3</b>	<b>METOD</b>	<b>23</b>
3.1	Forskningsansats	23
3.2	Motivering av val	24
3.2.1	Val av portföljbolag	24
3.2.2	Val av jämförelsebolag och kontrollgrupp	25
3.2.3	Val av nyckeltal	28
3.2.4	Val av tidsperiod	30
3.3	Reliabilitet och validitet	31
3.3.1	Validitet	31
3.3.2	Reliabilitet	31

<b>3.4</b>	<b>Tillämpad eventmetodik</b>	<b>31</b>
3.4.1	Outliers	35
3.4.2	Statistiska tester och robusthet	36
<b>4</b>	<b>DATA</b>	<b>37</b>
4.1	Bortfall och slutgiltigt stickprov	37
4.2	Deskriptiv statistik	38
<b>5</b>	<b>RESULTAT OCH ANALYS</b>	<b>41</b>
5.1	Omsättning	41
5.2	EBITDA-marginal	44
5.3	Avkastning på operativt kapital	47
5.4	Översikt av samtliga nyckeltal	49
<b>6</b>	<b>SLUTSATS</b>	<b>50</b>
6.1	Slutsatser	50
6.2	Förslag till vidare forskning	51
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>532</b>
	<b>BILAGA A – PORTFÖLJBOLAG</b>	<b>57</b>
	<b>BILAGA B – JÄMFÖRELSEBOLAG</b>	<b>58</b>
	<b>BILAGA C - SAMTLIGA UNDERSÖKTA BUYUOT-AKTÖRER</b>	<b>61</b>
	<b>BILAGA D – BOXPLOTS MED OUTLIERS</b>	<b>62</b>

# Begreppsförklaring

## *Buyout*

En investeringsform som tar sikte på investeringar i välutvecklade bolag, där målet ofta är att finna marknadsledande bolag med starka kassaflöden och god utvecklingspotential, som cirka 5-7 år senare avyttras. En buyout genomförs främst av PE-bolag. Karaktäristiskt för investeringsformen är att man investerar med stor andel lånade pengar, därav ofta benämnt *leveraged buyout*.

## *EBITDA*

Ett resultatmått på företagets resultat före räntebetalningar, skatter, avskrivningar och nedskrivningar. Förkortningen står för det engelska uttrycket *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*.

## *Exit*

När PE-bolaget avyttrar sitt portföljbolag antingen via en försäljning eller en börsnotering.

## *Finansiell Hävstång*

Uppstår vid belåning, då det egna kapitalet i relation till skulden ökar mer vid en värdeuppgång på den underliggande tillgången. Brukar även benämnas som värdeskapande via belåning.

## *Holding period*

Den tidsperiod som PE-bolaget äger portföljbolaget innan de säljer det vidare.

## *IRR / Internränta*

Ett avkastningskrav som kan användas av riskkapitalbolagen när de mäter lönsamheten av sina investeringar i portföljbolag.

## *Industriell köpare / Strategisk köpare*

Benämningen på den köpare som ofta köper för att skapa synergier med bolaget man köper, dvs inte ett PE-bolag som köpare. Kan även vara för att nå en större marknadsandel. Ofta en konkurrent i branschen.

## *IPO*

*Initial Public Offering*, den engelska benämningen av en börsnotering, dvs. där bolaget i fråga noterar samtliga, eller en del, av sina aktier för handel vid en marknadsplats.

### *Leveraged buyouts*

En buyout (se ovan) som finansierats med lån såväl som eget kapital, inte sällan med minst 60 % belåning. Skuldsättning bidrar även till att skapa en finansiell hävstång för ägarna.

### *Operationell verksamhet*

Den del av bolagets arbete och verksamhet som är direkt hänförlig till kärnverksamheten, dvs. inte till investeringsverksamheten eller finansiella verksamheten. Fokus på bolagets intjäningsförmåga från sin affärsidé.

### *Private equity (PE)*

En investeringsform som bygger på investeringar i enbart privata aktiebolag, antingen genom att köpa ut bolaget från börsen och gör det privat, eller genom köp från tidigare ägare. Söker ofta 100 % -ägande för hård styrning. Notera att både buyout och venture capital faller in under denna engelska samlingsterm.

### *PE-bolag*

De aktörer på private equity marknaden som investerar i diverse onoterade aktiebolag. Dessa bolag har en hel portfölj med aktörer som de driver i sin regi. Stora PE-bolag i Norden är EQT, Nordic Capital, Altor och Triton.

### *PE-fond*

Den fond med kapital som vanligen upprättas på de brittiska kanalöarna Jersey och Guernsey. Fondens livslängd är begränsad, och det faktiska kapitalet skjuts till när PE-bolaget väljer att de facto göra en investering.

### *Portföljbolag*

De onoterade aktiebolag som PE-bolagen äger i sin samling av bolag, dvs. i sin portfölj.

### *Riskkapitalbolag*

En mer generell, svensk term än private equity, som utöver private equity även innefattar public equity-bolag samt venture capital, som båda har klart annorlunda affärsmodeller än buyout/private equity.

### *Skattesköld (tax shield)*

Svenska aktiebolag ges rätten till full avdragsrätt för räntekostnader. Det minskade skatteunderlaget som då uppkommer benämns som en sköld, skatteskölden.

### *SVCA*

Riskkapitalbranschens egna ideella intresseorganisation som agerar i syfte att sprida kunskap samt vara en talesperson för branschen.



# 1 Inledning

Nedan följer en redogörelse av studiens bakgrund såväl som en presentation av studiens problemställning, syfte, avgränsning och disposition.

## 1.1 Bakgrund

*”... i dagens välfärd kommer företagens mål – att maximera vinsten – gång på gång i konflikt med de mål alla vi andra har, vi som använder och betalar för välfärden. Även om personalen gör vad de kan för elevens eller den äldres bästa, är riskkapitalisternas verksamhet styrd med vinsten som övergripande mål.”* (Politikern Jonas Sjöstedt, 2013)

*“ I don't like what private equity firms do in terms of taking every dime they can and leveraging companies up so that they really aren't equipped, in some cases, for the future.”*(Mångmiljardären och investeringsmogulen Warren Buffett, Time Magazine, 2012)

Det är en infekterad debatt där ute. Sveriges valkampanj under 2014 präglades till stor del av diskussionen kring vinster i välfärden. De vinster som åsyftades var private equity-bolagens. Triton ägde skandalomsusade Carema, Axcel ägde konkursade skolkoncernen John Bauer och Altor var storägare i Danmarks största börskonkurs i historien genom OW Bunker tidigare i år – exemplen är många på de slagträn som motståndarna mot ägandeformen använder sig av.

Har kritikerna med Jonas Sjöstedt och Warren Buffett i spetsen verkligen någon substans i sina påståenden? Är buyout-aktörerna giriga kapitalister som enbart är ute efter en kortsiktig vinst, eller skapar de faktiskt bestående värde och förfinar bolag genom hårt och effektivt arbete?

Det finns studier på området som tidigare har påvisat att buyout-aktörer lyckats skapa mervärde i sina portföljbolag och dess aktieägare i jämförelse med sina branschkollegor. Vad som i dagsläget dock inte är helt klarlagt är huruvida man på den svenska marknaden kan utröna ifall dessa portföljbolags överprestation står sig även med nya ägare. Är de avyttrade portföljbolagen förfinade med robusta balansräkningar, eller är de korthus redo att falla i konkursens misär?

Förevarande studie lyfter således fram och behandlar omfattande kvantitativ data för att på så vis kunna utröna huruvida portföljbolagens finansiella prestation står sig över tiden. Fokus läggs främst på de tre åren efter buyout-aktörens exit, med en tydlig fokus på några få utvalda finansiella nyckeltal.

## 1.2 Problemdiskussion

Leveraged buyouts på den svenska marknaden utförs främst av kapitalstarka buyout-aktörer, även ofta benämnda under samlingsnamnet private equity-bolag, som enligt de själva bidrar med expertis inom bolagsstyrning samt effektiviseringar och kan på vis skapa mervärde i sina portföljbolag. (Kaplan och Strömberg, 2009). Det har både i Sverige såväl som på de internationella finansiella marknaderna riktats hård kritik mot buyout-aktörerna och dess förfarande. Denna kritik grundar sig främst i att aktörerna under en kortare tidsperiod lyckas höja portföljbolagets värde, men med medel så som hög skuldsättningsgrad och tuffa effektiviseringskrav som på lång sikt riskerar skada bolaget (Kaplan och Strömberg, 2009). Med bakgrund av detta finns det således ett intresse av att bedöma validiteten av denna kritik – är den befogad?

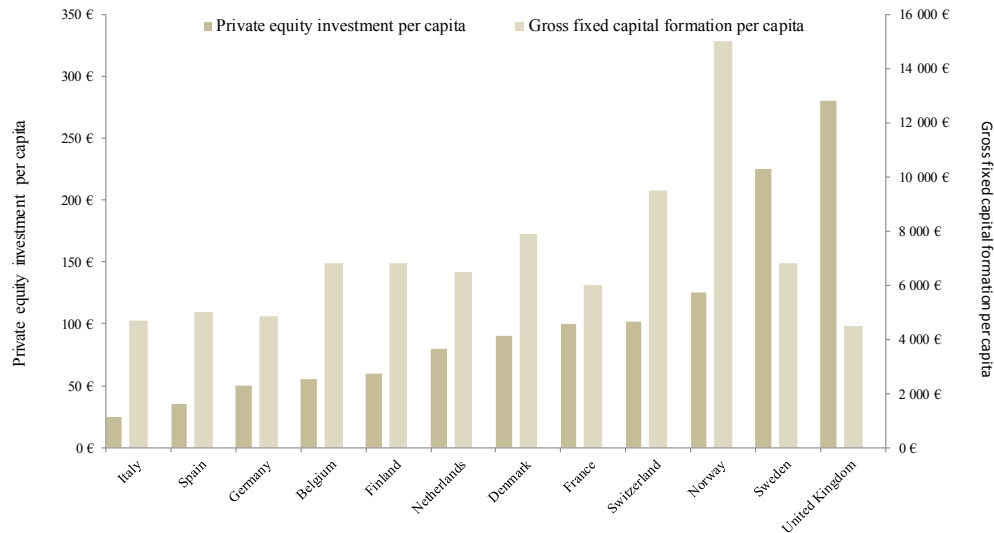
Då PE-marknaden och buyout som investeringsform i sin helhet etablerades under 1980-talet på den amerikanska finansmarknaden, var det av naturliga skäl som amerikansk forskning från 1980-talet (Kaplan, 1989, Jensen, 1989) var i framkant på området. Harvard-professorn Jensen påvisade redan 1989 att buyout var en fördelaktig investerings- och ägandeform, dels med bakgrund av effektiv bolagsstyrning såväl som att en hög skuldsättningsgrad medför en disciplinerande effekt hos bolagsledningen. Denna tes rörande skuldsättningsgradens disciplinära effekt har stärkts även i övrig forskning (Berk och DeMarzo, 2014, Kim *et al.*, 2010). Denna studie lyfte dock enbart fram bolagets prestation under holding period, något som denna studie ämnar bygga vidare på genom att se till tidsperioden efter buyout-ägaren gjort en exit.

Wallenberg-sfärens egna buyout-bolag vid namn EQT erbjöd i mars 2015 den svenska marknaden total transparens i fråga om huruvida deras avyttrade portföljbolag står sig väl finansiellt, även efter EQT:s utträde genom en 30-sidig rapport där man presenterar bolag för bolag. Resultatet, som lämpligen bör granskas med kritiska glasögon, menade på att de avyttrade portföljbolagen presterat mycket väl finansiellt. Med inspiration från denna studie såväl som mer akademisk forskning (främst Bergström *et al.*, 2007) finns möjlighet av att göra en liknande studie, fast på ett branschomspännande vis där samtliga buyout-aktörer registrerade hos SVCA omfattas i studien.

Likt Diagram 1 nedan påvisar är Sverige procentuellt sett till BNP, enbart med undantag för Storbritannien, den största marknaden i Europa för PE-investeringar. Trots detta finns enbart begränsad svensk forskning på området. En studie från Handelshögskolan i Stockholm (Bergström *et al.*, 2007) visar, till kritikernas förvåning, att operationellt mervärde har skapats i jämförelse med portföljbolagens branschkollegor *under* holding period.

Detta belyser således enbart den period då portföljbolaget är buyout-kontrollerat, men det bestående värdeskapandet står inte i fokus. Huruvida buyout-aktörer försett sina portföljbolag med redskap för att lyckas även

efter en avyttring är därav denna studies fokus, för att på så vis möjligen slå hål på kritikernas argument om kortsiktighet i ägandet, alternativt erbjuda kritikerna allt starkare argument.



*Diagram 1. Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, EVCA, 2013*

Slutligen bör konstateras att denna studie ämnar, med bakgrund av ovan nämnda tvetydigheter kring buyout-aktörers värdeskapande, att reda ut och klargöra huruvida det existerar en finansiell överprestation hos portföljbolagen även åren *efter* buyout-bolagens avyttring – allt i jämförelse med branschkollegor.

## 1.3 Problemformulering

Den huvudfråga som behandlas i studien lyder som följer:

- *Överpresterar svenska buyout-aktörers portföljbolag operationellt efter avyttring i jämförelse med portföljbolagets branschkollegor?*

## 1.4 Syfte

Det övergripande syftet med denna studie är således att undersöka hur buyout-aktörers portföljbolag presterar efter avyttring. Studien ämnar utreda prestationen genom att studera finansiella nyckeltal kopplade till operativt värdeskapande.

## 1.5 Avgränsningar

För att kunna skapa ett tillräckligt djup i förevarande studie måste det aktuella området väsentligt avgränsas. Studien behandlar enbart svenska aktiebolag och dess finansiella prestation. Studien avgränsar sig till att enbart undersöka den svenska PE-marknaden, nämligen buyout-fonder som är medlemmar i SVCA. PE-bolag som investerar i Sverige men som inte ingår SVCA så som Goldman Sachs Capital Partners har lämnats utanför ramen för studien av informationshänsyn, de erbjuder inte samma transparens och tillgång på information. De har i många fall inte heller samma struktur och regelkrav likt de svensketablerade fonderna.

Vidare har det valts att enbart fokuseras på portföljbolag som inte säljs till andra PE-bolag. I fall då portföljbolaget avyttrats till ett annat PE-bolag arbetar även den nya ägaren enligt samma affärsmodell som tidigare ägare, således rensar studier för den typen av transaktioner. Se vidare i *avsnitt 3* om motiveringen av dessa val.

Dessutom är studien även avgränsad gällande den tidsperiod som studien undersöker, den sträcker sig från 2004 till 2010, detta motiveras vidare i avsnitt 3.2.4. Samt att de mått som valts för att undersöka hur det går för de avyttrade bolagen jämfört med dess branschkollegor är begränsat till tre nyckeltal, omsättning, EBITDA-marginal och slutligen avkastning på operativt kapital, detta motiveras i punkt 3.2.3.

## **1.6 Disposition**

### **1.6.1 Teoretisk referensram**

I detta kapitel presenteras studiens behandlade teori samt dess relevans för slutprodukten. Med bakgrund av att det medför en ökad validitet utgår studien från tyngre forskare på området från erkända handelshögskolor i USA, Storbritannien, Tyskland och Sverige.

### **1.6.2 Metod**

I kapitlet redogörs för hur motiveringen bakom valen av tillvägagångssätt har gjorts. Denna redogörelse presenteras med både avseende på val av dataurvalet, såväl som statistiska tester.

### **1.6.3 Resultat och analys**

I detta kapitel redogörs för studiens fynd från datainsamlingen. Mycket kvantitativ data presenteras för att sedan kunna leda till slutsatser och analys i form av en bedömning av huruvida buyout-aktörerna lyckas bygga överprestation hos sina portföljbolag eller inte. Återkoppling till teori och tidigare studier sker för att kunna reda ut eventuella frågetecken kring resultatet, samt huruvida studiens resultat är i linje med internationell forskning.

### **1.6.4 Slutsats**

I studiens avslutning knyts säcken samman och dess slutsatser presenteras. Förslag till framtida studier presenteras även i ett eget avsnitt som en fingervisning till framtida forskning på området. Frågeställningen besvaras följaktligen.

## 2 Teoretisk referensram

Nedan redogörs grundläggande för vad private equity och buyout innebär, samt en presentation av de teorier och slutsatser som tidigare forskare på området har presenterat.

### 2.1 Vad är private equity och buyouts?

Riskkapital är ett samlingsord som i många sammanhang används felaktigt och på ett sätt som lätt missförstås. Kapitalet i sig är pengar som erhålls från antingen institutionella investerare eller förmögna individer. Dessa förmögna individer benämns ofta som affärsänglar. Vidare brukar man dela in riskkapital i *private equity* såväl som *public equity*, där namnen avslöjar i vilken typ av bransch vardera aktör investerar i. Vidare indelas private equity och dess investeringar i privata aktiebolag i två delar; *buyout* och *venture capital*. Den tidigare investerar i mer mogna bolag med stabila kassaflöden, medan den senare investerar i ett långt tidigare skede där tillväxtpotentialen är det primära (SVCA, *Om sektorn*). Andelen lån i en sådan buyout uppgår vanligen till mellan 60 och 90 procent av det totala kapitalet. Följaktligen används termen *Leveraged Buyout* (LBO) ofta synonymt med buyout. Återstående kapitalandel finansieras genom en buyout-fond och det kapital dess investerare tillhandahåller (Kaplan och Strömberg, 2009). Buyout-fonder är den ägandeform som studeras i den aktuella studien, vilket utvecklas nedan i *avsnitt 3*.

Ett särskiljande drag för just buyout-fonder är det tidsbegränsade engagemanget och dess aktiva ägarroll, som enligt tidigare forskning visat sig skapa värde under ägandeperioden (Jensen, 1989). Förutom kapital bidrar de aktiva ägarna till stor del med kunskap, affärskontakter och erfarenhet (Wright *et al.*, 2009). En buyout-fond ägs inte bara av de aktiva ägarna, utan till allra största del av passiva, utomstående ägare vars enda roll är att förse fonden med kapital. Vanligen är de passiva ägarna större institutionella investerare i form av exempelvis pensionsfonder och amerikanska universitet. De passiva ägarna lämnar dock över förvaltningsansvaret av portföljbolagen till buyout-aktören, för att i slutet av fondens livstid erhålla sin avkastning utan att de facto har arbetat med bolagen (Söderblom, 2011).

Man insåg under 1980-talet att det fanns ett värde i att ägare såväl som ledning i bolag utgjordes av samma individer. Detta motiverades av att man genom denna affärsmodell löste agentproblem relaterade till bolagsstyrning och den divergens som kan uppkomma mellan ledning och storägare. Då affärsmodellen buyout bygger på att vara en aktiv majoritetsägare som genom kraftiga effektiviseringar skapar ekonomiskt värde inom en tidsram om 5-10 år, är det med fördel som en ägare kan styra friktionsfritt (Strömberg, 2011). Den förevarande studien följer, till skillnad från flertalet

tidigare studier, upp denna ägandeperiod för att se hur dessa portföljbolag presterar åren efter dess buyout-ägnande.

## 2.2 Litteratur- och forskningsstudier

Med respekt för den deduktiva metoden bör litteratur såväl som tidigare studier på området granskas och analyseras i kronologisk ordning innan en metod med tillhörande hypoteser tydligt kan formuleras.<sup>1</sup> Nedan följer en redogörelse över tidigare empirisk forskning som är relevant för den förevarande studien, såväl som påvisar var det möjligen kan finnas en lucka i forskningen för denna studie att fylla. Målet nedan är således inte bara att redogöra för tidigare forskning, utan även att placera in den förevarande studien i sammanhanget.

### 2.2.1 1980-talet

Forskningen inom affärsområdet buyouts anses ofta ha inletts i en studie av Jensen från 1989, var det argumenteras för att den publika ägandeformen i form av börsnoterade bolag på sikt kommer att dö ut. Jensen menade på att buyout som affärsmodell bidrog med en överlägsen privat ägandeform.<sup>2</sup> I studien visades det på att buyouts finansiellt överpresterar under ägandeperioden i jämförelse med reguljärt ägande. Jensen förklarar detta främst med bakgrund av koncentrerat ägarskap som leder till minskade agentkostnader och en mer effektiv organisation, vilket på sikt leder till en god avkastning för investerarna under ägandeperioden. En hög skuldsättning tros även medföra en disciplinerande effekt hos ledningen, då de måste leverera starka kassaflöden för att undvika insolvens. Notera här att Jensen undersökt värdeskapandet i bolagen under holding period, dvs. inte hur portföljbolagen presterar efter exit.

Året efter Jensens studie kritiserades dennes resultat av Rappaport. Studien pekar på att Jensens tes om att det publika bolaget skulle dö ut förefaller inkorrekt. *“LBOs can't replace the public company. They have a limited market and a limited life”* (Rappaport, 1990). Vidare menar man att buyout inte är den överlägsna ägandeform som Jensen tidigare pekat på. Studien menar att kapitalstruktur med hög skuldsättning i portföljbolagen medför en minskad flexibilitet, såväl som ett högre risktagande. Jensens teori om att skuldsättning sätter press på ledningen att leverera starka kassaflöden

---

<sup>1</sup> Efter långt övervägande valdes att lyfta fram tidigare studier i kronologisk ordning istället för att dela in kapitlet efter område. Detta eftersom många av nedan beskrivna studier lyfter fram ett stort antal frågor som överlappar ämnena. Det förelåg därmed en stor risk för upprepning av studier vid en ämnesindelning av forskningsområden, en negativ effekt för läsaren som även upplevts vid studerandet av tidigare kandidatuppsatser.

<sup>2</sup> Intressant att inledningsvis att notera är att Strömberg (2007) 18 år senare konstaterar att så inte blev fallet, utan att privat ägande på buyout-marknaden och publikt ägande på börserna snarare blev substitut, inte att den ena ägandeformen överlevde på bekostnad av den andra.

förkastas med argument så som att stora institutionella investerare sätter likvärdig press på ledningen i ett börsbolag. Det bör noteras att Rappaport slutligen medger att det publika aktiebolaget har en nackdel i de agentkonflikter som uppstår mellan ägare och ledning – något som löses genom buyout som ägarform.

Under samma år, 1989, utförde Kaplan en eventstudie på den amerikanska marknaden, där värdeskapande i portföljbolag kunde fastslås med bakgrund av en mängd faktorer. Genom att studera 76 buyouts och dess prestationer i jämförelse med branschsnittet under 1980-talet fastslogs att buyout-aktörerna genom dess karakteristiska drag lyckats förbättra EBITDA-marginalen i sina portföljbolag och därmed skapa ett operationellt värde. Kaplan menade på att värde inte enbart skapats operationellt, utan att portföljbolagen även kunde nyttja den *tax shield* som uppstår då de med bakgrund av buyouten har stora räntekostnader. En studie från samma år menar även på att buyout-kontrollerade bolag ofta inför incitamentsprogram, något som även bidrar till den operationella utvecklingen (Baker och Wruck, 1989).

Intressant att notera är Kaplans slutsats rörande portföljbolagens investeringar är att de minskade under hela holding period. Detta torde kunna medföra ett synsätt om att private equity-bolagen intar ett mer kortsiktigt förhållningssätt och inte rustar bolag för framtiden genom för få investeringar. Det bör dock noteras att studien enbart hanterar management buyouts, förevarande studie har ett mer generellt fokus inom hela buyout-segmentet.

## 2.2.2 1990-talet

För att ytterligare belysa hur buyout skapar värde bör Muscarellas studie från 1990 lyftas fram. Här studeras 72 buyouts på den amerikanska marknaden och sex stycken prestationsmått<sup>3</sup> per bolag. Dessa bolag har, likt vår studie, jämförts med bolag i samma bransch för att utröna om skillnader i prestation föreligger. Studien ser att huvudpoängen till värdeskapandet är att ägarna tar vara på den privata ägandeformen genom att snabbt börja omorganisera och vidta åtgärder som leder till effektivisering. 54 av studiens 72 bolag vidtog inom en kortare tidsperiod efter en buyout någon form av större åtgärd. Den vanligaste åtgärden var att sälja delar av bolaget som de nya ägarna inte anser historiskt sett ha presterat tillräckligt starkt (Muscarella, 1990).

Vanligt var även att göra en omorganisation i målbolagens produktionsled för att ytterligare effektivisera verksamheten. Effekten av detta blev inte ökade intäkter, utan enbart minskade kostnader och således en ökad vinstmarginal. Detta är intressant för förevarande studie 2015 då EBITDA-marginal undersöks. Vidare menar även Muscarella, likt Kaplan (1989), att *tax shield* används för att skapa ekonomiskt värde för aktieägarna

---

<sup>3</sup> Omsättning, vinstmarginal, rörelsemarginal, nettomarginal, räntabilitet på totalt kapital samt omsättning per anställd är de vinstmått som studeras av Muscarella.



(Muscarella, 1990). Notera att ingen studie vid denna tidpunkt inom forskningen ännu studerat det som förevarande studie ämnar undersöka: tiden efter exit.

DeGeorge och Zeckhauser publicerade 1993 den första eventstudien som till viss del låtit forma vår aktuella studie. Man studerar 1980-talets finansiella marknad i USA. Undersökningen tar främst sikte på de tre år efter att buyout-bolaget placerat portföljbolaget på börsen. Den finansiella prestationen åren efter börsnoteringen jämförs således med bolag i samma bransch som även dessa är börsnoterade. Forskningsstudiens resultat visar, likt Jensen såväl som Kaplan 1989, att buyout-ägda bolag överpresterar under holding period.

Vidare, vilket är än mer intressant, pekade studien på att EBITDA-marginalen för det börsnoterade portföljbolaget minskade redan första året efter buyout-bolaget gjort exit. De kommande två åren skedde det dock en klar överprestation från den buyout-backade bolagen i jämförelse med dess konkurrenter. Detta förklaras med bakgrund av den informationsasymmetri som uppstår mellan tidigare ägare och marknaden vid en börsnotering. Denna asymmetri ska vara så pass påtaglig att det ger upphov till en inledande nedgång i lönsamhet. Noteras bör dock att denna studies resultat kom senare att kritiserats i vidare forskning, se vidare nedan.

Under 1995 publicerades en andra studie som till viss del inspirerat vår aktuella studie (Jain och Kini, 1995). Studien fokuserar på bolagens finansiella prestation åren efter att ägande *venture capital*-bolag har börsnoterat dem. Viktig skillnad att notera är att det förvisso är en tidigare PE-ägare, men en *venture capital*-ägare och inte av ägarformen buyout, vilket är i fokus för vår studie. Vidare är börsnoterade VC-backade bolag under 1980-talet i USA fokusgruppen för studien.

Studien från 1995 fokuserar på fyra stycken nyckeltal, som vardera undersöks från året före börsnoteringen till tre år efter. Mest relevant för denna aktuella studie är att se till deras resultat avseende omsättningstillväxt. I studien påvisas en kraftig överprestation hos de bolag som före börsnotering ägts av *venture capitalists*. Under tidsperioden från året före börsnoteringen till tre år efter börsnoteringen ökar omsättningstillväxten med 219 % till skillnad från övriga konkurrenter i branschen som såg en ökning om 142 %. En tydlig överprestation kunde således konstateras, vilket förklaras till viss del av dessa VC-aktörers kunskap och branschkunskap, där författarna slutligen menar på att man bör använda sig av VC och *private equity*-aktörer på riskfyllda marknader med stor osäkerhet (Jain och Kini, 1995). Att även buyout-ägare<sup>4</sup>, i linje med *venture capitalists*, skapar mervärde i sina portföljbolag genom specifika kunskaper och kontakter i branschen stärks av tidigare forskning (Kaplan och Strömberg, 2008).

Holthausen och Larcker genomförde 1996 en studie lik ovan behandlade

---

<sup>4</sup> Som är den aktuella ägarformen för denna studie.

DeGeorge och Zeckhauser, 1993. Studien behandlar buyout-ägda portföljbolag, som börsnoterats, under fyra år efter exit och jämför dessa med sina branschkonkurrenter. I kontrast till 1993 års studie finner man att buyout-backade bolag överpresterar i förhållande till konkurrenter *samtliga* fyra år efter exit. De finner dock inslag av nedgång i överprestation gentemot konkurrenter under dessa fyra år<sup>5</sup>, vilket rimligen skulle motivera en studie längre än fyra år efter exit för att säkerställa om trenden med minskat avtryck från tidigare buyout-ägande fortsätter. I studien stadgas även att ens resultat vad avser buyout-ägarnas strukturella och strategiska fördelar genom privat ägande är i linje med vad ovan nämnda Kaplan (1989) såväl som Muscarella (1990) konstaterar.

### 2.2.3 2000-talet

Bruton *et al.* publicerade 2002 en studie som till stor del har inspirerat den valda studien. Man studerar en hel livscykel för buyout-bolag, dvs. där portföljbolaget till en början är publikt, blir uppköpt och drivet i privat regi, för att sedan noteras på börsen och igen återgår till publikt ägande. Likt DeGeorge och Zeckhauser (1993) undersöks en period om tre år efter att buyout-ägaren har gjort exit. Denna prestation jämför man med en kontrollgrupp som består av konkurrenter i branschen. I linje med Jensen (1989) m.fl. menar man på att eventuell överprestation från en buyout är hänförlig till minskade agentkostnader, vilket skapar ett mervärde för aktieägarna i portföljbolaget.

Resultaten från studien vad gäller portföljbolagens prestation under de tre åren efter exit ligger i linje med vad Jain och Kini (1995) samt Holthausen och Larcker (1996) menar, men i kontrast med vad DeGeorge och Zeckhauser (1993) konstaterar. Buyout-ägarnas strukturella effekter kvarstår nämligen även efter exit, men de avtar under de tre studerade åren. Avtagandet antas bero på att agentkostnaderna återigen stiger efter att buyout-ägarna inte längre kontrollerar bolaget.

Under 2003 byggde Berg och Gottschalg vidare på det ramverk som Jensen (1989) byggt upp, nämligen den teori om att buyouts främsta värdeskapande effekt uppkommer med bakgrund av agentteorin. I en buyout existerar inte längre någon separation mellan ägare och kontrollerande bolag, på så vis kan operativ effektivitet maximeras på ett mer adekvat vis än i börsbolag. I linje med Jain och Kini (1995) fastslås även att buyout-aktören skapar ett värde genom att inneha specifika branschkunskaper, kontakter och även medför god tillgång på kapital i form av kapitalstarka ägare.

År 2003 publicerade Wang en studie som till största del bygger vidare på en venture capital-studie publicerad av Jain och Kini (1995), fast med fokus på Singapores riskkapitalmarknad. Fokus för Wang ligger även på åren efter exit. Det intressanta med Wangs studie ligger i resultatet, nämligen det att portföljbolag tidigare ägda av venture capitalists *underpresterar* gentemot

---

<sup>5</sup> Främst under år tre och fyra är överprestationen kraftigt ned från de två tidigare åren. Detta förklaras främst av att buyout-ägandets effekter avtar med tiden.

sina konkurrenter i branschen. Värt att notera är dock att de två studierna undersöker USA respektive Singapore, dvs. två vitt skilda marknader. Wang menar på att förklaringen till underprestation ligger i att venture capitalists under ägandeperioden inte har satsat på investeringar<sup>6</sup> för att på kort sikt öka sina marginaler, vilket skadar bolaget på lång sikt – dvs. perioden efter att de börsnoterat portföljbolaget. Jain och Kini (1995) upplevde inte att detta var en relevant faktor vid sin studie av den amerikanska marknaden, det föreligger således här något av en splittrad bild inom forskningen. Möjligen förklaras detta av att man de facto studerar två olika marknader – även om fenomenet är intressant.

Coakley (2007) studerade likt Wang private equity-backade<sup>7</sup> bolags prestation efter att PE-bolaget gjort exit, dock med fokus mot Storbritanniens marknad under 1985-2003. I linje med Wang (2003), och således i kontrast till Jain och Kini (1995), fann Coakley (2007) en klar underprestation hos PE-backade avyttringar under en femårsperiod efter exit. Den primära förklaringen, likt DeGeorge och Zeckhauser (1993) konstaterat, är att det råder en informationsasymmetri mellan PE-ägarna och marknaden. Denna asymmetri leder till ökade agentkostnader då asymmetrin ökar, nämligen i form av att ägare och ledning efter avyttringen hamnar mer separat.

År 2007 presenterade Bergström *et al.* den studie som legat till störst grund för vår förevarande studie. Studien tar till skillnad från tidigare publicerade studier sikte på den svenska marknaden, även om man bygger vidare på studier av Jensen (1989) och Berg och Gottschalg (2003) rörande operativt värdeskapande vid buyouts. Man jämför svenska buyouts med bolag i samma bransch för att utröna en eventuell överprestation, något som senare kan statistiskt säkerställas. Bergström *et al.* (2007) bygger även vidare på Muscarellas (1990) teorier rörande omstruktureringar och effektiviseringar i buyouts, vilket skapar värde för portföljbolaget.

Noteras bör att studien enbart undersöker holding period och inte portföljbolagets prestation efter att buyout-ägaren har gjort sin exit, detta i kontrast till exempelvis Jain och Kini (1995), Wang (2003) och Coakley (2007). Således kan inte fastläsas om omstruktureringar och minskade agentkostnader påverkar portföljbolagets värde efter exit. Studien inspirerar vår aktuella studie genom att studera den svenska marknaden genom främst tre nyckeltal<sup>8</sup> rörande operativt värdeskapande. I dagsläget finns ingen publicerad vetenskaplig forskning som studerar svenska marknaden för operativ prestation åren efter att buyout-ägare gjort exit.

Under 2009 presenterade Wright *et al.* en studie som behandlade merparten av tidigare forskning rörande buyouts, inklusive studier om bolags prestation efter buyout-ägarens exit. Slutsatsen som Wright *et al.* konstaterar är att buyout även skapar bestående värde i sina portföljbolag, inte bara

---

<sup>6</sup> Benämns i studien som "CapEx", *Capital expenditures*.

<sup>7</sup> Dvs. både ägarformerna buyout och venture capital.

<sup>8</sup> EBITDA-marginal, ROIC, omsättningstillväxt är de tre som studeras.

under holding period. Helt i linje med Holthausen och Larcker (1996) och Bruton *et al.* (2002) ser man att agentkostnader inte återkommer direkt efter exit, utan de positiva avtrycken från buyout-ägandet försvinner först ett antal år efter exit. Värdeskapandet inte bara genom minskade agentkostnader under holding period, utan även likt Jensen (1989), Bergström *et al.* (2007) samt Jain och Kini (1995) konstaterat, med hjälp av ägarnas unika sektorexpertis och långa erfarenhet av att bygga upp framgångsrika företag sker ett bestående värdeskapande. Framförallt tre saker lyfts fram som värdeskapande från buyout-ägarna som håller i sig på längre sikt: ”(i) *investments and knowledge in new product development*, (ii) *new investments in plants and equipment* and (iii) *supports the company in market expansion.*” (Wright *et al.*, 2009, sid 16).

Under samma år presterade Cao och Lerner en studie i kölvattnet av Jain och Kini (1995), Wang (2003) samt Coakley (2007) en studie rörande portföljbolags prestationer efter exit. Studien fastslår att det ett buyout-backat bolag överpresterar gentemot sin branschkonkurrent som kraftigast året efter exit, men även det fjärde och femte året kunde man se en överprestation. Intressant att notera är att Cao och Lerner inte ser någon skillnad under 1980, 1990 eller 2000-talet – resultaten var lika oavsett årtionde. Detta måste anses påvisa en robusthet i resultaten över tiden, att branschens ägandemodell ter sig på ett eget, karaktäristiskt vis. I linje med vad DeGeorge och Zeckhauser (1993) fastslagit har ägarna ett kraftigt informationsövertag som skapar en asymmetri mellan ägare och marknad vid en exit via börsnotering. Den stora skillnaden mellan dessa två studier är dock att Cao och Lerner (2009) inte menar att denna informationsasymmetri leder till en sämre prestation första året, innan asymmetrin är uttraderat mellan marknad och ägare.

## 2.2.4 2010-talet

Väl inne på 2010-talet publicerade Harford och Kolanski (2010) en omfattande studie som behandlade 788 buyouts och dessa bolags prestation efter exit från buyout-aktören. Studien fastslår ett värdeskapande av buyout-aktörer på den amerikanska marknaden. I linje med vad Jensen (1989) fastslog skapas operativt mervärde genom minskade agentkostnader. Vidare förs resonemang om buyout-ägarnas investeringar i portföljbolaget under ägandeperioden, samt vilken effekt detta möjligen får på värdeskapandet. I kontrast till Kaplan (1989) samt Wang (2003) finner man inga bevis på att buyout-aktörer underinvesterar och således inte rustar portföljbolaget för framtiden. Inget sådant kortsiktigt kan fastslås.

Året senare publicerade Levis (2011) en studie om prestation efter exit från buyout-aktör med fokus på den brittiska marknaden. Man finner en klar överprestation hos buyout-backade bolag under, Levis finner dock inte någon konkret, underliggande förklaring till varför denna överprestation uppstått – och försöker inte heller reda ut denna fråga utan lämnar det för framtida studier. ”*A detailed analysis of the corporate governance structures, the nature of engagement of PE sponsors, and their adopted*

*operational strategies after flotation may prove fruitful.*”(Levis, 2011, s. 275).

Under samma år presenterade Acharaya *et al.* (2011) en studie som inverkat på vår studie, då den likt Bergström *et al.* (2007) undersöker värdeskapandet genom att titta på operationella resultat så som EBITDA-marginal och diverse avkastningsmått. Studien tar dock inte hänsyn till prestationen efter exit, utan enbart under holding period. Man fastslår, likt många studier tidigare, att buyout-ägare är skickliga på att kostnadseffektivisera sina organisationer likväl som ägarna nyttjar sina kontakter och specialistkunskaper för att skapa överpresterande bolag på både lång och kort sikt. En viss överprestation i den operationella verksamheten styrks även av Guo *et al.* (2011), även om buyout-backade bolag enligt forskarna ofta presterar likt sina konkurrenter i branschen.

Acharaya *et al.* (2011) fastslår även Muscarellas (1990) dåvarande 21 år gamla tes om att buyout-aktörer snabbt omstrukturerar då de blir ägare, omstruktureringar som ofta leder till värdeskapande. Bland annat konstaterar man att styrelser tenderar att bytas ut så fort buyout-ägaren inte ser en överprestation i portföljbolaget, något som möjliggörs av minskade agentkostnader i form av fullt privat ägandeskap. Detta är något som kom att vidareutvecklas av Achleitner *et al.* (2012), där man fastslog att två tredjedelar av det totala värdeskapandet i ett portföljbolag till en buyout-aktör kom från operationellt värdeskapande.<sup>9</sup>

Intressant att vidare notera är att man i kontrast till Harford och Kolanski (2010) såväl som Kaplan (1989) finner att investeringar i portföljbolaget de facto ökar. Att investeringar skulle vara på liknande nivåer som sina konkurrenter eller rentav avta då buyout-aktörer beskylls agera kortsiktigt är således något som kritiseras. Värt att notera är dock att nettoomsättningen ökar snabbare än vad investeringar gör, vilket medför att bolaget relativt sett inte lägger mer resurser på investeringar.

Det senaste tillskottet inom forskningen på området kommer från Meles *et al.* (2014), som undersöker huruvida portföljbolag från buyout-aktörer på den italienska marknaden överpresterar gentemot konkurrenter<sup>10</sup> åren efter avyttring. Studien visar att dessa portföljbolag inte har överpresterat i den operationella verksamheten eller rörande lönsamhet överlag. Intressant att notera är även att portföljbolag som börsnoterats har presterat sämre än de portföljbolag som avyttrats på annat sätt från buyout-aktören. Detta förklaras av att bolag som börsnoteras tenderar att oftast vara större och mer mogna bolag, något som enligt forskarna talar för en försvarad överprestation. Något unikt för denna studie är att den inte bara ser till prestation efter exit via en börsnotering, utan även tar hänsyn till alla typer av försäljningar. Detta är något som Guo *et al.* redan 2011 påpekade vore

---

<sup>9</sup> En tredjedel kom från effekter från skuldsättningen, så som *tax shield*.

<sup>10</sup> Meles *et al.* har byggt sin metod med en jämförelsegrupp inom branschen likt Tian (2012). Detta är även något som låtit inspirera vår studie.

intressant att studera, och är även något som till stor del låtit inspirerat vår svenska studie på området.

## 2.2.5 Översikt över tidigare studier

Författare	År	Period	Marknad	Metod	Urval	Överprestation PE?
Michael C. Jensen	1989	-	USA	Debattartikel/ Journal	-	Ja
Steven Kaplan	1989	1980-1986	USA	Eventstudie	76 bolag	Ja
Steven Kaplan	1989	1980-1986	USA	Eventstudie	76 bolag	Ja
Alfred Rappaport	1990	-	USA	Debattartikel/ Journal	-	Nej
Chris Muscarella & Michael Vetsuypens	1990	1976-1987	USA	Eventstudie	72 bolag	Ja
Francois Degeorge & Richard Zeckhauser	1993	1983-1987	USA	Eventstudie	62 bolag	Ja, bitvis.
Bharat Jain & Omesh Kini	1995	1976-1988	USA	Eventstudie	272 bolag	Ja
Robert Holthausen & David Larcker	1996	1983-1988	USA	Eventstudie	90 bolag	Ja, men avtagande.
Bruton, Keels & Scifres	2002	1980-1988	USA	Eventstudie	39 bolag	Ja, men avtagande.
Wang	2003	1987-2001	Singapore	Eventstudie	92 bolag	Nej
Bergström, Grubb & Jonsson	2007	1998-2006	Sverige	Eventstudie	73 bolag	Ja
Coakley, Hadass & Wood	2007	1985-2003	Storbritannien	Eventstudie	590 bolag	Nej
Cao & Lerner	2009	1980-1998	USA	Eventstudie	229 bolag	Ja, men avtagande.
Harford & Kolasinski	2010	1993-2001	USA	Eventstudie	788 bolag	Ja
Levis	2011	1992-2005	Storbritannien	Eventstudie	1 595 bolag	Ja
Guo, Hotchkiss & Song	2011	1990-2006	USA	Eventstudie	94 bolag	Ja
Tian	2011	1980-2005	USA	Eventstudie	30 861 bolag	Ja
Acharaya, Gottschalg, Hahn & Kehoe	2012	1996-2004	Storbritannien	Eventstudie	66 bolag	Ja
Achleitner, Braun, Engel, Figge & Tappeiner	2012	1991-2008	Europa	Eventstudie	206 bolag	Ja
Meles, Monferrá & Verdoliva	2014	2001-2008	Italien	Eventstudie	118 bolag	Nej
Denna Studie	2015	2004-2010	Sverige	Eventstudie	34 bolag	Ja, men avtagande.

Tabell 1. Sammanställning av tidigare forskning inom ämnet

## 2.3 Studiens bidrag till forskningen

Forskningen inom buyout och dess värdeskapande tog fart vid publicerandet av studien som av flertalet forskare benämns områdets *seminal piece* av Jensen (1989). Sedan dess har ett stort antal studier genomförts globalt, där en viss konsensus råder att buyout som ägandeform skapar ett mervärde i jämförelse med andra, mer sedvanliga ägandeformer. Viktigt att notera är dock att denna konsensus enbart råder vad avser holding period, det råder dock ingen konsensus inom forskningen huruvida detta värde som buyout-aktören skapat kvarstår efter deras avyttring.

Då det inte råder en konsensus inom forskningen på området huruvida värdet från buyout-aktörernas kvarstår efter exit uppkommer rent intuitivt en lucka för en intressant studie. Meles *et al.* kunde 2014 påvisa att ett sådant mervärde inte består för buyout-aktörers portföljbolag på den italienska marknaden, medan studier tidigare gjorts den amerikanska marknaden som påvisar motsatsen, se Cao och Lerner (2009) såväl som Holthausen och Larcker (1996). Coakley (2007) såg dessutom en kraftig underprestation av buyout-backade avyttringar åren efteråt, detta dock i Storbritannien. Sker underprestation överlag kanske mer i Europa, är de amerikanska buyout-aktörerna möjligen mer skickliga på att skapa bestående värde?

Då det idag inte finns någon publicerad vetenskaplig forskning på det som kallas *exit performance* av buyout-aktörers portföljbolag i Sverige, ämnar studien att fylla denna lucka och på vis kunna bidra till forskningen. Med en väl genomarbetad metod för att finna relevanta<sup>11</sup> jämförelsegrupper hoppas studien verkligen kunna belysa hur portföljbolagens prestation ter sig gentemot konkurrenter. Att täppa till denna lucka är även något som visat sig vara uppskattat av de buyout-aktörer i Stockholm som författarna till studien varit i kontakt med.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Dvs. skapa ett index av liknande bolag för att erhålla bästa möjliga skattning av den normala prestationen.

<sup>12</sup> Vid korrespondens med företrädare från bl. a. Altor Funds, Adelis Equity, Cubera samt PEQ Private Equity.



## 2.4 Hypoteser

Med bakgrund av det som framkommit ovan vid studerandet av ovanstående forskningsstudier har i *avsnitt 2.3* presenterats vad denna studie bidrar med till forskningen på området. Studien ämnar fastslå hur svenska portföljbolag till buyout-aktörer presterar åren efter att de avyttrats, detta för att belysa huruvida aktörerna agerat kortsiktigt i sitt ägande. Då detta är studiens målsättning har, i linje med Bergström *et al.* (2007), nedan hypoteser formulerats. Skillnaden mellan förevarande studie och Bergström *et al.* (2007) ligger främst i att den aktuella studien delat upp hypoteserna per behandlat nyckeltal, istället för att enbart se operationellt värdeskapande som en samlad term. Studiens hypoteser testas för de operativa nyckeltalens årliga förändring mellan hela perioden åren 1-4 efter exit som kommer att diskuteras vidare under *avsnitt 3.4*.

$H_0$  = Det föreligger ingen statistiskt signifikant skillnad i portföljbolagets förändring av det operativa nyckeltalet efter avyttring i jämförelse med dess branschkollegor.

Denna hypotes är nollhypotes för följande alternativa hypoteser för de operativa nyckeltalens prestation.

$H_1$  = Det föreligger en statistiskt signifikant skillnad i omsättningstillväxt för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor efter avyttring.

$H_2$  = Det föreligger en statistiskt signifikant skillnad i utveckling av EBITDA-marginal för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor efter avyttring.

$H_3$  = Det föreligger en statistiskt signifikant skillnad i utveckling av räntabilitet på operativt kapital (ROIC) för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor efter avyttring.

## 3 Metod

Syftet med studien är att bedöma huruvida det uppstår en faktisk operativ värdeökning på buyout-ägda bolag efter exit. I denna kontext kommer den faktiska ökningen att syfta på dessa bolags operativa förbättring i relation till den generella förbättringen för bolagets industri, som i sin tur påverkas av makroekonomiska faktorer så som konjunktursvängningar och andra faktorer som vidare påverkar industrin i sin helhet.

För att kunna mäta ett bolags prestation och få en så ärlig bild av denna som möjligt, kommer studien således att rensa för den prestation som hela marknaden upplever. Detta görs genom att jämföra med lämpliga branschkonkurrenter, då portföljbolag såväl som dess konkurrenter alla upplever liknande marknadsförhållanden. På så vis mäts endast en eventuell överprestation hos portföljbolaget.

I linje med främst Bergström *et al.* (2007), dock med viss modifikation, tilldelas varje bolag en jämförelsegrupp som kommer att agera ett jämförelseindex. Den nämnda studien är den som främst ligger till grund för den aktuella studien. Då denna studie till stor del replikeras, men inte fullt ut, läggs stor fokus på att tydliggöra för läsaren hur förevarande studie kan replikeras. Centralt att poängtera är att en metodkritik kommer att föras löpande i vardera delavsnitt, detta för att erbjuda läsaren en mer lättläst text.

### 3.1 Forskningsansats

Denna studie grundar sig i en deduktiv ansats med en kvantitativ undersökning. För att utröna ett resultat och möjliggöra en analys tillämpas statistiska metoder för att kvantifiera onormal utveckling för tidigare buyout-backade bolag relativt dess branschkonkurrenter. Utifrån tidigare studier och teorier har mätbara hypoteser formulerats i syfte att testa tidigare teori och eventuellt revidera denna (Bryman och Bell, 2005). Ut efter hypoteserna har relevant data inhämtats och bearbetats, här följdes den deduktiva metoden, dock med vissa avvikelser på grund av subjektiva val, se vidare om val av jämförelsebolag under *avsnitt 3.2.2.*



## 3.2 Motivering av val

Nedan följer motiveringar till studiens val av avgörande faktorer för att presentera en studie som dels är i linje med tidigare forskning, såväl som lämplig för den svenska marknaden och studiens åtkomst till data.

### 3.2.1 Val av portföljbolag

I linje med studiens syfte såväl som Bergström *et al.* (2007) studie valdes svenska bolag vilka tidigare varit ägda av buyout-aktörer. Gemensamt för samtliga portföljbolag är att dessa har avyttrats tidigast 2004 alternativt senast 2010. Valet av period motiverades via tillgängligheten av data hos *Business Retriever*. År 2010 valdes som övre gräns då undersökningen erfordrat fullständig data tre år efter exit, detta då ett helt eventfönster ska kunna undersökas. Den nedre gränsen har motiverats av funktionen att sortera bolag eftersom att data gällande de tre nyckeltalen är begränsad till 2004, vilket är fundamentalt för studiens karaktär, se *avsnitt 3.2.2.* för fullständig motivering av detta.

Urvalet har även begränsats till exits som inte inkluderar så kallade *secondary buyouts*, det vill säga de fall då portföljbolagen återköps inom samma buyout-aktörs fondsfår eller säljs till en ny buyout-aktör. Vissa bolag exkluderades även då de såldes till aktörer vars huvudsakliga verksamhet inte var buyout, men hade divisioner designerade till detta. Att exkludera dessa fall medför att resultatet enbart representerar bolag med tidigare buyout-ägarskap och möjliggör en analys huruvida det skapas långsiktiga strukturer med icke-finansiella ägare.

Identifieringen av buyout-aktörer har skett genom att studera SVCA:s medlemsregister. Genom att undersöka medlemmar under kategorin *Buyout* har de medlemmar som hade exits under studiens tidsram studerats. Majoriteten av dessa bolag listade samtliga av sina tidigare investeringar med tillhörande exit-datum på sina hemsidor. Vid ett fåtal fall var dock denna information inte komplett, vid dessa fall har informationen kompletteras med hjälp av offentliga publikationer och även genom direktkontakt<sup>13</sup> med buyout-aktörerna.

Vid vissa exits sker fusioner med köparen. När en fusion sker är det inte längre möjligt att identifiera exakt vilken verksamhet som är hänförlig till vilket av de två tidigare bolagen. Då studien enbart ämnar studera bolag som genomgått buyout-ägarskap, inte bolag som har förvärvat buyout-backade bolag, så exkluderades samtliga fusioner.

Ett fåtal bolag har blivit försatta i konkurs eller likviderats under studiens eventfönster, då dessa inte är lämpliga för datahanteringen har även dessa exkluderats. Detta introducerar en *survival bias*, dvs. att enbart de bolag

---

<sup>13</sup> De buyout-aktörer som inte listade sina exits kontaktades via e-post och telefon, specifikt har kontakt nåtts med Adelis, Altor, PEQ samt Cubera.

som inte gått i konkurs eller likviderats har inkluderats i studien. Detta ger möjligen en allt för positiv bild på portföljbolagens prestation, men effekten bedöms dock vara liten då det enbart handlar om fyra bolag.

Undersökningen erfordrar jämförelsebolag enligt de valda kriterierna, vid de fall då inga jämförelsebolag ansågs vara lämpliga har dessa bolag inte inkluderats i studien. Alternativet hade varit att välja andra metoder för dessa bolag, men det skulle istället ha minskats studiens replikerbarhet.

### 3.2.2 Val av jämförelsebolag och kontrollgrupp

I linje med tidigare empiriska studier (Kaplan, 1989; Amess, 2002; Bergström *et al.*, 2007; Bruton *et al.*, 2002) skapas en kontrollgrupp för att möjliggöra en värdefull undersökning av bolagens värdeökning. Tidigare studier använder *American Standard Industrial Classification (SIC)*-klassificeringen eller *Nomenclature General des Activites Economiques dans l'Union Europeenne (NACE 1.1)*-klassificeringen. Denna studie använder istället Standard för Svensk Näringsgrensindelning (SNI)<sup>14</sup> då det är SCB:s allmänna företagsregister för klassificering av svenska bolag och därmed högst relevant för denna studie.

Kriterierna för valet av kontrollgrupp i denna studie liknar huvudsakligen den valda metoden som Bergström *et al.* (2007) använder, dock med viss modifikation. Bergström *et al.* (2007) väljer en kontrollgrupp bestående av de 20 största bolagen sorterat efter omsättning inom samma bransch. Dock väljer nämnda författare att progressivt minska antalet siffror i kodspecifikationen och den geografiska avgränsningen, till Norden och övriga Europa, till dess att 20 stycken företag uppnås.

Det kan argumenteras att ovan nämnda metod inte är optimal då den kan leda till extrema jämförelser i jämförelsegruppen<sup>15</sup>. Exempelvis kan en jämförelse mellan två bolag med markant skild omsättning antas innebära att jämförelsen utförs på två bolag med betydlig skillnad i strukturer och operativa prestationer<sup>16</sup> (Barber och Lyon 1996). Fama och French (1995) har konstaterat att operativ prestation för små bolag i snitt har lägre vinst och marknadsvärde jämfört med större bolag. Flertalet tidigare studier som undersöker den operativa prestationer har valt liknande peers med hänsyn till omsättning och bransch (Kaplan, 1989; Denis och Denis, 1993; Dann, Masulis och Mayers, 1991; Degeorge och Zeckhauser, 1993).

Vidare försvinner värdet av jämförelsen då koden för klassificering blir allt för generell<sup>17</sup>. Då Bergström *et al.* (2007) tillåtit kontrollgruppen att även

---

<sup>14</sup> SNI 2007 utgår från EU:s rekommenderade NACE Rev. 2.

<sup>15</sup> Termen jämförelsegrupp kommer att användas synonymt med peers samt bransch.

<sup>16</sup> Exempelvis om ett jämförelsebolag för Annas pepparkakor AB (SNI 10.722), som omsätter cirka 100 miljoner kronor, skall skapas, bör inte ORKLA Foods (SNI 10.722), som omsätter cirka 4,4 miljarder användas.

<sup>17</sup> 46.000 som står för Partihandel gav 54 983 träffar enligt *Allabolag.se*.

inkludera utländska bolag då det saknas inhemska, kan detta snedvrیدا bilden på grund av lokala makro-politiska händelser och övriga fluktuationer.

Med ovanstående diskussion i åtanke har en urvalsprocess likt Bruton *et al.* (2002) valts:

(i) SNI kod har valts med fokus på primär full (fem siffror) kod. Dessa koder har hämtats från *Allabolag.se*. Om ett bolag har fler SNI-koder har då maximalt de tre främsta koderna valts för att identifiera relevant kontrollgrupp.<sup>18</sup> Detta motiveras av att de tre första koderna avser cirka 80 % av bolagets verksamhet men att man inte vet hur mycket vardera representerar.<sup>19</sup> När de studerade bolagen hade koncernstrukturer hämtades koder från deras dotterbolag när moderbolagen endast hade SNI-koder avseende kontorsverksamhet eller andra koder som inte var hänförliga till rörelsens kärnverksamhet.<sup>20</sup>

(ii) Jämförelsebolagen har primärt valts ut efter intäktskälla och marknad. Sekundärt har typ av produkter styrts vilka bolags som har valts in i peer-gruppen.

Då syftet med kontrollgruppen är att justera för makroekonomiska- och andra branschspecifika-fluktuationer är det viktigt att jämförelsebolagen är så lika relativt respektive exit-bolag som möjligt. Det har även skett en gallring för att exkludera bolag som har varit PE-ägda under perioden ur kontrollgruppen.<sup>21</sup> Vidare har även enbart bolag som har existerat under hela jämförelseperioden valts. Med andra ord har bolag som genomgått en konkurs under eventfönstret exkluderats ur datamaterialet. I och med detta introduceras återigen ovan nämnda *survival bias*.<sup>22</sup>

I denna studie tas dessutom, likt Bergström *et al.* (2007), hänsyn till omsättningen, dock sorteras jämförelsegruppen utefter omsättning vid bokslutet ett år efter exit. Ur stickprovet har sedan de bolag med mindre än halva omsättningen såväl som mer än dubbla omsättningen relativt portföljbolaget valts bort och rensats för i studien. Bakgrunden till rensningen är att den minimerar uppkomsten av strukturskillnader som beror på storleksfördelar. Det ökar även sannolikheten att bolagen befinner sig i liknande stadier i sina livscyklar och därmed erbjuder en mer precis

---

<sup>18</sup> Exempelvis i fallet med Bring FRIGO AB har bolaget tio stycken SNI-koder.

<sup>19</sup> Denna information är hämtad ur ett telefonsamtal med SCB, 2015-04-28.

<sup>20</sup> I vissa fall, exempelvis Kappahl har en kod (70100 – Verksamhet som utövas av huvudkontor) eliminerats då den ansågs för bred. I detta fall har även den sista siffran i deras sekundära kod SNI 47711- (Specialiserad butikshandel med herr-, dam- och barnkläder, blandat) ändrats då denna ej genererade några jämförelsebolag. Detta är dock det enda företaget där denna problematik uppstår vilket därmed anses vara av liten effekt på resultatet.

<sup>21</sup> Trots en noggrann bortsortering av PE-ägda bolag ur kontrollgrupperna kan det finnas en risk att något bolag finns kvar i materialet då detta arbete har skett manuellt.

<sup>22</sup> Denna effekt bedöms dock som minimal då det enbart har skett i ett fall då ett bolag ur kontrollgruppen till JOY Shop AB, specifikt Malmströms/Camilla AB.

jämförelse. Vidare elimineras en *upward-bias* för jämförelsegruppens bolag, vilka annars riskerar att växa ikapp det buyout-kontrollerade bolaget under treårsperioden, i det fall då omsättning istället skulle ha sorterats efter sista mätpunkten. Vidare i *avsnitt 3.4* följer en diskussion kring alternativa sorteringsmetoder relaterade till eventfönstret.

Kontrollgrupperna består minst av en peer och maximalt av 20 peers då fler än så inte ansågs erbjuda ett mycket mer representativt index. Av metoden följde att en rensning skedde tills dess att kontrollgruppen bestod av tio större respektive tio mindre bolag avseende omsättning året efter exit, eller tills dess att det saknades relevanta peers. Vidare försäkrades att ingen av jämförelsegrupperna inkluderade det specifika exit-bolaget, detta med anledning av att jämförelsen endast ämnar vara i relation till resten av branschen.

### 3.2.2.1 Diskussion kring jämförelsegrupp

En alternativ metod för urvalet som skulle kunna argumenteras för är en urvalsmetod som tar hänsyn till *pre-event performance* (Barber och Lyon, 1996). Denna metod skulle ha tagit hänsyn till bolagens utvecklingstrend innan eventfönstret. Med denna teknik skulle bolag i samma stadie i dess livscyklar med högre träffsäkerhet kunna identifieras.

Resultatet av detta skulle dock bli ett kraftigt reducerat jämförelseindex då detta skulle gallra många peers.<sup>23</sup> Detta beror delvis på begränsningarna i urvalsprocessen, men även på den databrist som finns i studiens nedre tidsavgränsning. Detta är något som Bergström *et al.* (2007) inte heller beaktat med bakgrund av samma argument.

Genom att välja jämförelsebolag enligt metod likt Bruton *et al.* (2002) anses studien få en mer kvalitativ kontrollgrupp med högre homogenitet och därmed generera ett mer relevant jämförelseindex än studien utförd av Bergström *et al.* (2007). Den förevarande studiens tillvägagångssätt kan således påstås vara en blandning av ovan två nämnda studier. Vid val av metod måste man alltid väga fördelarna med det ena tillvägagångssättet med det andra tillvägagångssättets fördelar, och på vis kunna göra en intresseavvägning. Vid en sådan avvägning måste metodens teoretiska bidrag vägas mot om det är praktiskt genomförbart, på så vis har vår metod utarbetats som en medelväg mellan tillgången av data i Sverige vägt mot tidigare studiers och vetenskapligt förankrade metoder.

---

<sup>23</sup> Efter att ha testat denna metod på några av våra exitföretag märktes det direkt att detta inte skulle vara möjligt att genomföra på den Svenska marknaden då bortfallet av Peers skulle bli alldeles för stort.

### 3.2.3 Val av nyckeltal

De tre resultatmått som används för att mäta bolagens förändring i operativ prestation över tid har det i linje med Bergström *et al.* (2007) valts ut tre operativa nyckeltal (*operating performance statistics*, OPS). Dessa är följaktligen rörelsemarginalen (*EBITDA-marginalen*), räntabilitet på operativt kapital (ROIC) samt bolagets årliga omsättning. Dessa tre har i tidigare forskning använts med bakgrund av dess förmåga att påvisa en rörelses prestation, speciellt i kombination med varandra.

Enligt Bergström *et al.* (2007) är EBITDA-marginalen relevant i sammanhanget för att mäta rörelsens prestation och värdet av bolag. Vanligen används måttet i samband med multipelvärdering, där rörelsemarginalens multipel vägs mot konkurrenters för att senare avgöra huruvida bolaget är värderat i relation till övriga aktörer på marknaden – dvs. om de är värderade till samma EBITDA-multipel. (Bergström *et al.* 2007). I ekvation 1 illustreras den formel som har använts för att beräkna EBITDA-marginalen.

$$EBITDA - marginal \% = \frac{EBITDA}{\text{Nettoomsättning} + \text{Övrig omsättning}} * 10$$

Ekvation 1. *EBITDA-marginal i procent.*

Vidare menar Barber och Lyon (1996) att EBITDA-marginal är att föredra framför måttet Årets Resultat med hänsyn till att det på ett mer renodlat vis tar hänsyn till enbart rörelsens prestation och bortser från bolagets finansiering, avskrivningar eller skattebetalningar. Vidare menar man att private equity-bolag tenderar att ändra kapitalstrukturen i sina portföljbolag, vilket även detta medför en lämplighet för just EBITDA-marginal framför exempelvis Årets Resultat som prestationsmått.

EBITDA-marginal lämpar sig även särskilt väl vid buyout-analyser då måttet eliminerar effekter av kapitalstrukturen, vilken troligen ändrar sig när bolag byter ägarstruktur (Barber och Lyon 1996). I linje med Bergström *et al.* (2007) används måttet räntabilitet på operativt kapital (ROIC) då det teoretiskt bör vara det mått som bidrar med den mest neutrala bilden oavsett bransch, trots att även detta möjligen kan vara påverkat av de olika branschens redovisningssätt.

I ekvation 2 nedan illustreras den formel som har använts för att beräkna avkastning på operativt kapital.<sup>24</sup>

$$ROIC = \frac{\text{Rörelseresultat}}{\text{Tillgångar} - \text{Kassa och Bank} - \text{Kortfristiga skulder och placeringar}} * 100$$

Ekvation 2. Avkastning på operativt kapital.

Måttets styrka ligger i att det till skillnad från andra vanliga mått på räntabilitet, så som räntabilitet på totala tillgångar (ROA) och räntabilitet på eget kapital (ROE), inte påverkas av bolags kapitalstrukturer och rörelsekapital. Detta då nyckeltalet inte tar hänsyn till varken räntekostnader och nettoskuld, detta följer av att rörelseresultatet återfinns i täljaren. (Berk och DeMarzo, 2014)

Slutligen inkluderas årlig omsättning då detta likt Bergström *et al.* (2007) anses vara ett bra komplement till EBITDA. Då en ökning i omsättning över tid, tillväxt, kan tänkas öka bolagets EBITDA.

### 3.2.3.1 Diskussion kring nyckeltal

Valen av nyckeltal har skett med stor försiktighet och noggrannhet där fördelar och nackdelar har vägts vid vägval. Som alltid vid användning av nyckeltal för analys av bolag så bör man se på dessa med kritiska glasögon. Att tre nyckeltal skulle ge den fullständiga bilden utav ett bolags operativa prestation är något naivt att hävda. Naturligtvis hade det varit önskvärt att undersöka fler aspekter så som kassaflöde och mer kvalitativa mättningsvariabler, men då det ämnas göra en svensk studie likt Bergström *et al.* (2007) har dessa tre, specifika nyckeltal valts.

Vidare vore det intressant att göra korrekta branschjusteringar för samtliga bolags nyckeltal för att få en mer rättvisande bild. Detta bedömdes dock att vara för riskfyllt om något nyckeltal skulle justerats felaktigt. Om något fel skulle ha begåtts skulle nya bias introducerats vilka hade urvattnat värdet av studiens resultat. Vad som även bör noteras är att nyckeltalen inte bidrar med information om vad det är som driver det eventuella värdeskapandet, de bevisar endast uppkomsten av denna. Då studiens syfte är att klargöra om PE-aktörer operativa prestation skiljer sig från branschen efter exit anses det dock inte nödvändigt för att besvara studiens forskningsfråga.

---

<sup>24</sup> Formeln för ROIC som används i Business Retrievers skiljer sig från den som Bergström *et al.* (2007) använder genom att den ej tar hänsyn till teoretisk skattesats. Denna skillnad anses dock ej påverka resultatet då samtlig data konsekvent skulle multipliceras med samma faktor, den dåvarande skattesatsen.



### 3.2.4 Val av tidsperiod

Tidsperioden är begränsad till åren 2004 till 2010 och studien gör även avgränsningen att undersöka de tre kommande åren efter avyttring, vilket är i linje med tidigare publicerade studier som Degeorge och Zeckhauser (1993) samt Bruton *et al.* (2002).

Dock har tidigare studier som Hothausen och Larcker (1996) funnit att man kan se avtryck i de avyttrade portföljbolagen upp till fyra år efter att ett private equity bolag har gjort sin exit. Detta medför att studien riskerar att missa något av betydelse i utvecklingsperioden under det extra år som undersökts här. Motivering till att hänsyn inte har tagits till detta år är att ett färre antal bolag då skulle ha tagit del i undersökningen samt att de mest uppmärksammade tidigare undersökningarna har fokuserat på tre år.

Den för studien valda tidsperioden kan även anses relevant då den omfattar de senaste avyttringarna som kan undersökas (tillgång till bokslut tre åren efter avyttring) vilket ger ett aktuellt resultat på studiens frågeställning. Perioden är likaså noga utvald då den är lång nog för att ett tillräckligt antal bolag ska undersökas.

Vidare så är det högst fördelaktigt att den valda tidsperioden har medfört att både hög- och lågkonjunkturer inkluderas då detta ger en mer rättvisande bild av hur portföljbolagen skapar bestående värde i sina avyttrade portföljbolag.



Diagram 2. Data hämtad från Yahoo Finance 2015-05-15

## 3.3 Reliabilitet och validitet

### 3.3.1 Validitet

Hög validitet definieras som studiens förmåga att undersöka det som ämnas undersökas tillsammans med frånvaron utav systematiska mätfel (Bryman och Bell, 2005). Tack vare att denna studie baseras på väl motiverade nyckeltal, som även har ansetts lämpliga av tidigare forskare och sedan tillämpas på relevanta hypoteser med giltiga statistiska metoder, bör denna studies validitet avseende detta vara hög. Källan för den primära datainhämtningen, *Business Retriever*, anses vara en tillförlitlig databas. Den data som har använts är baserad på årsredovisningar, vilka har granskats utav revisorer vilket därmed ökar validiteten. Naturligtvis bör det dock noteras att risken finns att företag har manipulerat sina räkenskaper för att se bättre ut, detta anses inte möjligt att ta hänsyn till i studien vilket medför en något minskad validitet.

### 3.3.2 Reliabilitet

Hög reliabilitet definieras som att studiens resultat skulle bli detsamma om studien replikerades utifrån den applicerade metoden (Bryman och Bell, 2005). Databehandlingen har varit systematisk och konsekvent byggts på formelreferenser i Excel vilket minimerar risken för systematiska felberäkningar. Dock har detta arbete skett manuellt vilket medför att den mänskliga faktorn kan ha påverkat. I övrigt har en väldigt strikt arbetsprocess med stor respekt för metodval tillämpas genomgående i studien, vilket slutligen ökar undersökningens reliabilitet.

## 3.4 Tillämpad eventmetodik

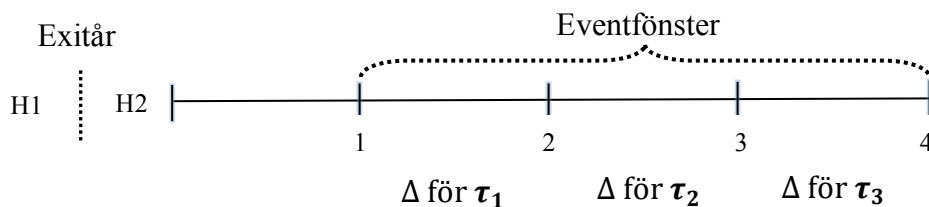
Denna studie följer MacKinlay (1997), som på ett föredömligt vis klargör den typiska tillvägagångssättet vid genomförandet av en eventstudie. Inledningsvis definieras den period under vilken den operativa prestationen ska undersökas, även kallad eventfönster<sup>25</sup>. Detta eventfönster har sitt basår ett år efter PE-bolagets avyttring av portföljbolaget och tre år framåt som slutpunkt vilket illustreras i figur 2. På så sätt erhålls fyra datapunkter såväl som tre årliga förändringar i OPS, som vidare förklaras mer ingående längre ner.

Studiens hypoteser testas endast för de operativa nyckeltalens årliga förändring för hela eventfönstret [1,4]. Specifikt säkerställs om den *kumulativa genomsnittliga onormala operativa prestationen* (vidare

---

<sup>25</sup> Termen eventfönstret kommer i studien att användas synonymt med exitperiod och period efter avyttring.

benämnd CAAR) är signifikant skilt från noll. För att tillföra analysen och för möjliggöra en diskussion kring våra resultat i relation till tidigare forskning inom ämnet testas även varje specifik förändring i OPS mellan två datapunkter, dvs mellan året 1-2, 2-3, samt 3-4 efter exit. Därmed utgör dessa tre perioder,  $\tau_1$  (den första perioden) till  $\tau_3$  (den sista perioden), delar av eventfönstret för hela perioden.



Figur 2. Eventfönster.

Värt att nämna i sammanhanget är att det *inte* finns någon uttalad definition på hur långt ett eventfönster skall vara. Ofta argumenteras att ett för långt eventfönster minskar styrkan av t-testet som Brown och Warner (1980) fann samtidigt som ett eventfönster inte får vara för kort för att missa effekten av det undersökta eventet. Då eventfönstret i denna studie inte består av någon kontinuerlig eller daglig data likt aktiekurser, utan av årlig data i form av bokslutssiffror, kommer denna problematik vara begränsad. Dock antas i linje med DeGeorge och Zeckhauser (1993), Holthausen och Larcker (1996) såväl som Cao och Lerner (2009) att buyout-ägarens effekt redan efter de första två åren avtagit kraftigt och därmed inte påvisas en eventuell effekt av det valda eventfönstret. I linje med ovan nämnd forskning räcker således ett valt eventfönster om fyra mätpunkter och tre jämförelsepunkter och eventfönstret i denna studie blir därmed tre år långt.

Eventfönstrets startpunkt har valts utifrån det faktum att tillgänglig data inte beskriver när under året, H1 eller H2 av året, som exit sker. Genom att rensa för det aktuella året och se förändringen först året efter, kan det garanteras att företaget inte varit PE-ägt under jämförelseperioden.<sup>26</sup> Hade exit-år istället valts som initial tidpunkt, fanns risken att första mätvärdet var en period där bolaget hade varit buyout-kontrollerat under majoriteten av året. Detta är viktigt för denna typ av studie då den direkta effekten av buyout-styrningen inte kommer påverka erhållen data, utan endast kommer påverkas av de nya förutsättningarna då en buyout-aktör inte längre är ägare.

Eventstudie-metoden var primärt utvecklad för att granska prestationen på avkastning (R). Därför beräknades de operativa nyckeltalens årliga förändring fram som en proxy för avkastning. Då nyckeltalen är uttryckta i procentenheter, är dessa normaliserade till storlek med avseende bolagens verksamhet eller bransch. Vidare beräknas därför den absoluta förändringen fram mellan två perioder likt Bergström *et al.* (2007). Barber och Lyon (1996) stödjer denna förändringsmetod snarare än att mäta en absolut nivå-

<sup>26</sup> Tillvägagångssättet är i linje med Bergström *et al.* (2007) när exit skett under H2, då exit-bolaget varit PE-ägt majoriteten av året.

skillnad i OPS under en specifik tidpunkt. Motiveringen är att en förändringsmodell möjliggör en mer representativ jämförelse mellan olika bolag till bransch och storlek. Det är således förändringen som studien söker finna, följaktligen motiveras denna metod.

Med bakgrund av ovan kommer förändring i OPS<sup>27</sup> att vara en proxy för avkastning i denna studie enligt ekvation 3, där  $R_{i,t}$  i år  $t$  för bolag  $i$ , vilket är analogt med Bergström *et al.* (2007) och Meles *et al.* (2014) tillvägagångssätt.

$$R_{i,t} = \Delta OPS_{i,t} = OPS_{i,t} - OPS_{i,t-1}$$

Ekvation 3. Förändring i OPS.

Då omsättningen, tillskillnad från EBITDA och ROIC, erhöles i absoluta tal (kronor) var omsättningen inte normaliserad. Förändring i omsättning beräknades därför enligt ekvation 4<sup>28</sup>:

$$R_{i,t} = \frac{OPS_{i,t} - OPS_{i,t-1}}{OPS_{i,t-1}}$$

Ekvation 4. Förändring i OPS.

För att kunna avgöra om ett exit-bolag presterar bättre än branschkonkurrenter måste den *onormala operativa prestationen* (vidare benämnd AR) beräknas. I linje med tidigare studier så som Bruton *et al.* (2002) och Meles *et al.* (2014) används nedan tillvägagångssätt för att kunna utröna AR. Beräkningen av AR sker idealt genom att subtrahera den observerade förändringen i OPS med den normala förändringen i prestation som skett under året, som är ett uttryck för branschkonkurrenternas prestation. Denna normala prestation nästintill omöjlig att bestämma med exakthet i praktiken, varför en proxy har tagits fram enligt nedan.

För att approximera normal prestation för varje bolag inom eventfönstret skapas ett slutgiltigt index som medianen av jämförelsegruppens prestation, som skapades i *avsnitt 3.2.2*, för ett specifikt OPS under en specifik period av eventfönstret. Därmed erhöles slutligen 34 stycken index, ett per exit-bolag. Medianen av prestationerna valdes framför genomsnittet precis som Bergström *et al.* (2007), då detta tillvägagångssätt blir mer representativt för branschen i den meningen att eventuella *outliers* inte tas med i beräkningen.

Ekvation 5 illustrerar den årliga AR beräkningen där  $t$  står för år och  $i$  är exit-bolaget. För tydlighetens skull kan konstateras att förändringen i branschprestation subtraheras med utvalda portföljbolagets prestation, detta för att således slutligen finna en eventuell AR för det avyttrade

---

<sup>27</sup> Uttryckt i procentenheter.

<sup>28</sup> På så sätt normaliseras även omsättningsstillväxten som är uttryckt i procent snarare än procentenheter.

portföljbolaget.<sup>29</sup>

$$AR_{i,t} = \Delta OPS_{EXF_{i,t}} - \Delta OPS_{JMF_{i,t}} = R_{i,t} - index_{i,t}$$

Ekvation 5. *Onormal förändring i OPS.*

I linje med Bruton *et al.* (2002) samt Bergström *et al.* (2007) har studien valt att ha samma peer-grupp för det totala eventfönstret. Det kan diskuteras att ett byte av peers varje år medför en jämförelsegrupp som garanterat fortfarande har liknande omsättning. Detta gäller dock endast under antagandet att företagets omsättning kan variera kraftigt mellan åren med tanke på att datan i flera fall täcker en period som omfattas av den globala finanskrisen 2008-2009. Denna studie stödjer Galil och Soffers (2011) argument rörande varför samma typ av index borde behållas genom hela eventfönstret. Författarna hävdar att i det fall då indexkompositionen inom jämförelsegruppen förändras mitt i eventfönstret, uppstår dessvärre en diskontinuitet där det blir svårt att utröna om en förändring beror på: (i) att exit-bolaget hade presterat bättre eller sämre, eller (ii) att nya peer-bolag hade beräknats som en del av index. Detta scenario undviks följaktligen genom valda metod. Självklart är det den första av de två som ämnas att mätas.

Nästa steg som möjliggör ett test av signifikansen och möjliggör därmed undersökningen att dra generella slutsatser kring de operativa nyckeltalens prestation varje år, är att samtliga eventfönster aggregeras till ett, samlat eventfönster. I praktiken beräknas den årliga *genomsnittliga onormala operativa prestationen* (vidare benämnt AAR) tvärsöver samtliga bolag för alla tre perioder inom eventfönstret separat enligt ekvation 6, där genomsnittet beräknas av  $N$  bolags onormala operativa prestation, detta enligt MacKinlay, (1997).

$$\overline{AR}_t = AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

Ekvation 6. *Genomsnittlig onormal förändring*

Det sista steget i beräkningen är att fastlå CAAR för att kunna testa signifikansen av de kumulerade AAR för alla tre perioderna i det aggregerade eventfönstret. Detta görs genom att samtliga tre delar adderas till ett kumulativt värde, CAAR. Genom att beräkna CAAR enligt ekvation 7, för period  $\tau_1$  till  $\tau_3$ , kan signifikansen testas för hela den undersökta exit-perioden (MacKinlay, 1997).

<sup>29</sup> För omsättningstillväxten gäller därför följande:

$$AR_{i,t} = \frac{OPS_{EXF_{i,t}} - OPS_{EXF_{i,t-1}}}{OPS_{EXF_{i,t-1}}} - \frac{OPS_{JMF_{i,t}} - OPS_{JMF_{i,t-1}}}{OPS_{JMF_{i,t-1}}}$$

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_3) = CAAR(\tau_1, \tau_3) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_3} \overline{AR}_t$$

Ekvation 7. Kumulativa genomsnittliga onormala förändringen i OPS.

### 3.4.1 Outliers

För att erhålla AAR och CAAR som är representativa för portföljbolagen har AR sorterats för outliers. Därmed exkluderas de extrema värdena för samtliga OPS för varje år samt för hela eventfönstret. Hade denna sortering inte skett skulle bolag med väldigt extrema värden påverkat studiens resultat i alldeles för stor utsträckning. På detta sätt kommer det slutliga bortfallet skilja sig år till år både inom och mellan varje specifikt OPS.

Det slutliga bortfallet diskuteras i *avsnitt 4.1*. Rensning för outliers har skett enligt Tukeys ursprungsdefinition där dessa definieras som mätpunkter som ligger utanför morrhåren. Morrhåren tillåts att vara maximalt 1,5 kvartilsavstånd långa i låddiagrammen (Wahlgren, 2014). Här blev vardera jämförelsebolag testade för samtliga år och nyckeltal. I de fall då de identifierades som outliers eliminerades bolagets data ur samtliga år för de nyckeltal där de avvek.

### 3.4.2 Statistiska tester och robusthet

Då denna studie likt Bergström *et al.* 2007 skapar egna unika index för att mäta den normala avmastningen, utan att mäta denna genom en estimeringsperiod, valdes det parametriska testet *cross-sectional t-test*<sup>30</sup>, som inte kräver ett estimeringsfönster, för att statistiskt säkerställa testa om AAR för en specifik period samt CAAR är skilt från noll. Testet kräver att datan, i detta fall AR för ett specifikt OPS är (i)<sup>31</sup> oberoende mellan alla företag, dvs tvärsöver alla företag, och identiskt fördelade mellan exit-bolagen under ett specifikt år, samt (ii) att medelvärdet av AR (AAR) är normalfördelat för samma år. Om dessa antaganden inte är uppfyllda kan signifikanta resultat erhållas utan att faktiskt vara det, och vice versa.

På grund av att *cross-sectional t-testet* är ett parametriskt test antas att AAR är normalfördelad. Då det inte är säkerställt om studiens stickprov är tillräckligt stort med avseende på antal bolag, vilket ofta i denna studie varierar omkring 30 stycken efter de bortfall som diskuterats i *avsnitt 3.4.1* för att fördelningen enligt centrala gränsvärdesatsen<sup>32</sup> ska bli approximativt normalfördelad. För att stödja testet och kunna erhålla robusta resultat tillämpas även det icke-parametriska *Wilcoxon Sign-Rank testet*<sup>33</sup> som inte kräver en normalfördelning och därför är ett bra komplement. Således måste båda testen visa signifikans för att påvisa robusta resultat. För att testa studiens hypoteser valdes test-statistiken enligt ekvation 8 nedan, i linje med MacKinlay (1997).

$$\theta = \frac{\overline{\Delta OPS_{EXF} - \Delta OPS_{JMF}}(\tau_1, \tau_2)}{[\hat{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2)]^{1/2}} \sim N(0,1)$$

Ekvation 8. *Test-statistik.*

---

<sup>30</sup> Specifikt är det *two-tailed one sample cross-section t-testet* som har tillämpats.

<sup>31</sup> Detta kriterium kallas även *independent and identically distributed, IID*.

<sup>32</sup> Centrala gränsvärdesatsen säger att fördelningen på AAR går mot en approximativ normalfördelning om stickprovet på bolagen (därmed antal AR) är tillräckligt stort.

<sup>33</sup> *Two-tailed ones sample Wilcoxon sign-rank testet* som har genomförts. Värt att nämna är att testet praktiskt har utförts i programmeringsspråket *Python*.

# 4 Data

Tack vare den svenska offentlighetsprincipen finns samtliga, för studien relevanta, bolags årsrapporter som har granskats av en revisor tillgängliga. Detta ger således den aktuella studien en väldigt god tillgång till data. Bokslutsvärden hämtade från *Business Retriever* har använts i samtliga fall.

Studiens data har insamlats enligt de kriterier som har nämnts tidigare i *avsnitt 3.2.1-3.2.4* och genom att följa dessa så har 36 stycken buyout-aktörers avyttringar granskats. Av de 36 stämde tolv aktörers exits med studiens kriterier och var inom studiens tidsram, år 2004-2010 (se under Bilaga C). Urvalet som har använts för studien hämtas från åren 2005-2014.

## 4.1 Bortfall och slutgiltigt stickprov

De tolv kvarvarande aktörerna hade totalt 36 exits som uppfyllde studiens urvalskriterier enligt *avsnitt 3.2.1* under perioden. Av dessa var två portföljbolags data inkomplett, dessa kategoriserades därav som bortfall<sup>34</sup>. Därefter har de kvarvarande 34 portföljbolagen sorterats för outliers<sup>35</sup>.

Anledningen till att bortfallet varierar är att outliers för AR enbart har exkluderats för den period inom eventfönstret, AR 1-3, för ett specifikt nyckeltal och portföljbolag där AR antar extremvärden. Anledningen till detta är att om ett bolag visar ett extremt värde för ett nyckeltal för AR 1 så kommer AR 2-3 att tillföra till respektive AAR, varför hela eventfönstret inte exkluderas.

Vidare exkluderas dock hela eventfönstret vid beräkning av CAR för att det inte är representativt att endast inkludera 2 års AR för att ge en bild av hur bolaget presterat över hela 3års-perioden. Därför är stickprovet mindre för den totala perioden än för varje specifikt år efter avyttring. Detta ger oss ett bortfall som varierar mellan två till tio bolag. Tabell 2 visar det slutgiltiga stickprovet för vardera nyckeltal och period efter avyttring.

	OMSÄTTNING	EBITDA-marginal	Avkastning på operativt kapital
Exitperiod	24	28	24
Period 1	31	31	28
Period 2	30	32	29
Period 3	31	31	28

Tabell 2. Slutgiltigt stickprov för nyckeltal och period.

<sup>34</sup> De två bortfall som uppstod på grund av inkomplett data var Fastighets AB Tornet och Intrum Justitia.

<sup>35</sup> Se Bilaga D för boxplots tillhörande samtliga nyckeltal där det illustreras vilka bortfall som sker på grund av outliers.



För samtliga nyckeltal är bortfallen jämnt fördelade mellan samtliga år efter avyttring. Samtidigt har avkastning på operativt kapital ett konsekvent större bortfall än de två resterande nyckeltalen. Det kan även konstateras att bortfallen för hela treårs-perioden är större än för varje enskilt år.

Trots dessa bortfall anses denna data fortfarande vara relevant och representativt för studiens syfte då det inte anses att resultatet snedvrids av att eventuella outliers. Studiens undersökning testades initialt med outliers inkluderade. Detta resultat påvisade dock ingen signifikans vilket kan antas bero på att de existerande outliers är jämnt fördelade och dess prestation av stor magnitud, vilket därmed slog ut den aggregerade effekten.

## 4.2 Deskriptiv statistik

De kvarstående 34 bolagen tilldelades olika antal jämförelsebolag beroende på hur många som ansågs uppfylla samtliga kriterier för respektive portföljbolag. Totalt har data från 210 jämförelsebolag insamlats, vilket ger en genomsnittstorlek på sex stycken branschbolag per portföljbolag<sup>36</sup>.

Det slutgiltiga stickprovet blir omfattande. Summan av detta blir 34 buyout-backade bolag, 210 jämförelsebolag, data från tre nyckeltal, fyra år och därmed 2928 unika mätpunkter till undersökningen.

Nedan visualiseras antal exits, som har använts vid denna studie, per år. Det bör noteras att en majoritet av de exits som har analyserats har skett under åren 2006-2007, precis innan den stora finanskrisen. Detta kan troligen påverka hur bolagen har presterat på sin egen hand, men det förväntas inte att det påverkar resultatet då jämförelsebolagens data är tagen ur samma period. Perioden innan finanskrisen var även väldigt inversteringsintensiv. Det ses således som relativt naturligt att det under denna period sker många exits precis innan kraschen, samt att avyttringarna sedan avtar som följd av att ekonomin rör sig långsammare. Det kan även tolkas som att buyout-aktörerna valde att behålla sina investeringar då dessa inte ansåg att de kunde få skäligen betalning på den kraschade marknaden.

---

<sup>36</sup> Se Bilaga B för fullständig förteckning över samtliga jämförelsebolag.

### Antal avyttringar per år

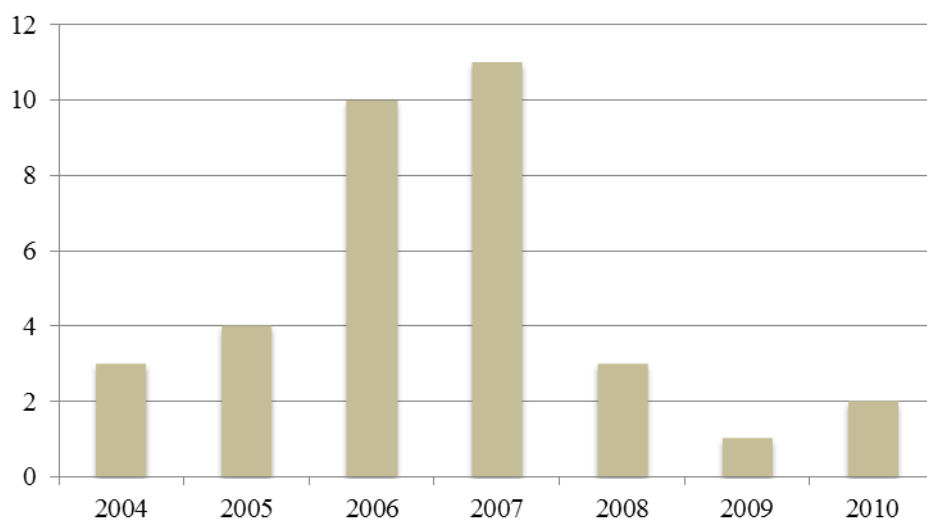


Diagram 3. Antal exits per år.

Tabell 3 visar antalet fall då de PE-backade bolagens operativa nyckeltal har utvecklats positivt respektive negativt under hela studiens eventfönster. Här har uppgifterna justerats för *outliers*. Störst skillnad noteras vid avkastning på operativt kapital där en övervägande andel har en negativ utveckling. Även vid omsättningen kan en markant skillnad noteras, dock med en positiv ökning. Dessa siffror tar dock ingen hänsyn till magnituden av förändringen och är inte heller i jämförelse med bolagens peers, men de erbjuder en god bild över hur företagen i snitt har presterat.

OPS PE-period	+	-
Omsättning	15	9
EBITDA-marginal	13	15
Avk. Op kap.	8	18

Tabell 3. Antal positiva och negativa förändringar hos PEbackade bolag för hela perioden efter exit

Nedan visualiseras de slutgiltiga utfallen för respektive nyckeltal. För nyckeltalet omsättningstillväxt har resultatet konsekvent valts att redovisas i procentuell förändring jämfört med de två övriga nyckeltalen som istället har redovisats i absolut förändring. Värdena för median och snittvärde skiljer sig något trots att materialet har rensats för *outliers* där den onormala avkastningen ansåg vara extrem. Författarna till denna studie har därför valt att använda medianvärdet i samtliga fall då det ansågs ge en mer rättvisande bild då den metoden rensar ytterligare för de mer extrema värdena.

PE-backade bolag						INDEX				
Omsättningstillväxt (%)	Min.	Max.	Median	Medelv.	Std.av	Min.	Max.	Median	Medelv.	Std.av
Exitperiod	-0,4	0,59	0,13	0,1	0,26	-0,33	0,36	0,11	0,07	0,17
Avyttring +1	-0,44	0,34	0,05	0	0,19	-0,38	0,22	0,04	-0,02	0,16
Avyttring +2	-0,43	0,58	0,05	0,05	0,2	-0,39	0,37	0,04	0,04	0,13
Avyttring +3	-0,25	0,32	0,05	0,04	0,11	-0,31	0,29	0,05	0,06	0,1

PE-backade bolag						INDEX				
EBITDA-Marginal (%-enheter)	Min.	Max.	Median	Medelv.	Std.av	Min.	Max.	Median	Medelv.	Std.av
Exitperiod	-13,39	8,73	-0,84	-1,14	5,02	-6,95	5,51	-0,61	-0,38	3,07
Avyttring +1	-8,53	5,4	0,64	0,44	3,58	-9,45	5	-0,8	-0,97	2,94
Avyttring +2	-19,28	11,3	-0,68	-1,9	6,33	-9,12	11,11	-0,3	0,14	3,75
Avyttring +3	-8,4	8,55	0,2	0,35	4,56	-3,88	12,37	-0,05	0,42	2,87

PE-backade bolag						INDEX				
Avkastning på operativt kapital (%-enheter)	Min.	Max.	Median	Medelv.	Std.av	Min.	Max.	Median	Medelv.	Std.av
Exitperiod	-50,88	30,81	-5,72	-2,37	17,67	-34,63	40	-8,3	-5,99	16,87
Avyttring +1	-40,29	42,9	2,11	4,9	17,61	-30,78	27,63	-7,8	-3,17	14,79
Avyttring +2	-75,68	83,67	-2,13	-5,37	26,74	-35,11	54,63	0,26	2,61	19,29
Avyttring +3	-33,66	30,33	0,02	0,22	14,7	-55,5	42,26	-2,13	-3,42	19,02

Tabell 4. Sammanställning av alla PE-backade bolag relativt alla index, rensat för outliers.

## 5 Resultat och analys

I detta kapitel redogörs studiens empiriska resultat. En stor mängd kvantitativ resultat presenteras för att sedan kunna analyseras och leda till slutsatser i form av en bedömning av huruvida buyout-aktörer lyckas skapa en överprestation hos sina portföljbolag även åren efter exit. Följaktligen besvaras studiens frågeställning och ställs i relation till teori och tidigare forskning.

### 5.1 Omsättning

- ✓  $H_0$  = Det föreligger ingen statistiskt signifikant skillnad i portföljbolagets förändring av det operativa nyckeltalet efter avyttring i jämförelse med dess branschkollegor.
- ×  $H_1$  = Det föreligger en statistiskt signifikant skillnad i omsättningstillväxt för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor.

Resultaten gällande omsättningen, som presenterar i tabell 5, tyder på att det inte finns några signifikanta skillnader avseende omsättningstillväxten relativt jämförelsegruppen. Dessa resultat stöds i både t-test och Wilcoxon, vilket tyder på att dessa resultat är robusta. Det betyder att avyttrade bolag varken växer snabbare eller långsammare än övriga bolag inom samma bransch mellan år 1-4 efter avyttring. Nollhypotesen kan därför ej förkastas avseende omsättning. Ingen signifikant skillnad kan heller noteras under de enskilda perioderna inom eventfönstret.

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT				
			T-test	Wilcoxon
	N	%	P-value	P-value
CAAR	24	0,0114	0,7895	0,7696
AAR 1	31	0,0230	0,3871	0,3389
AAR 2	30	0,0089	0,7309	0,6288
AAR 3	31	-0,0205	0,3380	0,3176
*Signifikant 10%-nivå, ** Signifikant 5%-nivå, ***Signifikant 1%-nivå				

Tabell 5: Statistiska resultat för perioderna 1-3 och hela eventfönstret gällande omsättningstillväxt.

Nedan, i diagram 4, illustreras AR via *scatter plots* såväl som *kumulerad onormal operativ prestation* (CAR) för bolagets omsättningstillväxt, för de tre mätperioderna var för sig och hela eventfönstret för varje individuellt bolag.<sup>37</sup> Värdena på x-axeln motsvarar bolagens prestation medan y-axelns värden motsvarar vardera enskilt portföljbolag. Man kan även rent grafiskt i denna *scatter plot* utläsa att det inte föreligger någon tydlig överprestation i AR för de buyout-backade portföljbolagen relativt jämförelsegrupperna då samtliga punkter fördelas relativt jämnt kring vardera sida av y-axlarna.

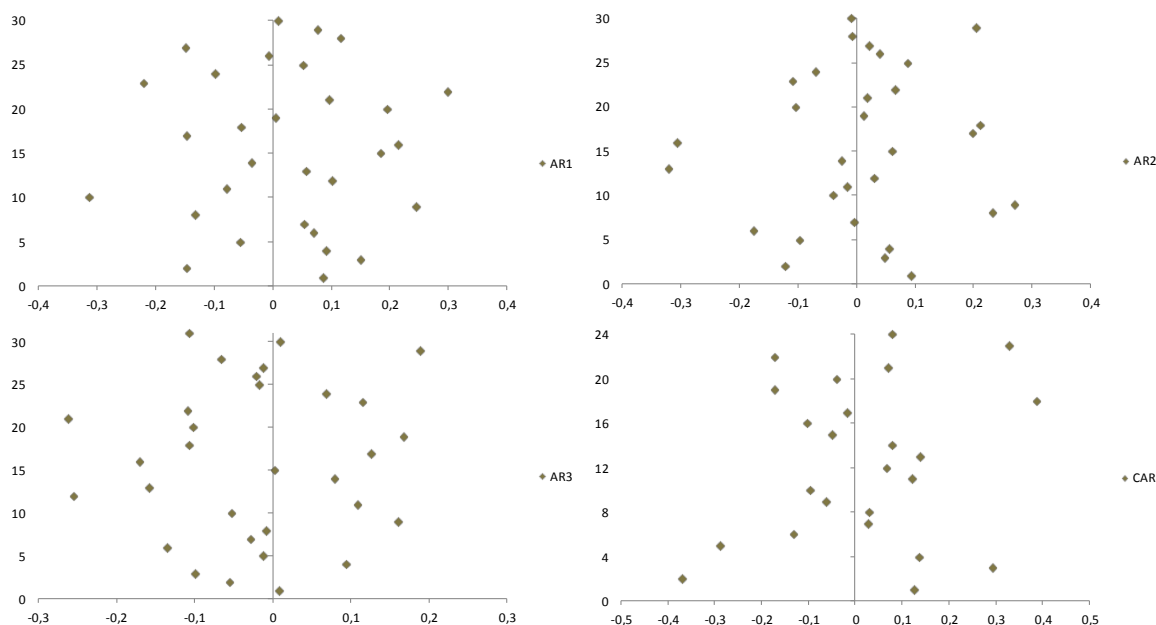


Diagram 4. Individuella bolags AR och CAR tillhörande omsättning

Intressant att notera är att den enda publicerade studie som även undersöker svenska buyout-marknaden, Bergström *et al.* (2007), inte heller ser någon signifikant överprestation avseende nettoomsättningen – även om den studien studerar holdingperioden. Just på denna specifika mätpunkt kan därmed konstateras att svenska buyout-aktörer under 2000-talet inte överpresterar när det gäller att öka omsättningen i ett bolag, varken under eller efter ägandeperioden.

Då det konstaterats att det inte kan utläsas en överprestation, kan tidigare forskning studeras för att se om detta stöds av historien. Inga tidigare studier på nettoomsättningen existerar avseende den svenska marknaden, således får internationell forskning studeras. Studiens resultat är i linje med Muscarella (1990), som i en tidig studie på området konstaterade att buyout-aktörer sällan ökar omsättningen, utan ofta istället skapar mervärde genom att minska kostnader och således ökar EBITDA-marginalen, något som även verkar stämma på den svenska marknaden under 2004-2010. Även då Muscarella (1990) studerade holdingperioden kunde dessa strukturella

<sup>37</sup> Således betecknas AR för eventfönstrets första period som AR 1 vilket fortsätter i samma ordning med AR 2 och AR 3. CAR innebär således en kumulerad AR-prestation för period 1 till 3.

effekter enligt Holthausen och Larcker (1996) konstateras kunna kvarstå året samt åren efter en exit från buyout-ägarna. Liknande effekt kvarstod således, helt i linje med tidigare forskning, då man varken under holdingperioden eller efter exit kunde påvisa någon signifikant överprestation vad avser just nettoomsättning i förevarande studies dataurval.

Wang (2003) har tidigare pekat på att buyout-aktörer inte rustar bolaget för framtiden och således agerar kortsiktigt genom att inte göra kapitalkrävande investeringar. Möjligen skulle ett sådant underinvestering vara en förklaring till varför man inte lyckas överprestera med avseende på omsättning och försäljning. Noteras bör dock att det enligt de tvåsidiga signifikansresultaten i denna studie varken sker en under- eller överprestation relativt bransch. Då portföljbolaget efter exit presterar helt i linje med sina branschkonkurrenter torde det vara orättvist att beskylla buyout-aktörerna för att ha agerat kortsiktigt, de har enbart inte lyckats överprestera på just området för försäljning, även om de har överpresterat på andra områden – se vidare nedan. Intressant att notera är dock att Harford och Kolasinski (2010) i kontrast till Kaplan (1989) samt Wang (2003) inte finner bevis på att buyout-aktörer underinvesterar, vilket är något som denna studie möjligen får ansluta sig till. Detta även då inte just investeringstakt undersöks, utan enbart operationellt värdeskapande.

En orsak till att buyout-bolagen inte lyckas överprestera avseende omsättning kan möjligtvis vara att buyout-ägarna inte är så pass överlägsna i sina specialkunskaper eller kontaktnät vilket leder till en ökad marknadsandel som tidigare forskning åsyftat (Kaplan och Strömberg, 2008, Wright *et al*, 2009, Berg och Gottschalg, 2003). Man verkar inte ha nyttjat dessa egenskaper i den mån som forskarna menat för att på vis kunna utöka sin marknadsandel. Ovan nämnd forskning pekade på att man genom sin marknadsandel som en logisk följd ökade sin försäljning, men detta verkar inte vara fallet på den svenska marknaden 2004-2010. På denna punkt avviker den förevarande studiens resultat tydligt från tidigare studiers slutsatser.

Avslutningsvis bör en viktig sak poängteras, som ofta glöms bort i diskussionen och analysen av buyout-aktörers värdeskapande, nämligen det att man i ytterst få studier finner att dessa någonsin skulle vara värdeförstörare för bolagen (undantaget Coakley, 2007, som menar att så är fallet). Då man avseende just omsättning inte lyckas signifikant överprestera gentemot sina branschkollegor, bör detta enligt förevarande studie enbart ses som ett tecken på att man ligger i linje med marknaden – något som aktörerna själva säkerligen är besvikna över.

## 5.2 EBITDA-marginal

- √  $H_0$  = Det föreligger ingen statistiskt signifikant skillnad i portföljbolagets förändring av det operativa nyckeltalet efter avyttring i jämförelse med dess branschkollegor.
- ×  $H_2$  = Det föreligger en statistiskt signifikant skillnad i EBITDA-marginal för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor.

Beträffande EBITDA-marginalen kan det med hjälp av den nedanstående tabell 6 utläsas att det under den hela undersökta perioden inte föreligger någon signifikant överprestation, enligt CAAR, för nyckeltalet hos de buyout-backade bolagen relativt bransch. Däremot finner studien en signifikant skillnad på en 10 % signifikansnivå mellan det första och andra året efter avyttring vilket kan utläsas ur AAR 1. Detta resultat stöds även av Wilcoxon-testet på en 5 % signifikansnivå. Denna överprestation försvinner dock efter det första året efter avyttringen. Resultatet som konstateras period två och tre är att det inte finns någon signifikant skillnad mellan tidigare buyout-backade bolag och deras jämförelsegrupper. Förvisso tyder t-test på en signifikant sämre prestation för AAR2 på en 10 % signifikansnivå, men då dessa resultat inte stöds av Wilcoxon kan de inte anses vara robusta.

EBITDA-marginal			T-test	Wilcoxon
	N	%-enheter	P-value	P-value
CAAR	28	-0,8558	0,5934	0,9025
AAR 1	31	1,2484	0,0733 *	0,0360 **
AAR 2	32	-2,0358	0,0761 *	0,1553
AAR 3	31	-0,0684	0,9404	0,8523
*Signifikant 10%-nivå, ** Signifikant 5%-nivå, ***Signifikant 1%-nivå				

Tabell 6. Statistiska resultat för perioderna 1-3 och hela eventfönstret gällande EBITDA-marginalen.

Resultaten ovan gör sig även tydliga i nedanstående diagram 5 där punkterna tydligt samlar sig övervägande positivt i grafen för AR1 medan punkterna i de övriga graferna positionerar sig jämnt fördelat kring vardera sida av y-axeln.

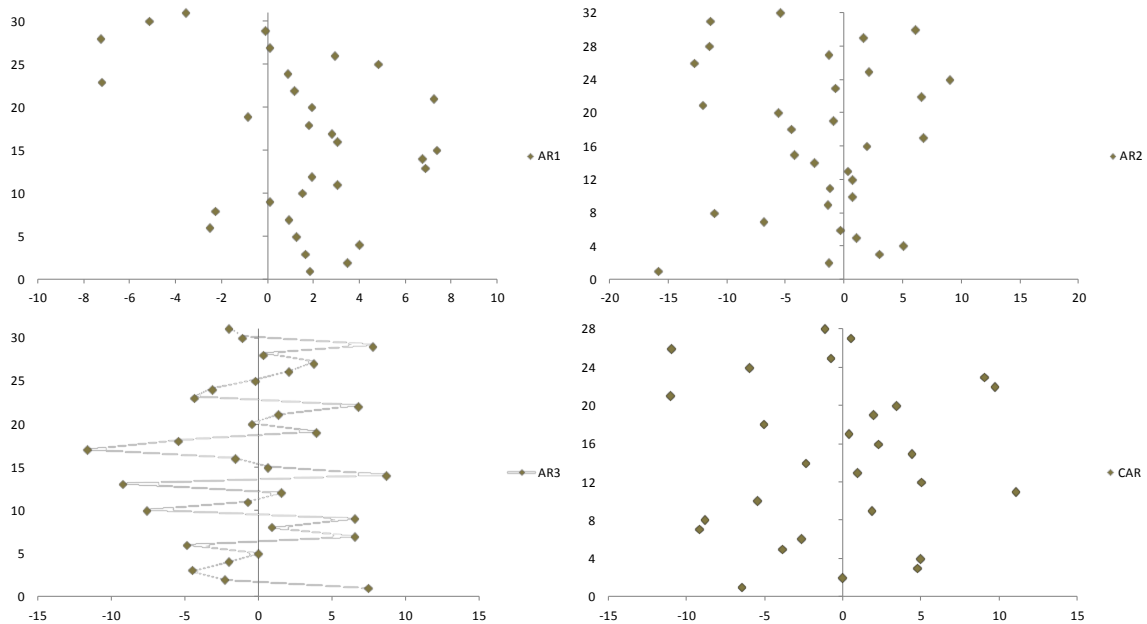


Diagram 5. Individuella bolags AR och CAR tillhörande EBITDA-marginal

Inga tidigare publicerade studier har berört frågan kring hur EBITDA-marginalen förändras efter exit hos ett tidigare buyout-bakat bolag i Sverige, vilket innebär att studien även här måste analyseras med hjälp av internationell forskning. Det första årets signifikanta överprestation finner studien stöd för hos många tidigare publicerade studier inom området så som Holthausen och Larcker (1996) samt Bruton *et al.* (2002). Studierna finner, som tidigare nämnts, att de strukturella effekterna från tiden bolaget ägdes av en buyout-aktör kvarstår efter exit, dock är detta avtagande.

Vidare är studiens resultat beträffande EBITDA-marginalen, nämligen en positiv överprestation initialt som sedan inte påvisar någon skillnad under den återstående undersökta perioden, i linje med tidigare forskning så som Kaplan (1989), Muscarella (1990) och Bergström *et al.* (2007). Trots att Kaplan, Muscarella och Bergström *et al.* undersöker holdingperioden kan deras slutsatser om att bolag, som ägs av en private equity aktör, får en förbättrad EBITDA-marginal kopplas till denna studies fynd då det kan tänkas att dessa effekter inte omgående försvinner. Denna tanke är även något som Cao och Lerner (2009) bekräftar.

En logisk förklaring till den utveckling under hela tidsperioden som upptäckts stöds i tidigare forskning så som Jensen (1989), Holthausen och Larcker (1996), Bruton *et al.* (2002), Berg och Gottschalg (2003), Wright *et al.* (2009) och Harford och Kolanski (2010). Alla ovan nämnda studier konstaterar att en stor del av det operationella värdeskapandet kommer från minskade agentkostnader och menar på att de återigen stiger efter att



buyout-ägarna inte längre kontrollerar bolaget. Likt vårt resultat, som går från att initialt överprestera till att det slutligen inte finns påvisbar skillnad, kan detta förklaras med att det tar en viss tid för agentkostnaderna att återkomma.

Även den expertis som buyout-aktörerna medför till sina portföljbolag enligt tidigare forskning en positiv effekt på företagets prestation. När avyttring sker så försvinner den här expertisen, samt att bolaget inte längre har tillgång till att utnyttja de kontakter som buyout-aktören tidigare erbjöd. Detta kan följaktligen finnas stöd för hos tidigare publicerade studier så som Jain och Kini (1995) och Acharaya *et al.* (2011).

Värt att notera är att resultatet skiljer sig från det resultat som DeGeorge och Zeckhauser (1993) fann då de observerade en kraftig försämring i EBITDA-marginalen under första året men en tydlig förbättring år två och tre. Den förevarande studien finner raka motsatsen. I kontrast till vår studie förklarar DeGeorge och Zeckhauser att detta resultat uppstår med bakgrund av den informationsasymmetri som uppstår mellan tidigare ägare och marknaden vid börsnotering. Detta verkar alltså inte vara fallet på den svenska marknaden under tidsperioden 2004 – 2010 då studien inte finner någon liknelse överhuvudtaget.

Avslutningsvis gällande EBITDA-marginalen, kan det konstateras att denna studies resultat ligger i linje med majoriteten av tidigare publicerade internationella studier inom området. Det uppstod som nämnt ingen skillnad över hela perioden, men då varje år undersöktes individuellt observerades en överprestation under det första året som sedan avtog. De två efterföljande åren uppstod ingen skillnad och detta har kunnat knytas till tidigare forskning. På den svenska marknaden har Bergström *et al.* (2007) redan konstaterat att det sker en förbättring i EBITDA-marginalen under holdingperioden. Denna studie kan nu konstatera att likt tidigare internationell forskning att det även på den svenska marknaden mellan 2004–2010 sker en avtagande positiv EBITDA-marginal efter avyttring, men dock ingen skillnad under hela den undersökta perioden. Anledningar så som återkommande agentkostnader, strukturella effekter och att buyout-aktörer besitter mycket hög kompetens inom området kan kopplas till den nedåtgående rekyl från det första året.

## 5.3 Avkastning på operativt kapital

- √  $H_0$  = Det föreligger ingen statistiskt signifikant skillnad i portföljbolagets förändring av det operativa nyckeltalet efter avyttring i jämförelse med dess branschkollegor.
- ×  $H_3$  = Det föreligger en statistiskt signifikant skillnad i räntabilitet på operativt kapital (ROIC) för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor.

Gällande avkastning på operativt kapital är det inte möjligt att påvisa någon signifikant onormal prestation för nyckeltalet hos portföljbolagen relativt deras jämförelsebolag under studiens kumulerade eventfönster. Detta framgår i tabell 7 där det under CAAR inte går att statistisk säkerställa om denna är skild från noll med varken Wilcoxon eller t-testet.

Således kan inte noll-hypotesen förkastas för det hela eventfönstret. Den andra och tredje mätperioden visar inte heller några signifikanta förändringar som har stöd i både Wilcoxon och t-testet. Mätperiod två visar en negativ försämring i t-testet på en 10 % -signifikansnivå, men då studiens data inte uppfyller kriterierna för att enbart stödja sig på t-test, anses inte detta resultat tillräckligt robust för att påvisa en statistiskt säkerställd skillnad.

Avkastning på operativt kapital				
			T-test	Wilcoxon
	N	%-enheter	P-value	P-value
CAAR	24	2,9393	0,6484	0,6718
AAR 1	28	6,7989	0,0404 **	0,0679 *
AAR 2	29	-7,5209	0,9998 *	0,1329
AAR 3	28	3,6613	0,2803	0,3388
*Signifikant 10%-nivå, ** Signifikant 5%-nivå, ***Signifikant 1%-nivå				

Tabell 7. Statistiska resultat för perioderna 1-3 och hela eventfönstret gällande avkastning på operativt kapital.

Studiens första mätperiod, utvecklingen mellan år ett och två efter avyttring, visar dock på en statistiskt säkerställd skillnad. Här märks en signifikant positiv skillnad på en fem-procentig nivå, denna skillnad blev bekräftat med Wilcoxon på en 10 % signifikansnivå. Med andra ord utvecklas de buyout-backade portföljbolagens avkastning på operativt kapital starkare än deras branschkollegor under denna delperiod. Detta visualiseras i diagram 6 nedan avseende AR 1. Förvisso är det bara 15 positiva respektive tolv negativa värden, men de positiva är större värden än de negativa. Även övriga resultat kan tydligt ses, då punkterna i de övriga graferna fördelar sig jämt kring y-axeln.

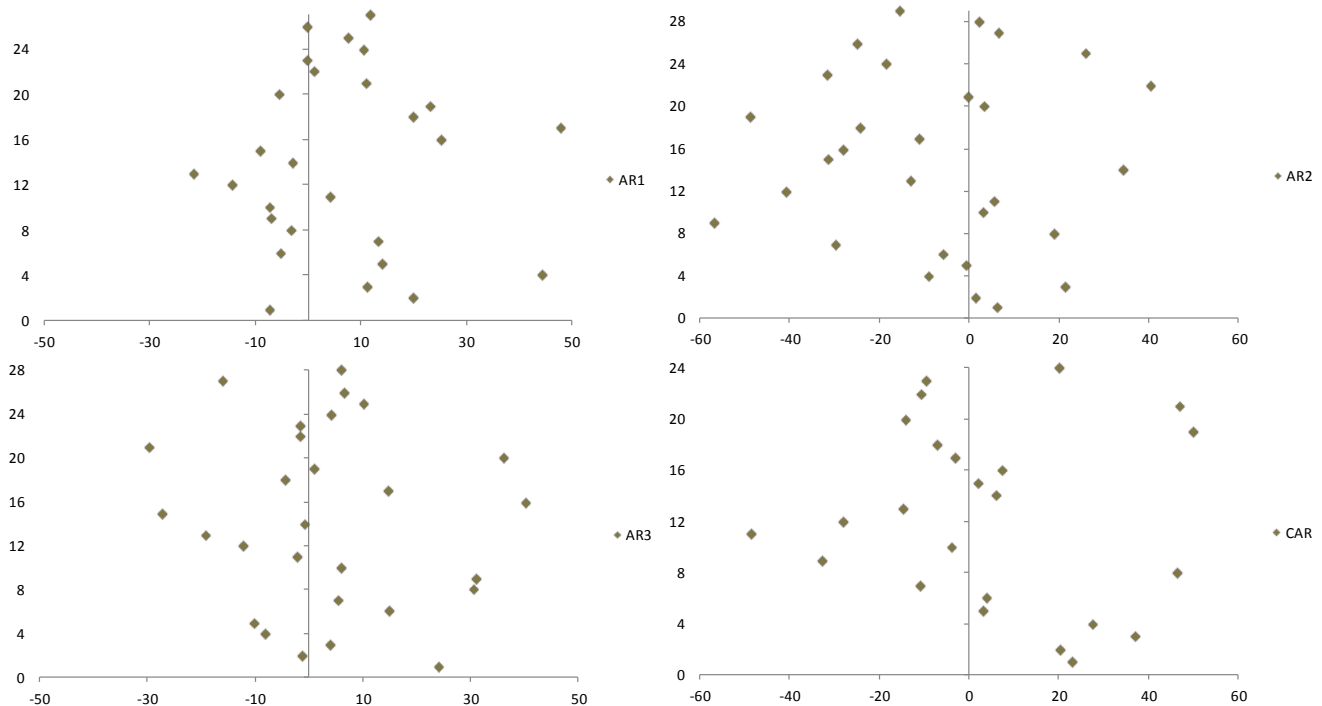


Diagram 6. Individuella bolags AR och CAR tillhörande avkastning på operativt kapital.

Ovan nämnda resultat är till stor del förenligt med vad tidigare studier har funnit, att strukturerna från buyout-aktörerna lever kvar en period efter avyttring. Tidigare studier har även funnit att dessa avtar över tiden. Bland flera studier så som Kaplan (1989) såväl som Muscarella (1990) har det konstaterats att buyout-aktörer är duktiga på att kostnadsoptimera sina portföljbolag. De ansåg att detta till stor del vara en följd av minskade agentkostnader, direkta och indirekta tack vara mer strömlinjering av ägares och ledning åsikter. Detta visar sig tydligt på avkastningen på operativt kapital, som styrs av avkastningen per operationaliserad krona.

Holthausen och Lacker (1996) och även Muscarella (1990) fann att dessa strukturer levde kvar efter avyttring men att strukturerna sedan avtog med tiden. Detta är i likhet med denna studies resultat, då resultaten tyder på fortsatt starka värden initialt, men att det därefter sker en normalisering av utvecklingen, där portföljbolagets resultat ligger i linje med sin bransch.

Möjligen kan de vara så att den kulturen lever kvar en period efter avyttring. Den då tillsatta ledningen fortsätter troligtvis att respektera buyout-aktörens direktiv, men att dessa senare faller i glömska. Om den nya ledningen inte optimerar kostnader och enbart investerar i positiva nettonuvärde-projekt är det naturligt att avkastningen på operativt kapital avtar med tiden. Det kan även spekuleras kring att den avtagande utvecklingen kan bero på frånvaron av buyout-aktörers kontaktnät och dess specialistkunskaper inom många branscher, något som Kaplan och Strömberg (2008) såväl som Acharaya *et al.* (2011) tar upp som en viktig punkt för utvecklingen under holdingperioden.

## 5.4 Översikt av samtliga nyckeltal

Nedan presenteras grafiskt den totala sammanställningen över studiens resultat. Sammanfattningsvis kan konstateras att enbart två av de sammanlagt nio mätperioderna påvisar en statistisk säkerställd överprestation i portföljbolaget åren efter att buyout-aktörerna har avyttrat sitt innehav i nämnda portföljbolag. En överprestation kan förvisso påvisas för period 2 för både avkastning på operativt kapital såväl som EBITDA-marginal i t-test, men studiens Wilcoxon-test kan inte göra detsamma. Då studiens dataurval till viss del inte är tillräckligt normalfördelat, går det inte att fastställa något tillförlitligt resultat med enbart ett t-test.

Hypotes	T test				Wilcoxon			
	AAR 1	AAR 2	AAR 3	CAAR	AR 1	AAR 2	AAR 3	CAAR
H1 Det föreligger skillnad i omsättningstillväxt för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor	x	x	x	x	x	x	x	x
H2 Det föreligger skillnad i EBITDA-marginal för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor	Ja* (+)	Ja* (-)	x	x	Ja** (+)	x	x	x
H3 Det föreligger skillnad i avkastning på operativt kapital för det avyttrade portföljbolaget i jämförelse med dess branschkollegor	Ja** (+)	Ja* (-)	x	x	Ja* (+)	x	x	x
*Signifikant 10%-nivå, ** Signifikant 5%-nivå						(+) Positiv förändring (-) Negativ förändring		

Tabell 8. Sammanställning av statistiska resultat.

Likt många tidigare internationella studier kan det konstateras att det sker en överprestation av vissa operativa nyckeltal hos portföljbolagen under första året efter exit, och framförallt aldrig en underprestation. Det känns som ett värdefullt tillägg till debatten såväl som framtida vetenskapliga studier på området att kunna konstatera ovan nämnda resultat även på den svenska marknaden. Studiens resultat påvisar att buyout som företeelse bidrar med något positivt och att lagstiftare och media därmed bör arbeta för att stödja ägandeformen, snarare än att starkt kritisera den.

Studiens samlade resultat går rimligen att tolka på två vis. Antingen ser man på buyout-aktörerna med ett kritiskt öga och menar på att deras överavkastning enbart stöds i empirisk forskning för deras egen holdingperiod samt maximalt ett år efter utträde och därmed drar slutsatsen att aktörerna måste ha agerat kortsiktigt och helt för egen vinning. Andra sidan av argumentet är att samma buyout-aktörer är duktiga på att bygga organisationer, bygga kontaktnät samt öka marginaler såväl som avkastning på operativt kapital – vilket sjunker då de inte längre är ägare. Den förevarande studiens resultat kan således användas som slagträ i debatten för vardera sida i debatten om buyouts värdeskapande – även om faktum kvarstår att buyout-ägare inte underpresterar, de bara överpresterar inte alltid.

# 6 Slutsats

## 6.1 Slutsatser

Buyouts är ett fenomen som nu funnits under de tre senaste årtiondena. På dagens svenska kapitalmarknader är ägandeformen vanlig och mer aktiv än någonsin tidigare. Det finns inga tecken på att buyout som ägandeform skulle upphöra eller sluta skapa värde. Detta, tillsammans med den livliga debatt som förs i media, har det varit av stort intresse att rent kvantitativt påvisa ägandeformens prestation efter aktörerna avyttrar sina portföljbolag.

Tidigare studier har främst inriktat sig på den amerikanska och brittiska riskkapitalmarknaden och har dessutom nästan uteslutande inriktat sig på avyttringar via börsnotering. Denna studie tar sig an ett omfattande dataurval<sup>38</sup> på den svenska marknaden, där alla former av avyttring utom då portföljbolaget inte säljs till annan buyout-aktör hanteras. Detta motiveras av att studiens författare anser att en buyout-ägares exit-effekter logiskt nog inte kan bedömas om portföljbolaget fortfarande ägs av en buyout-aktör, även om denna är en ny aktör. Just denna särskilnad gör studiens dataurval speciellt, då tidigare studier<sup>39</sup> inte väljer att rensa med avseende på vilken typ av aktör bolaget säljs till.

Studien har fokuserat på tre nyckeltal: omsättningstillväxt, EBITDA-marginal såväl som avkastning på operativt kapital. Studien har använt sig av tidigare beskriven metod i form en eventstudie, där portföljbolagen har jämförts med noga utvalda jämförelsebolag för att påvisa en eventuell överprestation.

Det resultat som förevarande studie kan påvisa ligger till stor del i linje med amerikansk forskning på exit-området. Då både den amerikanska och svenska buyout-marknaden idag har funnits några årtionden med ett stort antal etablerade aktörer, tycks resultatet vara rimligt. Tidigare svensk, vetenskapligt publicerad forskning avseende specifikt exit-prestation existerar dessvärre inte, även om Bergström *et al.* (2007) lyckas presentera signifikant överprestation avseende EBITDA-marginal och avkastning på operativt kapital *under holdingperioden* på den svenska marknaden. Denna effekt kan enligt vår studie konstateras hålla i sig under det första året efter avyttring, för att sedan avta och lägga sig i paritet med övriga konkurrenter i branschen för övrig tid under eventfönstret. Här kan alltså eventuella påståenden om att bolagen inte rustas för framtiden motbevisas för den svenska marknaden. Det finns ingenting som talar för att detta skulle vara fallet, utan snarare motsatsen – att buyout-aktörer bygger bättre bolag än gemene ägare.

---

<sup>38</sup> Se Bilaga 2 för totala samlingen av analyserade bolag. För dessa bolag studerades fyra års räkenskaper samt tre nyckeltal.

<sup>39</sup> Se vidare under *avsnitt 2.2.1* till *avsnitt 2.2.2*.

Avseende omsättningstillväxt kan intressant nog ingen signifikant överprestation påvisas av portföljbolagen åren efter exit. Detta mått anser studiens författare dock inte vara lika klart påvisande av värdeskapande. En ökad omsättningstillväxt utan att kunna påvisa exempelvis en ökad EBITDA-marginal är tämligen uddlöst som värdeskapande. För att värde ska skapas måste pengar finnas kvar efter kostnaderna är inräknade. Detta är ett av flera argument till att vår studie har fokuserat på flertalet mätbara nyckeltal.

Slutsatsen rörande omsättningstillväxten, helt i linje med tidigare forskning, är att buyout-aktörerna är skickliga på att kostnadsminimera och således ändå kan överpresterade avseende EBITDA-marginal. Vår studie såväl som tidigare forskning kan konstatera att buyouts i Sverige inte ökar intäktssidan varken under<sup>40</sup> eller efter exit, utan drar enbart ned på kostnadssidan för att på så vis öka marginalerna signifikant gentemot branschkonkurrenter. Att buyout-aktörerna därmed skulle vara skickliga på att skapa större marknadsandelar och på så vis expandera omsättningen är med bakgrund av denna studie mer tveksamt.

Avslutningsvis kan diskuteras huruvida det möjligen är så pass enkelt som att buyout är den överlägsna ägarform som Jensen konstaterade i sin *seminal piece* redan 1989, och att överprestationen i linje med övrig forskning såväl som vår studie långsamt avtar efter buyout-ägarens utträde då den eventuella överlägsna ägandeformen inte längre kvarstår? Mycket tyder på att så är fallet. Studien finner inga kvantitativa data som pekar på någon underprestation, utan enbart inslag av det motsatta. Buyout kan alltså konstateras skapa aktieägarvärde även efter tidigare ägares utträde, det kan därför tyckas rimligt att lagstiftare såväl media därmed bör främja ägandeformen, snarare än att starkt ifrågasätta den.

## 6.2 Förslag till vidare forskning

I och med denna studie uppmärksammas flertalet frågor som vore intressanta att forska vidare kring. Studiens största begränsning är dess stickprov. Det skulle vara intressant att replikera studien på ett större geografiskt område, förslagsvis Norden. En liknande studie på Norden skulle ge ett avsevärt större stickprov, men fortfarande vara en studie med relativt homogena bolag.

Ett alternativ till detta vore även att replikera studien om ett antal år enligt samma kriterier. De räkenskaper som finns tillgängliga i databaserna idag är begränsad i det nedre spannet till 2004 på grund av den tekniska utvecklingen. Om ett antal år förväntas denna studies data fortfarande att vara tillgänglig, medan tillskottet kommer att ske kontinuerligt framöver.

---

<sup>40</sup> Resultat under holdingperioden analyseras inte i denna studie, utan i Bergström *et al.* (2007).

Med detta större stickprov skulle det vara intressant att se om man kan få samma resultat.

Vidare vore det intressant att försöka undersöka vad det är som driver upp EBITDA-marginalen och avkastningen på operativt kapital mellan år ett och två efter avyttring. För att sedan även beakta vilken skillnad som uppstår och resulterar i att denna tillväxt avtar. Här skulle komponenterna som dessa nyckeltal består undersökas för att försöka hitta ett samband, förslagsvis med en regression. Med denna information skulle det sedan kunna testas om den är applicerbar vanliga bolag eller om det är något som är unikt för buyout-backadebolag.

Denna studie har enbart ämnat undersöka den operativa prestationen, men ur ett ägarperspektiv är även den finansiella aspekten intressant. Här vore det därför lämpligt att undersöka portföljbolags belåningsgrad och dess finansiella kostnader. Det skulle troligtvis vara intressant att belysa bolags kapitalkostnader under och efter att de är ägda av en buyout-aktör. Antagligen kan buyout aktörer belåna sina bolag billigare då de är kända för att skapa värde.

Datafördelning i denna studie har även tydligt visat att flest avyttringar skedde i Sverige under perioden 2006-2007. Med detta i åtanke blir det intressant att studera buyout-aktörers aktivitet i samband med hög- och lågkonjunkturer. Det kan vara så att dessa bolags affärsidé inte är kompatibel med lågkonjunkturer då den fordrar en väldigt hög belåningsgrad.

Slutligen hade det med största sannolikhet varit givande att göra en kvalitativ undersökning där buyout-aktörer själva får uttrycka sig om sin bransch. Att försöka utröna vad de själva tycker om sina avyttrade bolag och hur dessa styrs. Även de tidigare uppköpta bolagen skulle vara intressanta att undersöka, vad den nuvarande ledningen tyckte om det som gjordes av buyout-aktören och vad gör de annorlunda. Med denna undersökning skulle man kunna destillera ner buyout-aktörernas metod för att bidra till forskningen om värdeutveckling. Denna studie kan dock bli problematisk, troligen föreligger en ovilja hos ledarna i branschen dela med sig av sina tricks för att även framöver skapa överpresterande bolag.

# 7 Käll- och litteraturförteckning

## Litteratur

Berk, J, DeMarzo, P, *Corporate Finance*, 3 uppl., Pearson Education Limited, Harlow, England, 2014

Bryman, A. & Bell, E., “Företagsekonomiska forskningsmetoder”, *Liber ekonomi*, Malmö, s.39-41, 85-86 , 163, 2005

Kim, K. Nofsinger, J, Mohr, D. *Corporate Governance*, 3 uppl Pearson Education, 2010

Söderblom, Anna: *Private Equity Fund Investing: Investment Strategies, Entry Order and Performance*, Stockholm: Stockholm School of Economics, 2011

Wahlgren, Lars: *SPSS steg för steg*, Studentlitteratur AB, Lund, Uppl. 3:3, 2014

## Vetenskapliga artiklar

Acharya, V., Gottschalg, Oliver F., Hahn, M., Kehoe, C., 2012, *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, *Review of Financial Studies*, Vol. 26 No. 2, s.368-402, 2011

Amess, K. (2002), *Management Buyouts and Firm-Level Produktivity: Evidence from a Panel of U.K. Manufacturing Firms*”, *Scottish Journal of Political Economy*, 49(3), 304-317.

Barber, B., Lyon, L., *Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics*, *Journal of Financial Economics*, 41 (3), 359-399, 1996

Bergström, C. & Grubb, M. & Jonsson, S., *The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation*, *The journal of private equity*, Vol. 11. No. 1, s. 22-39, 2007

Björnek, M. & Khaled, L. & Nilstoft, M., *Leveraged Buyouts – En studie på dess effekt på den operativa verksamheten*, Lund: Företagsekonomiska institutionen, Lunds Universitet, 2013

Brown, S.J. & Warner, J.B., (1980), *Measuring security price performance*, *Journal of Financial Economics*, vol 8, pp. 205-208



- Bruton, Garry D., Keels, J.Kay., Scifres, Elton L., Corporate restructuring and performance: An agency perspective on the complete buyout cycle, *Journal of Business Research*, Vol. 55, No. 9, s. 709-724, 2002
- Cao, Jerry X., *IPO Timing, Buyout Sponsors' Exit Strategies, and Firm Performance of RLBOs*, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 46 No. 4, s. 1001-1024, 2009
- Coakley, *Post-IPO operating performance, venture capital and the bubble years*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34, 1423-46, 2007
- Degeorge, F. & Zeckhauser, R. *The reverse LBO decision and firm performance*, *Journal of Finance*, no. 48, s. 1323-1348, 1993
- Galil, K., Soffer, G., *Good news, bad news and rating announcements: An empirical investigation*, *Journal of Banking & Finance*, 35(11), pp. 3101-3119, 2011
- Guo, S, Hotchkiss, E, Song, W, *Do buyouts still create value?* *Journal of Finance*, 66(2), s. 479-517, 2011
- Holthausen, R & Larcker, D.F, *The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts*, *Journal of Financial Economics*, no. 42, s. 293-332, 1996
- Jain & Kini, *Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms*, *Managerial and Decision Economics*, 16, 593-606, 19, 1995
- Jensen, M C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, s. 323-329, 1986
- Jensen, M C., *Eclipse of the Public Corporation*, *Harvard Business Review*, (Revised 1997), s. 1-3, 1989
- Kaplan, S., *The effect of management buyouts on operating performance and value*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No. 2, s. 217-254, 1989
- Kaplan, S N. & Strömberg, P., Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No. 4 (2008), s. 121-146. 2008
- Levin, *The performance of private equity-backed IPOs*, *Financial Management*, 40, 253-77, 2011
- MacKinlay, A.C., (1997), "Event studies in economics and finance", *Journal of economic literature*, 35(1).pp. 13-39
- Medin, J. & Jeppsson, H., *Post exit operating performance of PE-backed firms: Evidence from Sweden*, Göteborg: Department of Industrial and Financial Management, Göteborgs Universitet, 2014

Muscarella, C J. & Vetsuypens, M R., Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs, *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 5 (1990) s. 1389–1413, 1990

Rappaport, A., The Staying Power of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, January- February 1990 Issue, 1990

Strömberg, P. The new Demography of private equity, *Swedish institute for financial research, Stockholm School of Economics*, 2007

Strömberg, Per. *Risikkapitalfonder, skuldsättning och incitament*. Ekonomisk debatt nr 7 2012, s. 5-16, 2012

Tian, *The role of venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms*, *Review of Finance*, 16, 245-83, 2012

Wang, C & Lu, Q. *Effects of venture capitalists' participation in listed companies*, *Journal of Banking and Finance*, 27, 2015-2034, 2003

Wright, *The Economic Impact of Private Equity: what we know and what we would like to know*, *Venture Capital*, 11, 1-21, 2009

## **Elektroniska källor / Hemsidor**

Dagens Nyheter, 2012-07-04

Jonas Sjöstedt och Ulla Andersson

*Så skapar vi en välfärd fri från kommersiella intressen*

<http://www.dn.se/debatt/sa-skapar-vi-en-valfard-fri-fran-kommersiella-intressen/>

Hämtad 2015-04-10

EVCA, 2013-03-29

Frontier Economics

*Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*

[http://www.evca.eu/media/61219/Frontier\\_Economics\\_Report.pdf](http://www.evca.eu/media/61219/Frontier_Economics_Report.pdf)

Hämtad 2015-05-05

Forbes, 2012-01-14

Robert Lenzner

*Why Warren Buffett Disdains The Private Equity Crowd*

<http://www.forbes.com/sites/robertlenzner/2012/01/14/why-warren-buffett-loathes-the-private-equity-crowd/>

Hämtad 2015-04-10

SVCA, Svenska Riskkapitalföreningen,

*Om Sektorn*

<http://www.svca.se/om-private-equity/>

Hämtad 2015-04-15

Yahoo Finance

*Nasdaq OMXS30 Index*

<https://finance.yahoo.com/echarts?s=%5Eomx+Interactive#{}>

Hämtad 2015-05-15

### **Övriga Källor**

Samtal med Statistiska Centralbyrån, 2015-05-04

Rose-Marie Svanbeck

Avdelningen för företagsdatabaser.

## Bilaga A – Portföljbolag

Samtliga undersökta portföljbolag och dess buyout-aktörer.

Sponsor	Portföljbolag	Exit
<b>3i</b>	1 Atea AB	2006
	2 Gant AB	2006
<b>Accent</b>	3 Wernersson Ost AB	2007
	4 Aktiebolaget Annas Pepparkakor	2008
<b>Altor</b>	5 Dynapac	2007
	6 BYGGmax AB	2010
<b>Capman</b>	Cochlear Bone Anchored Solutions	
	7 AB	2005
<b>EQT</b>	8 Dahl Sverige Aktiebolag	2004
	9 Flexlink AB	2005
	10 Eldon Holding Aktiebolag	2006
	11 Findus Sverige Aktiebolag	2006
	12 Hemocue Aktiebolag	2007
	13 Nederman Holding Aktiebolag	2007
	14 Duni AB	2008
	15 Aleris AB	2010
<b>IK</b>	16 Oriflame Cosmetics AB	2004
	17 Alfa Laval AB	2005
	18 Aktiebolaget Elektrokoppar	2007
	19 Myrsjöhus Aktiebolag	2007
	20 Smålandsvillan Aktiebolag	2007
<b>Litorina</b>	21 Plymovent AB	2006
<b>Nordic Capital</b>	22 C More Entertainment AB	2005
	23 BE Group Sverige AB	2006
	24 Kappahl AB	2006
	25 SATS Sports Club Sweden AB	2006
	26 Marioff Skandinavien Aktiebolag	2007
<b>Priveq</b>	27 Hemtex	2007
<b>Ratos</b>	28 Bluegarden	2007
<b>Segulah</b>	29 CCS Healthcare AB	2004
	30 HMS Industrial Networks	2007
	31 Callenberg Group	2008
	32 Joy Shop AB	2009
<b>Triton</b>	33 Bring Frigo	2006
	34 Semper	2006

## Bilaga B – Jämförelsebolag

Samtliga jämförelsebolag, inklusive vardera bolags jämförelsegrupps SNI-kod.

Bolag	SNI-kod	Jämförelsegrupp
Aktiebolaget Annas Pepparkakor	10.722 Tillverkning av kex och konserverade bakverk 46.360 Partihandel med socker, choklad och sockerkonfektyrer	Aktiebolaget Nyåkers Pepparkakor Delifrance Norden AB Europartner in bread AB FRIA Bröd AB Godbiten Konditori Aktiebolag Royal Biscuit Co. AB Storck Sverige AB Switsbake Int AB
Aktiebolaget Elektrokoppar	24.420 Framställning av aluminium 24.440 Framställning av koppar	Boliden Mineral AB Sapa Profiler AB
Aleris AB	86.102 Specialiserad slutna somatisk hälso- och sjukvård på sjukhus 86.211 Primärvårdsmottagningar med läkare m.m. 86.221 Specialistläkarverksamhet inom öppenvård, på sjukhus	Förenade Care AB Legevisitten AB
Alfa Laval AB	28.250 Tillverkning av maskiner och apparater för kyla och ventilation utom för hushåll	ABB AB SAAB Aktiebolag
Atea AB	62.010 Dataprogrammering 62.020 Datakonsultverksamhet	CGI Sverige AB IBM Svenska Aktiebolag
BE Group Sverige AB	46.720 Partihandel med metaller och metallmalmer	Acerinox Scandinavia AB Ruukki Sverige AB Sapa profiler AB Uddeholms AB
Bluegarden	62.020 Datakonsultverksamhet	ab1 Group AB AEC Advanced Engineering Computation Aktiebolag Apper Systems AB Avega Group AB B2B IT-Partner AB CMA Small Systems Aktiebolag Crayon AB Enfo Zipper AB EVRY Lesswire Solutions AB HiQ Göteborg AB Infor (Stockholm) AB Kentor IT AB Knowit Net Result Aktiebolag Knowit Norrland Aktiebolag Kvadrat Stockholm AB Mecel Aktiebolag Redpill Linpro AB Synchron International AB Visma Agda Aktiebolag Visma Software AB
Bring Frigo	10.200 Beredning och hållbarhetsbehandling av fisk samt skal- och blötdjur 10.390 Annan beredning och hållbarhetsbehandling av frukt, bär och grönsaker 49.410 Vägtransport, Godstrafik	Alwex Transport AB FORIA AB GDL Transport Aktiebolag
BYGGmax AB	47.521 Specialiserad butikshandel med virke och byggvaror 47.522 Specialiserad butikshandel med järn- och VVS-varor	AB Karl Hedin Bygghandel Beijer Byggmaterial Aktiebolag Hornbach Byggmarknad AB K-rauta AB Optimera Svenska AB
C More Entertainment AB	59.110 Produktion av film, video och TV-program	SS Discovery TV AB Viasat AB
Callenberg Group	43.222 Ventilationsarbeten	Aktiebolaget Oscar Hanson Värme - Ventilation - Sanitet Climat 80 Aktiebolag Gunnar Karlens Sverige AB Industriaktiebolaget Ventilator M3 Bygg AB
CCS Healthcare AB	20.420 Tillverkning av parfym och toalettartiklar 46.460 Partihandel med medicinsk utrustning och apoteksvaror 72.190 Annan naturvetenskaplig och teknisk forskning och utveckling	Aerosol Scandinavia Aktiebolag Amgen Aktiebolag Boule Diagnostics AB Chemoswed AB Hardford AB Item Development Aktiebolag Medivir Aktiebolag NeuroSearch Sweden AB Nordium Products Sweden AB QPharma AB Rekal Svenska Aktiebolag Sterisol AB TFS Trial Form Support International AB

*Forts. Bilaga B*

Bolag	SNI-kod	Jämförelsegrupp
Cochlear Bone Anchored Solutions AB	26.600 Tillverkning av strålningsutrustning samt elektromedicinsk och elektroterapeutisk utrustning	St. Jude Medical Systems AB
Dahl Sverige Aktiebolag	46.732 Partihandel med sanitetsgods 46.742 Partihandel med VVS-varor	Imtech VS-teknik AB Onninen Aktiebolag Schneider Electric Sverige AB Solar Sverige Aktiebolag
Duni AB	46.499 Partihandel med övriga hushållsvaror	Martin & Servera Aktiebolag Metsä Tissue AB SCA Hygiene Products Aktiebolag
Dynapac	28.920 Tillverkning av gruv-, bergbrytnings- och byggmaskiner	Atlas Copco Secoroc Aktiebolag Sandvik SRP AB
Eldon Holding Aktiebolag	62.010 Dataprogrammering	Draka Kabel Sverige AB  Malmerbergs Elektriska Aktiebolag (publ) Schneider Electric Distribution Centre AB Svenska Elkedjan Aktiebolag ZG Lighting Nordic AB
Findus Sverige Aktiebolag	10.390 Annan beredning och hållbarhetsbehandling av frukt, bär och grönsaker 10.850 Tillverkning av lagad mat och färdigrätter	Atria Sverige AB Gunnar Dafgård Aktiebolag Lantmännen Cerealia AB Orkla Foods Sverige AB
Flexlink AB	28.220 Tillverkning av lyft- och godshanteringsanordningar	Bosch Rexroth Teknik AB Cranab AB Elme Spreader AB Konecranes Liftrucks AB Linde Material Handling AB PMC Cylinders Aktiebolag Svetruck Aktiebolag Swisslog-Accalon AB System 3 R International Aktiebolag Tollo Linear AB Z-Lyften Produktion AB
Gant AB	46.420 Partihandel med kläder och skodon	Bestseller Sverige Aktiebolag Esprit Sweden Aktiebolag Filippa K Aktiebolag Gina Tricot AB Haglöfs Scandinavia Aktiebolag Peak Performance Production AB PUMA Nordic AB Vagabond International Aktiebolag
Hemocue Aktiebolag	26.510 Tillverkning av instrument och apparater för mätning, provning och navigering	Foss Analytical AB Orbit One Aktiebolag
Hemtex	46.410 Partihandel med textilier 47.510 Specialiserad butikshandel med textilier 47.532 Specialiserad butikshandel med inredningstextilier	Ahlberg-Dollarstore AB Indiska Magasinet Aktiebolag
HMS Industrial Networks	26.300 Tillverkning av kommunikationsutrustning	Brady Converting AB Consilium Marine & Safety Aktiebolag Hanza Elektromekan AB Högbloms Legomontage Aktiebolag Kitron Aktiebolag NOTE Lund AB NOTE Norrtelje AB NOTE Skellefteå AB RUAG Space AB Westermo Teleindustri Aktiebolag
Joy Shop AB	47.712 Specialiserad butikshandel med herrkläder 47.713 Specialiserad butikshandel med damkläder	Axelssons Dea Mode AB BESTSELLER Retail Sverige AB Bik Bok AB Brothers & Sisters Sverige AB Esprit Sweden Aktiebolag Filippa K Aktiebolag Flash Aktiebolag Gudrun Sjödén Design Aktiebolag J. Lindeberg Aktiebolag JC Sverige AB The Original Group Sweden AB Triumph International Aktiebolag Twilfit AB Vingåkers Factory Outlet AB

Forts. Bilaga B

Bolag	SNI-kod	Jämförelsegrupp
Kappahl AB	14.130 Tillverkning av andra gång- och ytterkläder 14.140 Tillverkning av underkläder, skjortor och blusar 4771 Specialiserad butikshandel med kläder	Axstores AB H & M Hennes & Mauritz Sverige AB Lindex Sverige AB MQ Retail AB
Marioff Skandinavien Aktiebolag	46.699 Partihandel med diverse övriga maskiner och utrustning	AB Upplands Brandservice ADI Safety Line Security AB Advanced Vacuum Scandinavia AB Brand & Industriskydd i Osby AB  Brand & Utrymningsteknik i Dalarna AB Busch Vakuumenteknik Aktiebolag Deltronic Security Aktiebolag EMP Storkök AB Eveco Handel AB Green & Cool World Refrigeration AB  Ingenjörfirman Pumpmeknik Aktiebolag Kamic Security AB Klinger Sweden AB Kopal NBR Storkök Aktiebolag Nexa Trading AB Palmsstiernas Svenska AB Rodab Aktiebolag Servicebolaget Nord Aktiebolag Sikama Aktiebolag Svedomat Aktiebolag Vilokan Sweden AB
Myrsjöhus Aktiebolag	16.231 Tillverkning av monteringsfärdiga trähus	Älvsbyhus AB Götenehus Aktiebolag Moelven ByggModul Aktiebolag Trivselhus Aktiebolag
Nederman Holding Aktiebolag	28.130 Tillverkning av andra pumpar och kompressorer 28.250 Tillverkning av maskiner och apparater för kyla och ventilation utom för hushåll 28.990 Tillverkning av övriga specialmaskiner	Shiloh Industries AB Swegon Aktiebolag Tranter International AB Valmet Aktiebolag
Oriflame Cosmetics AB	46.450 Partihandel med parfym och kosmetika	Colgate-Palmolive Aktiebolag Inflight Service Production Sweden AB Invima Aktiebolag L'Oréal Sverige AB Omega Pharma Nordic AB Scandinavian Cosmetics Aktiebolag
Plymovent AB	46.699 Partihandel med diverse övriga maskiner och utrustning	Christian Bemer Aktiebolag Dustcontrol Aktiebolag Gardner Denver Sweden AB GEA Heat Exchangers AB IV Produkt Aktiebolag Kylma AB MANN+HUMMEL Vokes Air AB Outotec (Sweden) AB WILO Nordic AB
SATS Sports Club Sweden AB	93.130 Drift av gymanläggningar 96.040 Kroppsvård	ACTIC Sports Club Sweden AB Feelgood Företagshälsövård AV
Semper	10.519 Annan mejerivarutillverkning 10.721 Knäckebrödstillverkning 10.860 Tillverkning av homogeniserade livsmedelspreparat inklusive dietmat	Barilla Sverige AB Barry Callebaut Sweden AB
Smålandsvillan Aktiebolag	16.231 Tillverkning av monteringsfärdiga trähus	A-hus Aktiebolag Eksjöhus Aktiebolag Götenehus Aktiebolag Lindbäcks Bygg Aktiebolag Mjöbbäcks Entreprenad Aktiebolag Moelven ByggModul Aktiebolag Nordic Modular Group AB Trivselhus Aktiebolag Väst kustStugan AB Willa Nordic Aktiebolag
Wernersson Ost AB	10.511 Osttillverkning 46.330 Partihandel med mejeriprodukter, ägg, matolja och matfett	LACTALIS SVERIGE AB O. Kavli Aktiebolag Valio Sverige Aktiebolag

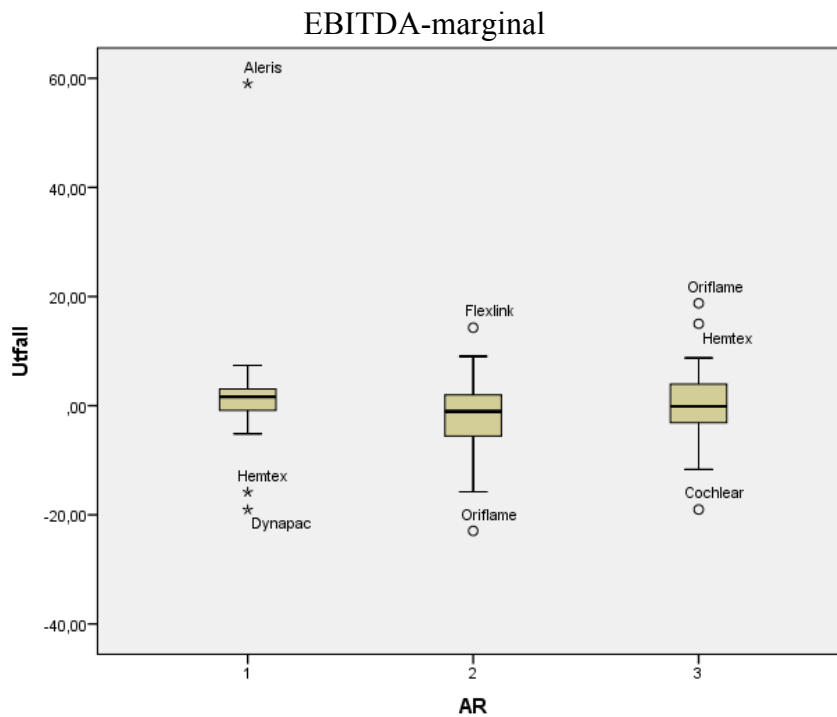
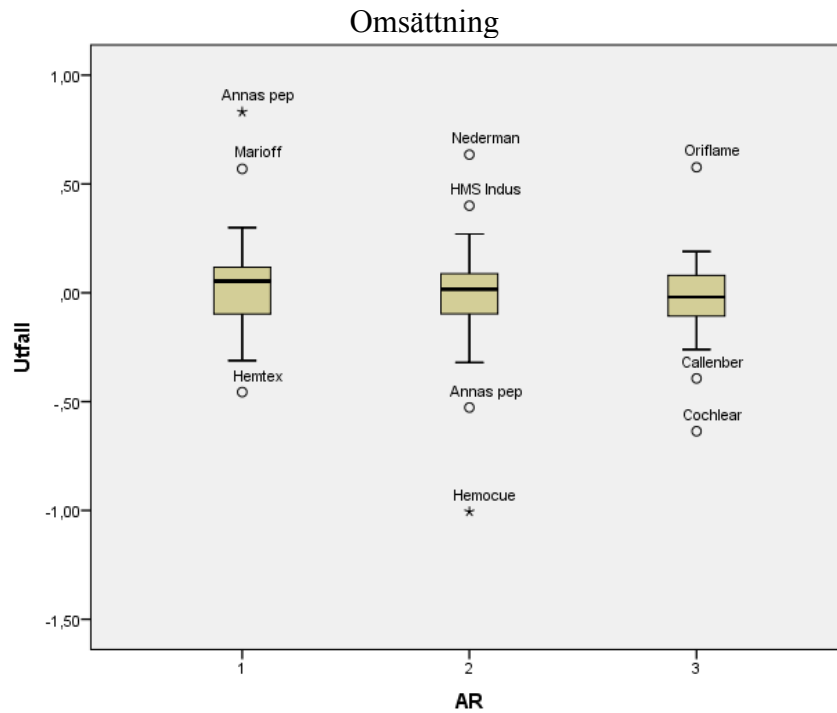
## Bilaga C - Samtliga undersökta buyout-aktörer

Registrerade undersökta buyout-medlemmar - SVCA
3i Nordic plc
AB Max Sievert
Accent Equity Partners AB
Adelis Advisory I AB
Advent International Plc
Alder
Altor Equity Partners AB
Amymone AB
Anchor Capital Management Ltd
Axcel Management AB
Bridgepoint AB
CapMan AB
Coeli Private Equity Management AB
Credelity Capital KB
Cubera Private Equity
CVC Capital Partners
EQT Partners AB
FSN Capital Partners AB
IK Investment Partners Norden AB
Karnell
KKR
Litorina
MedCap
NC Advisory AB
Norvestor Equity AS
PAI Partners
PEQ AB
Permira Adviser KB
Polaris Private Equity
Priveq Advisory AB
Procuritas Partners AB
Ratos AB
Riverside Europe Partners
Segulah Advisor AB
Serafim Invest AB
Triton Advisers Limited

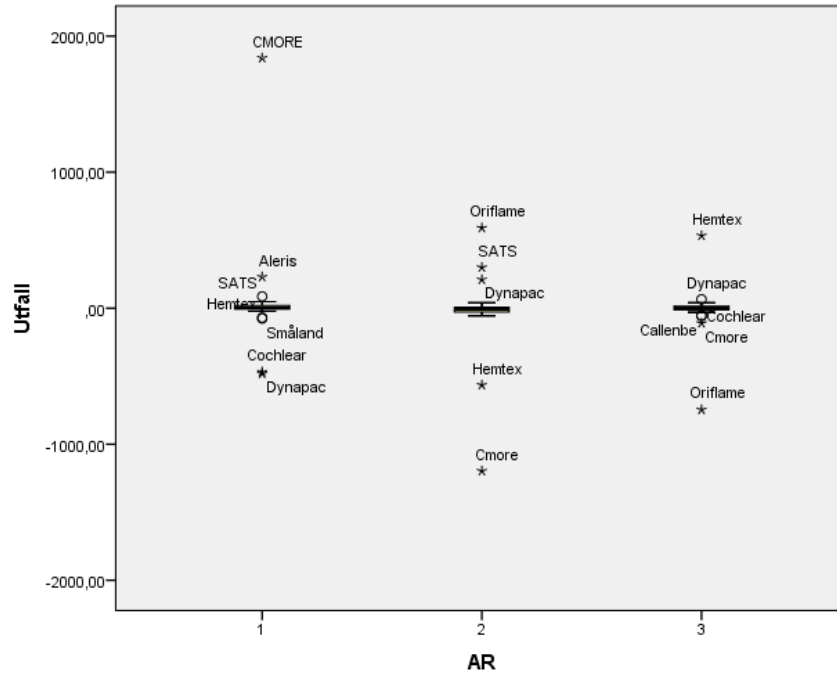


## Bilaga D – Boxplots med outliers

Nedan visas boxplots som illustreras outliers på AR för samtliga nyckeltal. De outliers som befinner sig mer än tre kvartilsavstånd från boxen markeras med en stjärna, medan övriga markeras med en cirkel.



### Avkastning operativt kapital



### Avkastning operativt kapital - mindre skala

