

Södertörns Högskola

Kandidatuppsats Företagsekonomi 15 hp

Höstterminen 2007

## **Buy-out bolags trovärdighet**

En jämförande studie av börsnoterade respektive onoterade buy-out bolags externfinansiering

Författare: David Lindberg

Handledare: Åke Bertilson

<b>1 INLEDNING</b> .....	<b>4</b>
1.1 Bakgrund .....	4
1.2 Problemfrågeställning och hypoteser .....	5
1.3 Problem formulering .....	6
1.4 Syfte.....	6
<b>2 TEORETISK REFERENS RAM</b> .....	<b>7</b>
2.1 Modern portföljteori.....	7
2.2 Investeringsbeteende.....	10
2.3 Börsnoterat och onoterat .....	10
2.3.1 Motivering till att vara börsnoterad .....	10
2.3.2 Motivering till att vara onoterad .....	11
2.4 Lönsamhet .....	11
2.5 Val av riskmått .....	12
<b>3 METOD</b> .....	<b>13</b>
3.1 Datainsamling.....	13
3.2 Analysmetod .....	14
3.3 Urval.....	15
3.4 Bortfall .....	15
3.5 Reabilitet.....	16
3.6 Validitet.....	16
3.7 Källkritik .....	17
<b>4 EMPIRI OCH ANALYS</b> .....	<b>18</b>
4.1 Studieobjekt.....	18
4.1.1 Riskkapitalbranschen.....	18
4.1.2 Riskkapitalfondernas struktur.....	22

4.1.3 Börsnoterade bolag.....	23
4.1.4 Onoterade bolag .....	28
<b>4.2 Jämförelse mellan verksamheter .....</b>	<b>34</b>
<b>4.3 Jämförelse mellan börsnoterade och onoterade buy-out bolag.....</b>	<b>35</b>
4.3.1 Skuldsättningen .....	35
4.3.2 Volatiliteten.....	36
<b>4.4 Portföljdiversifieringen.....</b>	<b>36</b>
<b>4.5 Mediabevakning och intervju .....</b>	<b>37</b>
<b>4.6 Slutsats .....</b>	<b>39</b>
<b>Källförteckning.....</b>	<b>40</b>
Litteraturlista.....	40
Artiklar och rapporter .....	40
Elektroniska källor .....	41
<b>Definitioner och begrepp .....</b>	<b>42</b>
Bilaga 1a.....	43
Bilaga 1b .....	44
Bilaga 1c.....	44
Bilaga 2 .....	45
Bilaga 3 .....	47

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Under de senaste åren har det rests mer kapital till riskkapitalfonder än någonsin tidigare. Från att varit en obetydlig källa för bolags kapitalbehov står nu riskkapital för en allt större del av finansieringen (ITPS, 2007). Men tron på att de senaste årens ökning ska hålla i sig, fallerar. Detta återspeglas i en liten nedgång i antalet bolagsköp under slutet av 2007 (Nutek, 2007).

Gunnar Wrede, skribent på dagens Industri, menade redan 2005 riskkapitalbolagen kan komma att bli århundradets första finansiella bubbla. Riskkapitalisternas lånefinansiering av förvärv och krav på snabbt realiserbara avkastningar kan vara skadliga. Om riskkapitalbranschen utsätts för allt för höga räntekrav kan det hota hela det finansiella systemet. Lån påverkar riskkapitalbolaget och därmed hela dess investeringsportfölj. Stora lån i portföljbolagen kan leda till en dominoeffekt av konkurser. Riskkapitalbolagens portföljbolag kan vara för högt värderade i köp-hysterin. Wrede påstår att bubblan spricker när riskkapitalbolagens portföljbolag måste säljas och inga köpare längre finns (Dagens Industri 050318). En kris för riskkapitalbranschen skulle möjligen kännas i Sveriges ekonomi. Man kan fråga sig om branschen är tillräckligt genomlyst av kontrollinstanserna när så mycket står på spel och om bankernas tilltro gällande riskkapitalister är överdriven.

Stora företrädare för branschen upplever en förändring i hur buy-out av bolag utformas i riskkapitalbranschen. Det är idag oftare så att flera riskkapitalbolag slår ihop sig för att vinna budgivningen. Den bidragande faktorn är bland annat de stegrande priserna på bolagen som är en effekt av den ökade efterfrågan på lönsamma förvärv kombinerat med ett allt större antal riskkapitalister som rör sig på marknaden (SvD 071222). Riskkapitalbolags höga belåningsgrad har lett till att flera portföljbolag har fått lägre kreditvärdighet. Detta kan leda till ökning av uteblivna räntebetalningar då kapitalanskaffningsmöjligheterna begränsas. Många bolag har idag inga problem med att klara sina räntebetalningar men några ser definitivt orosmoln om konjunkturen skulle vända kraftigt nedåt (di.se 061103).

I investment behavior teorin är det inte alltid kalla fakta, rådata, som avgör vad som man investerar i. Det har visat sig att det man investerar i ofta är något välkänt (Huberman, 2001). Vid en eventuell kapitalbrist skulle utifrån detta antagande de bolag som är noterade på börser, antaget att de är mer välkända, ha lättare att anskaffa kapital i form av nyemissioner. För de onoterade riskkapitalbolagen är det banklån och tillskott från befintliga investerare som gäller.

Riskkapitalbranschen ses ofta som ett av de sista fästena för skyddad affärsverksamhet i Sverige. Genomlysningen har dock, efter skandaler i Sveriges finansiella sektor, ökat avsevärt. På börsen ställs högre krav på ansvar och konsekvenserna vid undermåligt agerande blir hårdare ("God morgon" i P1 072012).

## **1.2 Problemfrågeställning och hypoteser**

Hur banker och aktieägare kommer att förhålla sig till den framtida utvecklingen i branschen kan vara svårt att förutspå. Men en viktig egenskap i svårare tider är alltid möjlighet till kapitalanskaffning. Innan svårare tider kan en uttalad försvarsstrategi vara till gagn i de bolag som delvis finansierar sig av aktiekapital. Men detta antagande kan gälla alla riskaverta investerare. Det är viktigt att ett bolag övertygar marknaden om dess pålitlighet och intjäningsförmåga för att få finansiell handlingsförmåga. Finns det några skillnader mellan att vara börsnoterad respektive onoterad i just riskkapitalbranschen i avseendet finansiell handlingsförmåga? Skillnaderna kan undersökas utifrån följande fyra hypoteser:

- Hypotes 1: det finns ett samband mellan skuldsättningsgrad och börsnotering
- Hypotes 2: det finns ett samband mellan volatiliteten i avkastning på eget kapital och skuldsättningsgraden.
- Hypotes 3: det finns ett samband mellan volatiliteten i avkastning på eget kapital och börsnotering.
- Hypotes 4: det finns ett samband mellan portföljdiversifiering och börsnotering

### **1.3 Problem formulering**

Finns det något samband mellan skuldsättningsgrad och volatilitet bland börsnoterade och onoterade buy-out bolag?

Finns det skillnader i hur noterade och onoterade bolag diversifierar sina portföljer?

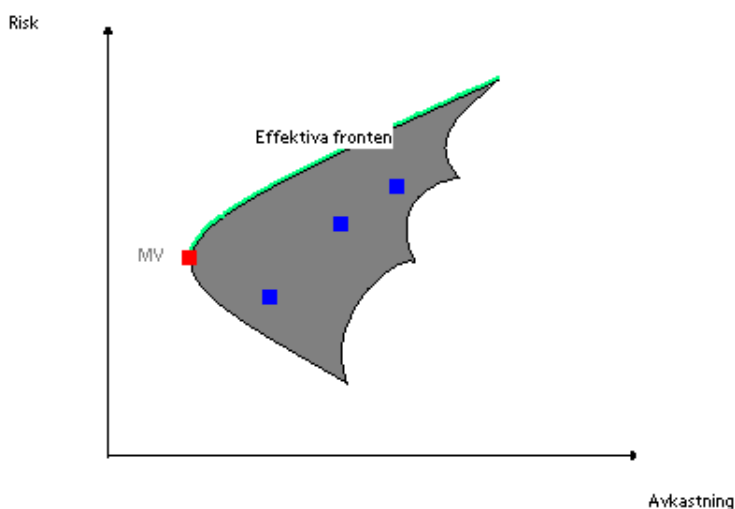
### **1.4 Syfte**

Detta är en explorativ studie där skillnader i onoterade- kontra noterade riskkapitalbolag ska belysas med förhoppningen om att förtydliga möjligheten till kapitalanskaffning i branschen.

## 2 Teoretisk referensram

### 2.1 Modern portföljteori

Modern portföljteori förklarar relationen mellan risk och avkastning i en portfölj av investeringar. Teorin resulterar i hur man konstruerar en portfölj med den lägsta risken i relation till den högsta avkastningen. Denna optimala portfölj kallas minimivariansportföljen.



Figur 1 Källa Ross, 2005

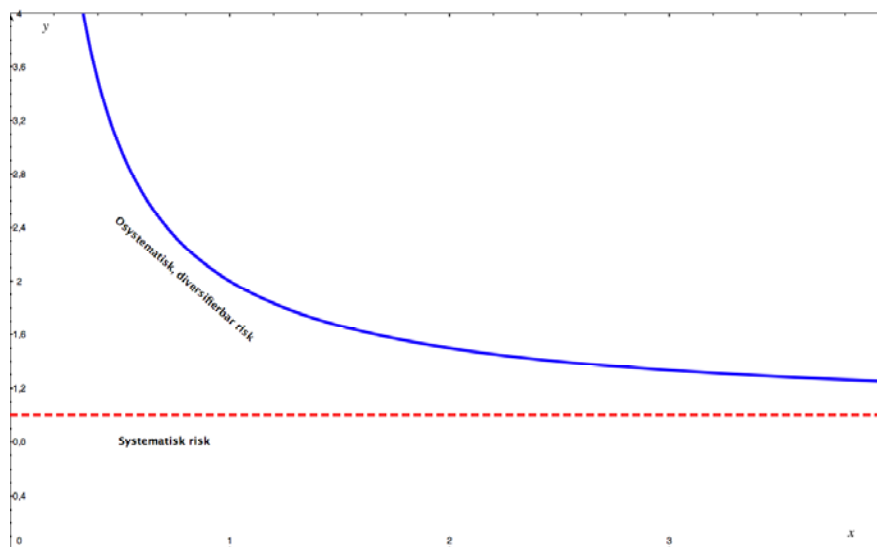
Grundprincipen bygger på att investeringar kan komplettera varandra med hjälp av deras specifika risk- och avkastningsuppskattningar. När en portfölj är optimal kan ingen investering läggas till som höjer avkastningen, givet en viss risk, eller sänka risken, givet en viss avkastning.

Minimivariansportföljen (MV), i grafen på föregående sida, är den mest effektiva portföljen sett ur risksynpunkt. Utifrån den kan investeringar substituera varandra för att portföljen skall ligga på linjen ovan minimivariansportföljen. Var man placerar portföljen på linjen som kallas "den effektiva fronten", beror på hur stor risk investeraren är villig att ta. Om investeraren väljer att placera under den "effektiva fronten" innebär det endast att den tar en högre risk med lägre avkastning, vilket inte är att föredra.

En portföljs risk utgörs av dess standardavvikelse. Standardavvikelsena i portföljens respektive investeringar kan ställas mot varandra. Ett sätt att minska risken i sin

portfölj görs genom diversifiering. Detta innebär att man vill att variansen, standardavvikelsen i kvadrat, skall vara imperfekt. En investerings varians skall motsvaras av en spegelvänd varians hos en annan investering. Denna metod kallas hedging.

Den totala risknivån i en portfölj delas upp i osystematisk och systematisk risk. De kallas även företagsrisk respektive marknadsrisk. Marknadsrisken kan aldrig elimineras men genom diversifiering kan företagsrisken minska avsevärt. Genom att öka antalet investeringar i portföljen sänks risken, som visas i grafen nedan (Ross, 2005 s. 261-276).



Figur 2 Källa Ross, 2005

Vid studier av internationell diversifiering av portföljen tas ofta hänsyn till länders specifika politiska risk. Skadan som eventuellt uppstår vid en statskupp i det land investeringen befinner sig kan minimeras genom att diversifiera till länder som inte har anknytning till landet (Butler s. 565). Samma princip gäller i praktiken med avseende på t ex branschval.

### 2.1.1 Skuldsättningsgrad och transaktionskostnader

För att förklara hur en lämplig kapitalstruktur kan se ut används ”Trade - off ” teorin. Den grundar sig i Modiglianis – Millers första och andra propositioner. Propositionerna är grundläggande i hur kapitalstrukturen bör fördelas men tar inte hänsyn till varken skatteavdrag på räntekostnader eller agent/konkurs kostnader. Trade - off teorin integrerar dessa variabler och kan ses som en slags vidareutveckling av propositionerna.



Teorin i sig är inte av större vikt i denna uppsats däremot delar av den, nämligen hur skatteavdragen och intressekonflikterna inom ett företag kan förklaras utifrån deras kapitalstruktur (Ross 2005 s.402ff).

Det faktum att räntekostnader är avdragsgilla mot vinsten i Sverige resulterar i att värdet på bolaget ökar desto mer lån man tar. Denna effekt är ett resultat av ”Skatteskölden”. När vinsten kvittas mot skatteavdraget resulterar det i att ett belånat bolag är mer lönsamt och har högre förväntad avkastning och därmed värt mer (Ibid.).

Konkurskostnader uppstår när anspråk vid likvidation är motstridiga. Olika parter med intressen i bolaget har även olika relation till varandra och bolaget. En agentrelation uppstår när en eller flera personer (principalen) låter en annan person (agenten) utföra tjänster åt denne som innefattar ett visst överlåtande av bestämmande till agenten (Laffont & Martimor, 2002). Det föreligger att parterna har olika intressen vid nyttomaximering. I relationen aktieägare och ledningsgrupp är principalen aktieägaren och agenten ledningsgruppen. I relationen gäller ofta informationsasymmetri, den ena vet mer än den andra parten. I en lånesituation skulle detta kunna innebära att låntagaren undanhåller information som skulle öka räntenivån från kreditgivaren. Detta kallas för ”moral hazard” (Ibid.). Dessa skiljaktigheter i viljor och den informationsasymmetri som råder ger upphov till agentkostnader, ett slags transaktionskostnader. Även uppföljning av kreditgivarens beslut innebär övervakningskostnader vilka är större ju mindre den litar på kreditgivaren.

I Trade-off teorin ökar kapitalkostnaden exponentiellt desto mer lån man tar. Ökningen sker på grund av bland annat övervakningskostnader som i sin tur ökar räntekostnaderna. Men skuldsättningen är gynnsam till en viss gräns på grund av skatteskölden. Det finns därför en optimal skuldsättning. Denna kan preciseras av den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC). WACC:en är beroende av låneräntan.

Då Riskkapitalbolagens lånevillkor i vissa fall är klassificerade tar istället denna studie utgångspunkt i skuldsättningsgraden för att belysa låntagandet. Skuldsättningsgraden är ett mått på hur stor relation bolagets skulder har till eget kapital. Måttet tar endast hänsyn till räntebärande skulder, med andra ord lån (Palepu, 2004 kap. 4).

*Skuldsättningsgrad (S/E)= Räntebärande skulder / Eget kapital*

Skulderna tolkas i redovisningarna som en sammanslagning av både långfristiga och kortfristiga skulder då även vissa lån går under posten kortfristiga skulder.

Det egna kapitalet innefattar både det obundna och det bundna .

## **2.2 Investeringsbeteende**

Många ekonomiska teorier utgår från att investeraren nyttomaximerar. Den vill ha den största avkastningen till den lägsta risken enligt den moderna portföljteorin förklarad ovan. Investeraren kallas då riskavert. Men det finns även investeringsbeteende som liknar det hazardspelaren har. En sådan investerare utgår inte från att nyttomaximera utan ser till andra incitament än risk i fråga om avkastningskrav.

Tillgången till information är ofta begränsad för icke initierade, privata investerare i riskkapital. Ju mer tillgång till information desto större chans till att en korrekt uppskattning av portföljens risk görs. Ständig informationsuppdatering genomförs i syfte att ersätta ej effektiva investeringar. Osäkerheten och bristen på information gör att mindre investerare är mer benägna att lägga sina pengar i bekanta företag istället för de som känns främmande (Huberman, 2001 s.678).

## **2.3 Börsnoterat och onoterat**

För att visa vilka utgångspunkter de olika studiegrupperna har tas fördelar upp med att vara på respektive utanför börsen. Detta kan eventuellt förklara hur bolagen väljer sina lånestrategier.

### **2.3.1 Motivering till att vara börsnoterad**

I avsnittet om investeringsbeteende visas Hubermans påståenden om vikten av investerares kännedom om bolaget. Vid en eventuell kapitalbrist kan ett börsnoterat företag ha tillgång till mindre investerare jämfört med onoterade bolag. Tryggheten i investeringen ökar utifrån ett fåtal bedömningskriterier vilka är positivt förknippade med börsen.

Först kan framhållas att genomlysningen ökar med antalet aktieägare och det finns även krav från börsen som institution. Ledningen måste redovisa sina planer för att uppnå ett allmänt gillande. Ett ökat antal ägare innebär också ett intresse av en annan natur. Medierna

intresseras desto fler människor som berörs av bolagets framgångar, vilket leder till ökad publicitet (Gradwall, 2004).

Kontrollen på börsen smittar även av sig på de företag som är noterade vilket höjer deras status. I övriga delar av riskkapitalmarknaden, som till exempel management buy-outs (MBO), ökar rekryteringsmöjligheterna med förbättrad kompetens i bolaget som följd. Notering underlättar generationsskifte i familjeföretag då det underlättar en fördelning av bolaget och ersättningsmöjligheter (Landström, 2007 s.285).

Börsnoterade företag har även lättare att köpa upp företag med sina egna aktier. Ett ökat antal aktieägare innebär fördelning av makt. Man slipper då tampas med ett antal stora investerare som har mycket att säga till om (Gradwall, 2004).

### **2.3.2 Motivering till att vara onoterad**

Mindre grad av diversifiering i ägande bidrar till mindre intressekonflikter och agentkostnader. I agentteorin som tidigare förklarades uppstår agentkostnaderna mellan långivare, ledningsgrupp, aktieägare och samhället. I relationen ägare-ledning vill aktieägarna ha så stora utdelningar som möjligt, medan ledningsgruppen vill återinvestera.

Vid en eventuell konkurs är lån premierade när man likviderar bolaget. Detta innebär att när allt kommer till kran så är spelreglerna redan satta. Konkurshot driver aktieägarna till att få ut sitt kapital så snabbt som möjligt innan bolaget likvideras. En privat aktieägare blir då till ett orosmoment som gör en turn-around svårare (Ross, 2005 s.438-441). Enkelhet i redovisning och finansiella strategier mellan ett mindre antal ägare förenklar den dagliga driften är ett liknande incitament för att vara onoterad (Gradwall, 2004).

## **2.4 Lönsamhet**

För att mäta vilken avkastning ägarna får på sitt satsade kapital använder man sig av nyckeltalet räntabilitet på eget kapital. Detta nyckeltal visar alltså hur lönsamt företaget är relativt det egna kapitalet. (Palepu, 2005, kap 9:3)

Räntabilitet på eget kapital före skatt ( $Re$ ) räknas ut (i procent) genom formeln:

$$Re = (\text{Resultat efter finansiella poster} / (0,72 \times \text{obeskattade reserver} + \text{eget kapital}))$$

justerat eget kapital= eget kapital inklusive obeskattade reserver med avdrag för uppskjuten skatteskuld (f.n. 28%).

Avkastningen kan jämföras med gällande bankränta eller avkastning från alternativa placeringar. Nyckeltalet bör alltid ställas i relation till soliditet och skuldsättningsgrad för att analysera innebörden. Företag med dålig soliditet och ett litet eget kapital kan ett år få en mycket hög avkastning på eget kapital genom ett högt resultat (Palepu, 2005 kap.4).

## **2.5 Val av riskmått**

Altmans Zeta analys är brukligt att använda för att bedöma om ett bolag är kreditvärdigt ifrån utgångspunkten att det är kapabelt att återbetala sina skulder (Palepu, 2005 kap. 14-15). Analysen tar endast hänsyn till en tidpunkt. Riskkapitalbolag involverade i buy-out verksamhet är självklart intresserade av rörelsevinsten men avyttring av innehavet i portföljbolaget genererar stora intäkter klumpvis. Därför väljs ett mått som täcker en längre tid.

Diversifiering som är svår att kvantifiera är ett annan intressant risk i branschen. Om ett bolag enbart investerar i skogsbolag och en naturkatastrof inträffar, som påverkar portföljbolagens bestånd, drabbas dessa riskkapitalbolag hårdare än de som är väl diversifierade. Många av riskbolagens portföljer är diversifierade så att de inte enbart är beroende av den svenska ekonomin utan de har även sökt sig utomlands. Detta utgör dock ett hinder för att uppskatta diversifieringen då information om portföljbolagen är svåråtkomliga.

Volatiliteten är ett mått på hur stabilt ett bolags lönsamhet är. Den utgörs av standardavvikelsen på förhållandet mellan nettointkomst och nettovärde (Ibid.). Avkastning på eget kapital är grunden för att se vilken risk bolagen är villiga att ta (Palepu, 2005 kap. 9-3). Riskmålet tas fram genom att lönsamheten under de tre senaste åren och sedan beräkna standardavvikelsen på detta. Standardavvikelsen blir ett slags mått på volatilitet. Koncernmodern konsoliderar sin verksamhet under året i sin årsredovisning. Den sammantagna risken i verksamheten beräknas utifrån koncernmoderns redovisade siffror för respektive år.

## 3 Metod

### 3.1 *Datainsamling*

Initialt genomfördes en litteraturstudie som innefattade böcker, artiklar, rapporter och avhandlingar om riskkapital. Detta för att urskilja relevant data. Vidare kontaktades Birgitta Österberg, fd handläggare på Nutek över riskkapitalbranschen. Österberg gav en översiktlig bild av förhållandena på marknaden och var behjälplig vid informationssökande och tillhandahöll källmateriel.

Data från år 2004-2006 utgjorde basen för de nyckeltal som är den kvantitativa grunden för uppsatsen. Dessa sekundära data insamlades från koncernernas årsredovisningar publicerade i databasen [www.affarsdata.se](http://www.affarsdata.se). I urvalsprocessen hämtades elektronisk källdata från respektive bolags hemsida samt från ekonomiska tidskrifter publicerade på Internet.

Kvantitativa data från årsredovisningar ger en god tillförlitlighet. Den finansiella världen är till hög grad kvantifierad och regelbunden (Denscombe 2000 s. 208). Om man vill undersöka finansiella förhållanden är en kvantitativ forskningsstrategi att föredra då många faktorer är mätbara.

Grounded theory antyder att kvalitativa data har som huvudsaklig uppgift att generera nya teorier eller att ifrågasätta äldre. Hur man åstadkommer detta genom att analysera kvalitativa data finns det egentligen inga direkta riktlinjer för (Denscombe 2000 s. 252 ff). För att få en beskrivande överblick hur utomstående uppfattar riskkapitalbranschen tas kvalitativa data ut från ekonomisk dagspress. För att komplettera och underlätta analysen genomförs en intervju med Svenska Riskkapital Föreningens informationschef Jan Segerfeldt. Intervjun är semistrukturerad och frågorna bygger på den empiri som framkommit i undersökningen. Intervju sker via e-post enligt respondentens önskemål med anledning av frågornas komplexa natur.

## 3.2 Analyismetod

Analysen har delvis en deduktiv ansats vilket innebär att man utgår från teori och slutar med empiri. De empiriska resultaten grundas på hypoteser formade av teorier. De ekonomiska teorier som hypoteserna baseras på visade sig vara delvis otillräckliga i analysen av empirin. Teorierna som ligger till grund för nyckeltal, kapitalstruktur och transaktionskostnader förklarar det empiriska utfallet. Dock finns brister i teorin runt investeringsbeteende, troligtvis på grund av att den baseras på andra förhållanden än de i riskkapitalbranschen. För att tolka det empiriska utfallet mer adekvat inleddes en induktiv ansats vilket innebär att man går från empiri till teori. Genom intervju och mediabevakning kan möjligtvis det empiriska resultatet förklaras.

Genom att se om det finns något samband mellan skuldsättning och börsnotering hos riskkapitalbolag urskilja noterade- respektive onoterade bolags möjligheter till att beviljas banklån.

Genom analys av lönsamhets mått, eller möjlighet till att täcka räntekostnaderna, hos de två urvalsgrupperna se om det finns en högre grad av risktagande i någon av studiegrupperna. Volatiliteten på avkastningen på eget kapital är det riskmått som används. Både Volatiliteten och skuldsättningsgraden (S/E) ges som ett genomsnittligt mått för de tre senaste åren. En jämförelse mellan urvalsgrupperna och ett representativt bolag i den finansiella sektorn redovisas för att få en överblick om buy-out bolagens ställning i sektorn.

Företagsrisken bedöms ytterligare utifrån portföljdiversifiering vilken uppskattas ur antingen portföljens varians eller utifrån ett koncentrationsmått av riskkapitalbolagets tre största investeringars andel av den genomsnittliga storleken på portföljens samtliga investeringar eller det totala kapitalet. Valet görs utifrån tillgänglig information. Viktigt är dock att inte jämföra de olika diversifieringsmetoderna mellan varandra.

Genom en matris önskas orsakssamband belysas mellan börsnoterade/onoterade och skuldsättningsgrad samt volatilitet. Vidare kan matriser med portföljkoncentration belysa ett eventuellt samband med börsnotering.

Samtliga matriser testas med ett tväsidigt Chi-två test. Chi-två test är en metod som är lämplig att använda vid hypotesprövning av binära orsakssamband som i detta fall är hög/låg respektive börsnoterad/onoterad (Körner, 2005 s.153). Både volatiliteten och skuldsättningsgraden (S/E) ges som ett genomsnittligt mått för de tre åren 2004-2006.

Hög/låg fördelningen beräknas utifrån ett medelvärde av samtliga utvalda bolags risk-respektive skuldsättningsgradsmått.

### **3.3 Urval**

Vid urvalsprocessens början togs hjälp av Svenska riskkapital föreningens lista över aktiva medlemmar som innehöll 134 bolag. Sedan synades Stockholmsbörsens (OMX) och Nordic Growth Markets (NGM) urval av bolag vars verksamhetsbeskrivning är investeringsverksamhet eller starkt liknar det. De bolag som inte var medlemmar i SCVA på börsen var 18 st. Det tillkom ytterligare 2 bolag som förekommit i dagspressen under tiden som insamlande av information om branschen skett.

Det första kriteriet vid urval är att bolaget skulle ha buy-out affärer som huvudsaklig verksamhet eller stå för den största portföljandelen utifrån kapital sett. I praktiken innebär det att bolaget skall ägna sig åt buy-out av mogna bolag. Detta urval grundas i att buy-out bolag står för den största delen av investeringarna i hela branschen om man delar den upp i mognadsfaser både kapitalmässigt och i antal investeringar (Nutek R 2007:32).

Det andra kriteriet är att de onoterade bolagens förvaltade fonder skall vara av VCLP struktur för att undvika försvarsintressen som "Captive" -fonderna har. Som representativt bolag för den finansiella sektorn gjordes bekvämlighetsurval. Urvalet bestod slutligen av 8 onoterade och 6 börsnoterade bolag. Urvalet gäller totalt 14 riskkapitalbolag samt ett investmentbolag.

### **3.4 Bortfall**

VCLP kriteriet vid urvalet innebär bland annat att större finansiella institutioner och byggbolag faller bort. Även statligt kontrollerade institutionella investerare som AP-fonderna berörs av detta kriterium. Därefter sällades de bolag där koncernmodern är en stiftelse bort. Sedan de bolag där koncernmodern är utlandsregistrerad. Dessa val gjordes för att deras årsredovisningar är svåråtkomliga.

Relativt nystartade bolag föll också bort då inte en standardavvikelse går att frambringa ur dessa. Detta var bolag som inte varit verksamma i mer än 3 år.

Amagos Capital AB visade extremvärden av skuldsättning och volatilitet. Bolaget tas därför ur den jämförande studien. Bolaget kvarstår med kvalifikationen att vara en del av branschen och kan belysa hur en branschkoncentrerad portfölj kan se ut.

Interjvun kunde inte genomföras då respondenten är otillgänglig vid studiens deadline. Under den relativt korta tidsperioden som intervjun skulle genomföras avgick VD för Svenska Riskkapitalföreningen Tom Berggren vilket troligtvis prioriterades framför intervjun (SvD 080125).

Portföljdiversifieringen som riskmått utgick på grund av att informationsunderlag från de onoterade bolagen inte var tillgänglig. Det gjorde en jämförande studie omöjlig.

### **3.5 Reabilitet**

Studien förlitar sig på sekundärdata och då främst till information av databasen Affärsdata. Denna ses som allmänt pålitlig i återgivning av årsredovisningar. Respektive bolags hemsidor och årsredovisningar, som information om bolagens portföljer och verksamhets mål, kan vara förskönad men tillförlitlig genom redovisningsplikten. Vid användandet av Internetkällor har aktualiteten av dessa granskats då det kan vara ett problem med sekundär data (Johannesen, A & Tufte, P, 2003, 28). Trots detta finns en felmarginal då riskkapital ständigt är under förändring. Avyttringar och förvärv kan ha genomförts under studiens gång som inte tas upp. Intervju med branschorganisationer kan vara partiska och bör därför inte användas vid intrikatare problem. Intervjun i studien kan dock anses som tillförlitlig på grund av att den endast används i förklarande syfte och svaren tolkas fritt och kritiskt.

### **3.6 Validitet**

Nyckeln till att göra en generaliserbar undersökning i detta ämne ligger i urvalet av bolaget. Det finns en mängd bolag som sällades ur vid urvalet som sammantaget kan ge en annorlunda utgång av studien. Det största hindret för generaliserbarheten är den relativt låga



genomlysning som råder i de bolag som är onoterade. Studiens underlag på 14 riskkapitalbolag kvalificerar inte som generaliserbart.

Lokal koncentration kan ibland ses som en fördel i agentteorin, då man tar bort vissa transaktionskostnader. Utsållande av dessa bolag kan ge en skev bild av korrelationen mellan portföljdiversifieringarna. Detta gäller även för utlåningen då bankerna har synergieffekter att ta i beaktning vid kreditgivning då lokala företagsklimat inklusive banker gynnas av ökat rörelsekapital. Bortfallet av utländska portföljbolag minskar validiteten. Bortfallet påverkar troligtvis portföljens nyckeltal kännbart och specifikt portföljdiversifieringen, då investeringarna sprids på andra marknader genom utlandsplacering av kapital.

### **3.7 Källkritik**

Det är problematiskt att hitta ett tillförlitligt mått på risken i portföljerna. Investeringar görs ofta under ett fåtal år och många av investeringarna är nya. Värdet i företaget ökar avsevärt vid lyckade avyttringar vilket bidrar till att volatiliteten punktvis blir hög och möjligen missvisande. Många av de börsnoterade bolagen har till nyligen haft en investment-karaktär istället för en riskkapital-karaktär. Detta kan bidra till att standardavvikelsen samt avkastningarna blir missvisande då investment bolagen har en tydligare riskavert profil.

## 4 Empiri och analys

### 4.1 Studieobjekt

#### 4.1.1 Riskkapitalbranschen

För att förenkla förståelsen av riskkapitalbranschen redovisas nedan en kort sammanfattning av hur branschen är strukturerad samt hur utomstående bedömer dagsituationen.

En god utgångspunkt för information om riskkapital är Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA). Den är en obunden, ideell intresseförening för företag och personer som är aktiva i den svenska riskkapitalbranschen. Ofta används benämningen riskkapital synonymt med begreppet Private Equity, men detta innefattar även Public Equity. Skillnaden mellan de två är helt enkelt att de är onoterade (private) eller börsnoterade (public). SVCA ger följande definition till begreppet riskkapital; ”Riskkapitalbolagens verksamhet syftar till att genom tillgång till kapital och ett aktivt ägarengagemang medverka till utveckling av långsiktigt lönsamma och livskraftiga företag. Förutom kapital uppger riskkapitalbolagen att man tillför kompetens, nätverk och ägarstyrning till portföljbolagen, allt i syfte att få portföljbolagen att växa och generera framtida vinster.” (www.svca.se). Här följer en översikt av branschen.

QuickTime och en  
TIFF (Uncompressed)-dekomprimerare  
krävs för att kunna se bilden.

*Figur 3 Egen modell baserad på SCVA:s modell*

Affärsänglar är de individuella investerare som personligen tar en aktiv roll i sina investeringar. Dessa investeringsprojekt är oftast småskaliga. Man delar in investeringarna utifrån vilka faser bolagen befinner sig i (Nyman 2002).

Venture Capital delas in i fyra investeringstyper. Dessa typer är såddfinansiering, uppstartsfinansiering, expansionsfinansiering och slutligen buy-out. Såddfinansiering är kapital som skjuts in innan lansering av ett bolag eller dess produkt. Uppstartsfinansiering är som namnet antyder en investering i initialt skede, oftast i marknadsföringssyfte. Expansionfinansiering behövs när tillverkningskapaciteten inte räcker till eller för att utveckla marknadskanaler (Nutek, 2007.). Buy-out redovisas i en egen grupp på grund av att den står för de största investeringarna (Ibid.). Varken affärsänglar eller Venture Capital är i fokus i denna uppsats, men det är däremot den sistnämnda kategorin buy-outs eller utköp på svenska. Denna kategori står för den största andelen av det investerade kapitalet. Här följer en översikt hur kapitalet fördelas på de olika faserna.

QuickTime och en  
TIFF (Uncompressed)-dekomprimerare  
krävs för att kunna se bilden.

*(Belopp anges i MSEK)*

*Figur 4*

Buy-out sker genom att riskkapitalbolaget köper en kontrollpost i ett noterat eller onoterat bolag. Ofta sitter investerarna i bolagets styrelse. Det blir då ett nära samarbete efter förvärvet. I sin tur delas utköpskategorin in i fyra delar nämligen MBO, LBU, IBO, MBI och LBO (Landström 2007 s.282 ff).

*MBO (management buy-out)*, förvärv av en avdelning i ett större bolag eller i ett familjeägt bolag, där den befintliga ledningen tar en betydande del av kapitalet för kontroll av bolaget. Ledningen tar då hjälp av riskkapital för att finansiera affären. Liknande affär kan göras med både ledning och anställda involverade. Sådana affärer kallas MEBO (management-employee buy-out). Denna typ av förvärv är fördelaktig när man vill binda humankapital till bolag eller öka ansvarstagandet vid stor geografisk spridning av verksamheten.

*LBU (leveraged build-ups)*, inbegriper utvecklingen av en bolagsgrupp baserad på en intern buy-out eller buy-in som fungerar som en plattformsinvestering till vilken det läggs en rad sekundära förvärv. Den initiala investeringen behöver vara stor för att locka till sig rätt ledning och handelskraft vid förvärv.

*IBO (investor-led buy-out)*, detta blev populärt i slutet av 1990-talet då riskkapitalister letade efter attraktiva förvärv i en alltmer konkurrensutsatt marknad och auktioner av företag förekom i stor utsträckning.

*MBI (management buy-in)*, liknar MBO i sin struktur och sitt förfarande av förvärv. Skillnaden är att man byter ut ledningen. Ofta kombineras MBO och MBI till s k BIMBO, där fördelarna med den nya ledningens entreprenörsskap kombineras med den gamla ledningens kunskap om driften.

*LBO (leveraged buy-out)*, ett bolag eller en grupp riskkapitalbolag köper in sig som majoritetsägare i ett portföljbolag. Ofta utgör riskkapitalbolaget majoriteten i portföljbolagets styrelse medan den enda representanten i styrelsen från portföljbolaget är den verkställande direktören. Förvärvet genomförs till stor del med hjälp av lånat kapital. Oftast görs inga utdelningar ifall förvärvet är börsnoterat utan vinstmedlen går till att täcka de amorteringar som uppstår. Därför sker ofta denna typ av buy-out i företag med stabila kassaflöden (Ibid.).

Innan den så kallade IT – bubblan sprack hade riskkapitalbranschen en god och kraftigt ökande tillströmning av kapital. Den dröjde först till 2004 som riskkapitalbranschen tog igen sig men då med besked (Landström s.157). Idag uppskattas branschen till ett värde på 320 miljarder (FI, 2007). Det är en kraftig utveckling uppåt som går hand i hand med konjunkturen i Sverige de senaste åren. Men nu ser riskkapitalbolagen mörkare på framtiden. Det sista kvartalet 2007 har tron på att konjunkturen inte håller i sig ökat med 5% till 34% i en undersökning hos riskkapitalbolag ([www.e24.se](http://www.e24.se) 071214).

I juni 2007 släppte Finans Inspektionen (FI) en rapport om bankernas involvering i Private Equity branschen. Svenska bankers exponeringar mot Private Equity bolagen var 0,9 %

årsskiftet 06/07 och ställt mot bankernas kapitalbas blir den siffran 18,2 %. På stockholmsbörsen uppskattas 8 % av dess värde bestå av riskkapital. FI bedömer att intjäningen var bra och riskerna i branschen inget utöver det normala. De framlade dock riskerna med en låg likviditet vid investeringar, en hög belåningsgrad samt den dåliga transparensten i bolagen. En annan betänklighet var att en vikande konjunktur skulle slå hårt mot kreditgivarna om Private Equity bolagens portföljbolag skulle slås ut (FI, 2007).

Investeringsviljan är fortfarande god men en viktig förändring kan ses i kreditgivarnas förhållningssätt till buy-outs. Tidigare var bankerna själva villiga att sprida riskerna. Idag behöver man förhandla med flera banker, vilket kallas syndikering. Syndikering leder till invecklade och kostsamma förfaranden för kreditansökan (SvD 221207). Bankerna säger sig ha god insikt vid kreditgivningsbesluten och att rigorösa analyser genomförs. Den information som lämnas till banken kan vara investeringsstrategi, organisation, förvaltare/ledning, riskkontroll, IT-system och compliance. I låneavseende ansåg FI att kreditgivarna inte tar hänsyn till begränsningar för affärsvolymen eller antalet affärer i en viss bransch eller visst geografiskt område. För att hantera koncentrationsrisken finns dock en manuell bevakning för att undvika alltför stora koncentrationer inom exempelvis vissa branscher, sektorer eller geografiska områden (FI, 2007).

Det är ibland svårt att skilja ett investmentbolag från ett riskkapitalbolag. Den senaste utvecklingen visar på att bolag som tidigare klassats som investmentbolag har tagit en allt tydligare riktning mot buy-out affärer och i praktiken till största delen bedriver riskkapitalverksamhet. Det ryktas att Investor i framtiden ska lägga 25% av sitt investeringskapital i onoterade portföljbolag. Även andra bolag som Melker-Schörling väntas ha samma utveckling ([www.e24.se](http://www.e24.se) 080118).

### 4.1.2 Riskkapitalfondernas struktur

Ofta kan riskkapitalbolagen ses som en medlare mellan investerarna och marknaden. Samarbetet sker genom en investeringsfond som förvaltas av Private Equity bolaget. Fonden kan ha en rad olika juridiska - och organisatoriska strukturer vilka påverkar dess användningsområden. Man kan skilja på fyra olika fonder: VCLP (Venture capital limited partnership), företagsbidrag, stiftelser, finansiella institutionsbidrag samt statligt ägda fonder.

Riskkapital fick ett uppsving först på 70-talet i Europa. Industrierna hade nått en slags kritisk massa och behövde finansiell handlingsförmåga för ökad tillväxt. Då hade riskkapital ofta en biståndsfunktion. På senare år har dock de privat förvaltade fonderna (VCLP) kommit i majoritet.

*VCLP* är den vanligaste och effektivaste formen av fondstruktur i branschen. De största investerarna i fonderna är pensionsfonderna. Kreditinstituten står vanligtvis för 10% av kapitalet i Venture Capital fonder medan andelen i stiftelser är 25% (Landström s.156).

Övriga investerare kan vara livförsäkringsbolag (oftast största partnern), universitet, koncerner eller mycket rika privatpersoner. Investerarna blir en begränsad partner, så kallad "limited partner". Namnet härrör från begränsningen av fondens livstid som vanligtvis är 4-7 år med eventuellt tillägg på upp till 3 år. (Landström s.156). Investeringar i fonden görs i huvudsak i syfte att diversifiera portfölj innehavaren. Private Equity, som förvaltar fonden, följer vanligtvis 2-20 regeln för sin avgift. Detta innebär att de tar 2% på årligt investerat kapital och 20% på portföljbolagens avkastning. VCLP-fondernas fördel är att de minimerar agentkostnaderna med oinskränkt handlingsutrymme utan inblandning av investerarna. Även undviks dubbeltaxering på portföljbolagens avkastning då den sker i fonden.

Partnern (investeraren i fonden) har dock avtal om vilka ramar som riskkapitalisten kan röra sig inom. Det kan gälla antal portföljbolag. Ett högt antal portföljbolag är inte alltid positivt trots en minimering av den finansiella risken. En negativ följd kan vara att kvalitet och kvantitet på management i portföljbolagen späds ut då det krävs mer tid. Andra ramar kan vara lånelimiten för att begränsa risken och samarbeten mellan riskkapitalister för att minimera agentkostnaderna.

En riskkapitalist brukar ha en viss image och profilerar sig på marknaden i fråga om specialkompetens och investeringsfas. Avvikelse från bolagsprofilen uppkommer oftare hos äldre bolag då nyare är mer måna om sitt rykte. Ryktet kan vara avgörande för

riskkapitalistens fortlevnad då trovärdighet och kompetens är de viktigaste egenskaperna för de framgångsrika bolagen (Ibid.).

*Captive venture capitalist funds* är fonder som inte ägs exklusivt av riskkapitalbolagen vilket ger upphov till intressekonflikter och agentkostnader. Fonderna har ingen tidsgräns och huvudägarna är ofta banker. Kapitalanskaffningen sker inte genom partners utan huvudsakligen med allokering av kapital från bankens balansräkning. Fördelen med fondstrukturen är att det inte finns någon problematik i skuldsättningsgraden. Den klarar även konjunktursvängningar bättre då den inte är tidsbegränsad. Fonden används ofta för att försvara befintliga intressen hos stora finansiella institutioner (Ibid.).

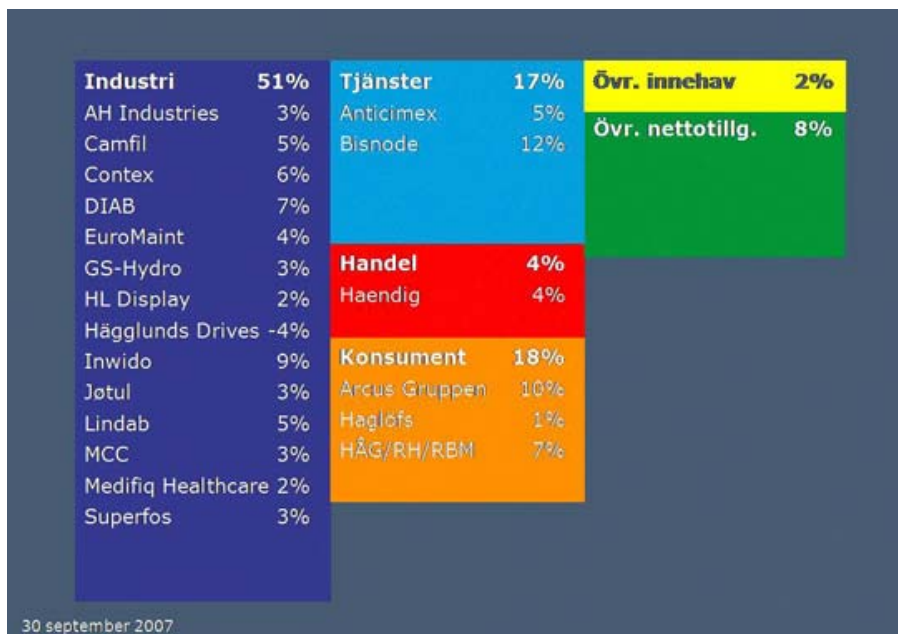
*Statliga bidragsfonder och stiftelser* investerar ofta i seed – och start up faserna där det asymmetriska informationsförhållandet är som störst. Dessa fonder är vanligtvis universitet eller statliga verk som har en nationalekonomisk stödfunktion till den privata sektorn.

Rådata över de bolag som studien innefattar redovisas i bilaga 1. Vänligen se bilagan för information om lönsamhet, riskbeteende samt skuldsättningsgrad. Storleken på bolagen har inte tagits i beaktning då det är betydelsen av att vara noterad/onoterad som är av intresse. Informationen om bolagen är hämtade från deras hemsidor och årsredovisningar.

### **4.1.3 Börsnoterade bolag**

Ratos

Ratos är Nordens största börsnoterade private equity-bolag. Investeringar görs företrädesvis i onoterade medelstora och stora nordiska bolag. Genom ett aktivt, professionellt och ansvarsfullt utövande av ägarrollen bidrar Ratos till att skapa värden för såväl del ägda bolag, medinvesterare som för Ratos aktieägare ([www.scva.se](http://www.scva.se)). Ratos har sitt ursprung i stålindustrin och övergången till förvaltningsverksamhet inleddes 1934. Så tidigt som 1954 börsnoterades bolaget och är idag noterat på OMX Large Cap. För närvarande har Ratos 21 innehav i diverse branscher. I figuren nedan visas en översikt av deras innehav utifrån branch och kapital andel sett.



Figur 5 Källa: [www.ratos.se](http://www.ratos.se)

De största innehaven är Bisnode, Arcus Gruppen samt Inwido.

Ratos har en uttalad avsikt att vara genomlyst för att underlätta förståelse och värdering för kapitalmarknadens aktörer. Som ett led i detta är de medlemmar i LPX50 VW som är ett index där de 50 största börsnoterade bolagen i världen redovisas och värderas.

Ratos branchdiversifiering är god och bolaget har lång erfarenhet i branschen. Bolaget har starka kopplingar till börsen genom sin styrelseordförande Olof Stenhammar som är grundaren av OMX och styrelseordföranden även där ([www.ratos.se](http://www.ratos.se)). VD Arne Karlsson har en bakgrund inom koncernen genom Atle M&A men även andra VD poster och styrelseuppdrag i investmentbranschen. Efter att Karlsson tog vid som VD 2003 så har bolaget ökat antal buy-outs jämfört med tidigare VD:ar. Ratos rankas idag som bolaget med bäst avkastning på LPX50 VW. De senaste årens frånryckning tillskrivs VD:ns gynnsamma investeringar. Söderbergfamiljen har ett stort ägarintresse i Ratos.

#### Affärstrategerna

Affärsstrategerna grundades 1988 av Claes-Göran Fridh och noterades på Stockholmsbörsen 1998. Affärsstrategerna förvärvar lönsamma och mogna företag i stabila branscher. De investerar också i bolagens tidigare faser. Prioriterade områden är Life Science, miljöteknik och IT där investeringen är avsedd att göra målbolaget till en ledande nischaktör. I sin årsredovisning bedömer de marknaden för bolagsköp vara övervärderad och har därför en restriktiv inställning till nya investeringar. har de 10 aktiva investeringar;



*Munax* tillhandahåller sökteknologi på webben.

*A3TL* Bemanningsbolag för IT-konsulter i Indien.

*AlphaHelix* Teknikorienterat bolag i läkemedelsindustrin. Tillvekar instrument för DNA-analys.

*Innate Pharmaceuticals* producerar antibakteriella läkemedel. Är ett relativt nystartat bolag.

*M.O.R.E. Invest* engelskt riskkapitalbolag i såddfas. Specialitet inom Life Science.

*Naty* Producerar hygienprodukter för spädbarnsmarknaden.

*Samba Sensors* Verksam inom högteknologisk läkemedelsindustri.

*Photometric* Sveriges näst största aktörer inom skolfoto.

*Schoolsoft* Tillhandahåller Programvara för läraradministration.

*Starlounge* Internetsajt som bevakar kändisnyheter

Portföljen är till stor del koncentrerad inom branscher som är trendkänsliga. Deras Diversifieringsstrategi är att istället för att sprida sig till fler branscher investerar i flera faser. De senaste åren har dock verksamheten gått från tidig finansiering till rena buy-outs för att, enligt Affärsstrategerna, sprida sina risker ([www.asrateg.se](http://www.asrateg.se)). Av detta skäl passar de också i vårt urval. Deras tre största investeringar består av dotterbolagen Photometric och Samba Sensors samt börsnoterade AlphaHelix. Dessa investeringars andel av totala uppgår till 54,3%. Affärsstrategerna ägs till hälften av institutionella investerare och Claes Göran Fridh har 40,1% av rösterna. Fridh har tidigare jobbat på Handelsbanken samt drivit Civic Fondkommission.

## Traction

AB Traktion anser sig ha en egen metodik vid företagsutveckling. Den bygger på långsiktighet och samarbetsvilja. Dessa ledord skiljer sig inte avsevärt mot andra riskkapitalisters strategier. Bolaget uttrycker sig självt i årsredovisningen samt hemsidan som mycket riskaverta med strama riskkrav.

Traction börsintroducerades på OMX Small Cap lista år 2000. Traction innehar ett 20-tal investeringar i sin portfölj. De största delarna består av andelar i börsnoterade bolag (410 mSEK), varav innehavet i Haldex är det största på 174 mSEK för 5% av rösterna, samt andelar i onoterade bolag (182 mSEK) där Recco Holding är det mest betydande (42,6 mSEK) för 49% av rösterna. Dotterbolagen Ankarum industries AB och Gnosjöplast AB konsolideras i koncernens bokföring genom tre investeringsbolag och värderas tillsammans till 128,1 mSEK. De tre största investeringarna utgör 42% av de totala investeringarna. Detta visar på hög koncentration. Portföljen är mestadels produktionsindustribaserad men har ett

gott mått av spridning. Bolagsledningen består av grundaren Bengt Stillström och dennes son Petter Stillström som är VD vilka har stora ägarintressen i bolaget. I styrelsen återfinns Jan Andersson som haft uppdrag i bland annat Robur, Alfred Nobel och Deutsche Bank.

#### Vinovo

Bolaget är idag relativt litet men hoppas på att inom några år bygga upp en företagsgrupp som omsätter 2-3 miljarder. De föredrar att ha ett brett spektrum av brancher i sin investeringsportfölj i framtiden och håller sig primärt till Norden. Bolaget har idag gjort fyra investeringar, samtliga av buy-out karaktär. Dessa är *Genetech* som producerar elaggregat, *Nordic Flanges AB* som producerar flänsar, *Örnalp AB* vars verksamhet består av bearbetning av arbetsintensiva metaller och produktion av värmewäxlar samt *Unozon AB* som producerar blandare och tryckkärl. Portföljen är i dagsläget koncentrerad inom tung metallindustri.

Styrelseordförande är Sven-Åke Bergkvist som kommer från den juridiska sektorn, närmare bestämt Swartling & Mannerheim advokatbyrå. VD Andor Gerendas är civilingenjör i grunden men har jobbat med Corporate finance på bl a Nordea. Vinovo noterade sig på OMX First North den 2007 av tre skäl;

- Förstärkt varumärke och ökad kännedom
- Likvid och prissatt aktie som kan användas som betalningsmedel
- Tillgång till kapitalmarknaden

Investeringarna uppgick 2006 till ett värde av 21,7 mSEK. Vinovo har dålig genomlysning och det går inte att urskilja samtliga portföljandelar.

#### Amago Capital

Bytte namn från Fotoquick AB då bolaget sålde alla sina butiker i Sverige. Idag är hela portföljen bestående av bolag i fotobranschen och den andra största ägaren efter ett holländsk holdingbolag är Digital Image SA som även den är en koncern i fotobranschen. Portfölj bolagen är Önske foto AB, Eri Kuva OY, Myscoop AB och Fotosport LDA. VD är Robert Ejemark som tillträdde under 2006. Amagos verksamhet är inte densamma som tidigare år då det var ett fotoföretag. Detta är antagligen varför nyckeltalen blir missvisande och utgår därför i den jämförande studien. I övrigt redovisar bolaget sina innehav tydligt likt majoriteten av de börsnoterade bolagen gör.

## ACAP Invest

ACAP Invest genomförde ett namnbyte i April 2007 från Active Capital AB. Bolaget är listat på OMX Small Cap. Tillskillnad mot VCLP-fonder har de en uttalat långsiktig strategi i sina innehav och är inte tidsbegränsade. ACAP bedriver verksamhet i följande dotterbolag;

*Sonneson inredningar AB* Inredningslösningar till Industri-, skol- och offentliga sektorerna.

*MW Security* Tillverkar och säljer stöldskydd i detaljhandeln.

*Soft center* En teknik- och vetenskapspark i Ronneby.

*Active Design* Tillverkar och säljer specialutrustning för funktionshindrade personer.

*Cetec* tillverkar kapslad elutrustning.

Sonneson inredningar har varit ett dotterbolag ända sedan 1995 och är grundstenen i portföljen. Bolagets bas ligger i Malmö men inredningsverksamheten är idag internationaliserad. Under år 2000, 2003 och 2006 anskaffades ytterligare portföljbolag vilka idag utgör bolaget riskkapitalportfölj, samtliga baserade i Skåne-regionen. De relativt få investeringarna och bolagets tidigare verksamhet inom inredningar gör att koncentrationen för de tre största investeringarna utgör 61% av det investerade kapitalet. Detta kan uppfattas som missvisande. Portföljen är till stor del placerad i inredningsverksamheten men annars finns en bredd i branch-representationen. Regionskoncentrationen vägs upp av inredningsverksamhetens internationalisering.

VD:n Thomas Bolmgren anser att en av fördelarna med att investera i ett börsnoterat riskkapitalbolag är att man snabbt kan avyttra sitt innehav i bolaget samt att det erbjuds tillgång till marknader som annars är stängda för privata investerare.

## Investment AB Öresund

De största portföljbolagen är HQ bank, Nobia och Avanza och utgör 26% av portföljen. HQ banks och Avanzas verksamhet är banking och fondkommission och har länge varit grundstommen i Öresund. Nobias verksamhet är konsolidering av köksmarknaden i Europa.

Övriga investeringar är:

*Wihlborg* Börsnoterat fastighetsbolag i Öresundsregionen.

*Bilia* Verksam i fordonsbranschen, främst som återförsäljare.

*Faberge* Sveriges ledande fatighetsbolag med fokusering på kontorslokaler.

*Electrolux* Multinationell producent och säljare av vitvaror samt andra elektriska hemprodukter.

*Industrivärden* En av nordens största Investmentbolag

*Klövern* Börsnoterat fastighetsföretag med inriktning på kommersiella fastigheter

*Skistar* Börsnoterat och driver alpindestinationer i Norden, är marknads ledande på marknaden.

*Volvo* En av Sveriges största fordonstillverkare.

Portföljen är till viss del av investmentbolagskaraktär med tonvikt på banking och fastighetsverksamhet. Utköpen av bland annat Nobia och Skistar är av betydande storlek. Dessa utköp diversifierar portföljen samt ger Öresund en riskkapitalkaraktär.

Hagströmer och Qviberg familjerna har ett stort ägar intresse. Båda är välkända aktörer på finans marknaden. Sven Hagströmer har en bakgrund i Investor och Mats Qviberg kommer från Carnegie och SEB (Investor). VD:n Stefan Dahlbo tillsattes i mars 2007 efter varit verksam i bolaget sedan 2000. Vice VD Stefan Charette kommer från Custos där även en annan välkänd finansprofil, Christer Gardell på Cevian har sitt ursprung. Sven Hagströmer säger i SvD 080109 att de ska starta en VCLP fond som Öresund ska förvalta på 5000-10000 mSEK i syftet att utnyttja börsnedgången under 2007 vilket har lett till fördelaktiga priser på bolag. För fonden har Öresund anlitat den tidigare Custos Chefen Jonas Wahlström som ska gå in med ett 7% innehav.

#### **4.1.4 Onoterade bolag**

Altor Equity partners

Bolaget investerar främst i de nordiska regionerna och förvaltar några av de största fonderna i Norden. Altor grundades 2003 och dess första fond var på 6500 mSEK. Fondens framgång ledde till en andra fond på 11500 mSEK.

Partners i bolaget är bland annat Harald Mix och sitter som VD och Styrelseordförande. Han var en av grundarna till industrikapital, som är en stor spelare på riskkapitalmarknaden, och har även haft uppdrag i Enskilda Ventures och Booz Allen Hamilton. Johan Cervin har tidigare jobbat med juridiska frågor runt förvärv på Enskilda och Vinge advokatbyrå. Fredrik Strömholm har tidigare jobbat på Goldman Sachs som M&A ansvarig för den nordiska regionen. Av övriga partners i bolaget har majoriten en bakgrund inom företagsförvärv vilket stödjer påståendet om att exceptionellt kompetenta förvaltare rekryteras till de onoterade Private Equity bolagen.

Altors innehav består av elva portföljbolag:

*Lindorff Group* Nordens ledande inkassobolag, styrke sin marknadsposition genom ett sekundärförvärv av Nordea obestandsgruppen.

*AGR Group ASA* Norskt teknologibaserat tjänsteföretag på brunns- och undervattensmarknaden. Börsintroducerade i Norge i juli 2006.

*Relacom* Världsledande inom nätverkstjänster och bredbandslösningar. Är en fusion mellan Fletronics och Telavie (tidigare Bravida).

*Ferrosan AS* Danskt bolag vars verksamhet innefattar konsument hälsovård samt medicinsk utrustning

*Meyn* Tillverkar utrustning för livsmedelsprocessindustrin.

*Dynapac* Ett av världens ledande tillverkare av asfalteringsutrustning

*Aalborg* Världsledande återförsäljare av pannor inom den marina sektorn. Samfinansierat utköp med Axcel Private Equity Group.

*PaloDEx* Finsk företag utköpt från General Electric. Producerar teknologiska lösningar för röntgen inom tandvård.

*Navico* Marknadsledande i marin teknologi. Tillverkar radar och GPS- mottagare. Är en fusion mellan tre bolag.

*Byggmax* svenskt företag som är återförsäljare av byggmaterial.

*Nimbus Boats AB* Tillverkare av fritidsbåtar, inkluderar bland annat varumärket Storebro och Maxi.

*SPT Group* Tjänsteföretag inom mjukvarubranschen i gas- och oljeindustrin. Har unik programvara som gör dem marknadsledande i oljeprospekteringstjänster.

Portföljen är branschmässigt högt diversifierad. Den är även spridd över hela världen vilket gör den geografiskt oberonde trots att många av målbolagen har sin bas i Norden. Altor har relativt få investeringar utifrån fondstorlek sett. Genomlysningen i Altor är bristfällig, vilket omöjliggör mätning av graden av portföljdiversifiering.

#### AmyMone

AmyMone tog sin nuvarande verksamhetsinriktning 1997. Bolaget är ett av de få onoterade bolagen som är familjeägda. Bolaget är relativt litet och ägarintressena innehas av familjen Vannesjö. VD Per Vannesjö samt Investment Manager Marie Åsling har båda en bakgrund i ABB. AmyMones portfölj består av;

*Aros Technology Partner* Riskkapitalbolag med fokus på unga företag i Teknikbyn, Västerås.

*Hedemora Industriakustik* Tillverkar och säljer bullerdämpande produkter för verkstad – och processindustri.

*Tacton Systems* Mjukvara som effektiviserar försäljning av kundanpassade varor.

*Illsbo koncernen* Verksamhet inom området påbyggnader till lastbilar och släpfordon.

*Atling Maskinfabrik* Verksamheten omfattar i huvudsak skärande bearbetning och montering på lego för större industriföretag.

*Arenco* Köptes ut från Swedish Match och är världsledande leverantör av tändsticksmaskiner. Bolaget är även tillverkare av fiskrensings – och förpacknings maskiner. Fyra av portföljbolagen är dotterbolag och konsolideras in i koncernen genom Amymone.

Industri AB som ägs till 60%. Hedemora Industriakustik är det enda bolaget som redovisar tillgångar över 100 tSEK. Portföljdiversifiering går därför inte att mäta. I övrigt är portföljen starkt koncentrerad till industri och främst tillverkning.

### Brainheart Capital

Bolaget förvaltar den största fonden i Europa gällande trådlös teknologi. VD:n Ulf Jonströmer var uppmärksammad vid några buy-outs som gjordes inom IT-branschen år 2000. VD:n och bolaget har en framtoning medialt av att besitta god kännedom och erfarenhet inom IT-branschen. Portföljbolagen består av;

*Åkerströms* Utvecklar och säljer egna trådlösa produkter för mobila enheter.

*Meru Networks* Amerikanskt bolag som utvecklar standardiserade, säkra och skalenliga Wi-Fi system för företag.

*Mobeon* Världsledande i ”private label” teletext mjukvara.

*Spring Mobile* Innehar den fjärde GSM- licensen i Sverige. Tillhandahåller telefonlösningar för små och mellanstora företag.

*Wireless Maingate* Operatör för trådlös kommunikation mellan maskiner.

*Aeris.net* Marknadsledande på maskin-till-maskin kommunikation i Nord Amerika.

Portföljen är starkt branschkoncentrerad men har spridning geografiskt med både nordamerikanska och nordiska bolag. Avyttringar väntas göras inom snar framtid då buy-out bolagsmarknaden fortfarande är bördig och portföljbolagen relativt små och därför lättare att avyttra.

### Siem Capital

Siem Capital AB Ägs till 64% av Siem Industries Group och fungerar som koncernens Private Equity bolag. Delar av kärnan i koncernen är börsnoterad i U.S.A. och Norge men har sitt säte på Cayman Islands och Luxemburg. Bolaget passar på så sätt inte in i någon av grupperna. Bolaget har sin bakgrund i oljeindustrin men investerar i en mängd olika branscher. Den svenska grenens investerade kapital uppgår till 236,7 mSEK i dotterbolag samt 333 mSEK i intressebolag. Intressebolagen är;

*Boule Diagnostics International AB* Beläget i Huddinge och utvecklar mediciner för infektionssjukdomar. Bolaget har representation i fyra länder.

*European Furniture Group AB* Beläget i Tranås och producerar kontorsmöbler. Bolaget har tidigare köpt upp kontorsmöbelbolag i Storbritannien, Norge och Finland.

Mindre innehav finns också i Tokyo och Barcelona. Dotterbolagen innefattar;

*Emotron AB* Producerar effektiva lösningar för att skydda och styra maskiner och processer som drivs av elektriska motorer. Är representerat i fyra europeiska länder samt Sydamerika.

*Essentys AB* Utvecklingsföretag inom biomedicin med fokus på äldre människors behov.

*Grespo AB* Bedriver forskning och utveckling inom biomedicin.

*Risom Bruk AB* Verksam i oljeborrningsindustrin

*AB STK Svenskt Tillväxtkapital* Mindre riskkapitalbolag som bland annat investerat i filmproduktion.

koncernen är familjeägt av Kristian och Ivar Siem som båda tidigare har haft förtroendeuppdrag i oljeborrningsbolag. Sydafrikanen M.D. Moross har varit delaktig i koncernens verksamhet sedan 1995 och grundade tidigare AIM management inc. och Whitehall financial Group som båda är giganter i fundförvaltarbranschen i Nordamerika idag. Koncernen har 717 mUSD i aktiekapital. VD för Siem Capital Ab är Kjell Hans Erik Golteus som är bosatt i Florida. Koncernens struktur är inte av VCLP karaktär och därför inte tidsbundna i kontrakt men bolaget återbetalade 2005 sin skuld på 18.9 mUSD till moderbolaget direkt efter exit.

Volati

Bolaget har varit verksam sedan 2003 och har dotterbolag som sköter tre affärsområden; Luftbehandling, Jordbruk samt Hemprodukter. Bolaget specialiserar sig på utköp av målbolag som står inför generationsskifte och har en uttalad långsiktig investeringspolicy. Portföljen består av:

*Sveico* Producerar köksverktyg för hushåll.

*Gastromax* Producerar köksverktyg för både restauranger och privathushåll.

*Kökskungen* Grossistföretag inom husgeråd.

*Tornum* Marknadsledande inom helhetslösningar för spannmålsanläggningar. Bolaget har tillverkning och representation i Sverige, Polen och Finland.

Under 2007 bildades Volati luftbehandling som förvärvade Corroventa som tillverkar byggavfuktningstrustning. Karl Perlhagen sitter i styrelsen och har en bakgrund inom läkemedelsbranschen. Han jobbade tidigare på Cross Pharma och blev sedermera

ekonomichef på Meda. Perlhagens far var grundaren av Meda och fusionen som ägde rum mellan bolagen var Volati delaktig i. VD är Peter Wahlén. Volatis finansiering grundar sig inte i en fondstruktur utan har kredit hos låneinstitut. Det är till stor del bolagets ringa storlek som möjliggör detta. De är därför inte tidsbundna i sina investeringar men har höga löpande räntekostnader.

## Segulah

Segulah är en Private Equity investerare i medelstora bolag. Segulahs affärsidé är att förvärva och utveckla bolag med målsättningen att skapa mervärde genom utövande av en aktiv ägarroll. Segulah grundades 1994 och är idag rådgivare till tre riskkapitalfonder:

Segulah II som lanserades under våren 2000 och har ett kapital på 850 mkr som idag är stängd för vidare investeringar och består av 8 bolag. Segulah III lanserades under hösten 2004 (2 350 mkr) och förväntas vara fullt investerad under 2008 och består idag av 6 bolag. Segulah IV lanserades under hösten 2007 (5 000 mkr) ([www.segulah.se](http://www.segulah.se)). Investerare i fonderna är förutom Segulah ett antal svenska och utländska institutioner. Investerare i fonderna investerar även vid sidan av fonderna vilket gör den tillgängliga kapitalbasen större än kapitalet i fonderna ([www.scva.se](http://www.scva.se)). Bolaget har under åren gjort 27 förvärv. Dagens portfölj består av: *Kemetyl Group* Levererar bil, hem och fritidsprodukter till konsumentmarknaden. Koncernen är marknadsledande i Europa.

*Isaberg Rapid AB* Verksam inom häftbranschen. Ett av de största i världen på marknaden.

*NEA-gruppen* verksam inom elbranschen. Näst störst i Sverige.

*Joy* Verksam i mode- och konfektionsindustrin. 55 butiker i Sverige.

*Nordform* Tillverkar prefabricerad betong, Va-system och tillhandahåller anläggningsbyggande.

*Dacke PMC* Verksam i industriautomation, hydraulik och pneumatik. 22 dotterbolag i Norden och Öststaterna.

*InfoCare AS* Dansk koncern som tillhandahåller tjänster inom data och hemelektronik.

*Callenberg Group* Verksam inom marin elektronik.

Segulah har god branschdiversifiering i sin portfölj. Anmärkningsvärt är att en överhängande andel av investeringskommittén består av individer med bakgrund inom Venture Capital eller banking. Det är troligtvis få av dessa som har erfarenhet av specifika branscher.

Förgrundsfiguren i bolaget heter Gabriel Urwitz. Han har tidigare innehaft positioner som VD på Gota Banken, Richard Hägglöf Fondkommission samt Proventus AB som även ingår i



denna studie. Segulah kan ses som en avknoppning i Proventus vars tre grundare gick var sitt håll 1994 efter att Proventus hade avnoterats från börser.

## Proventus

Bolaget grundades 1980 och börsnoterades 1982 för att sedan avnoteras från börser 1995. Bolaget ägs idag av Robert Weil. VD är Daniel Sachs.

Proventus är även involverade i en rad kulturprojekt som exempelvis Magasin 3 Stockholms konsthall (sedan 1980) och Judiska Teatern. Historisk har bolaget haft en portfölj av internationellt hög-profilerade designvarumärken som Kosta Boda och Rörstrands. Efter avnoteringen var investeringsaktiviteten låg för att 2003 återupptas. Proventus har 2007 åtta investeringar i portföljbolag i utvecklingsfasen, främst inom telefoni- och finansiella rådgivnings sektorn. Proventus Aktiva investeringar består av:

*Brio AB* Producerar och säljer leksaker till mindre barn över hela Europa. Proventus gick in i bolaget 2004. Satsningen har ligger på att profilera varumärket som lyxmärke samt knyta till det lojala kunder. Det är den största investeringen i proventus

*O2 Produktion AB* Förvärvades 2006 till 70%. Verksam inom området förnyelsebar energi. Satsningar på vindkraftverk är planerade.

*J.Lindeberg* Förvärvades under 2007 och är ett internationellt varumärke inom textilkonfektion.

Artek Designgrupp som investerades i redan 1992. Gruppen äger varumärken som Alvar Aalto.

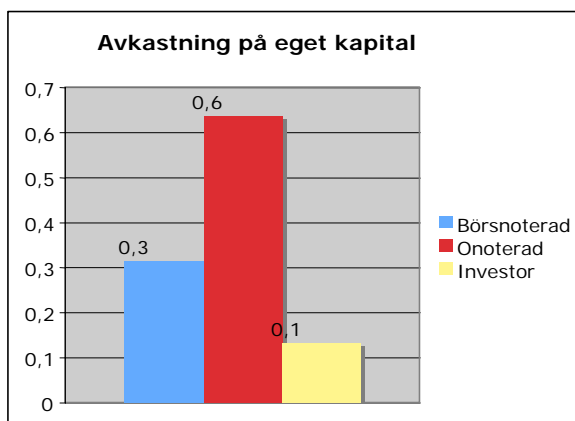
*Tom Dixon* Förvärvades under 2002 och är ett varumärke under en ung designer.

Under 2007 året avyttrades innehavet i TV4 genom Nordic broadcasting. I 2006 års årsredovisning utgjorde de tre största investeringarna 78 % av det totala kapitalet där TV4 utgjorde en andel.

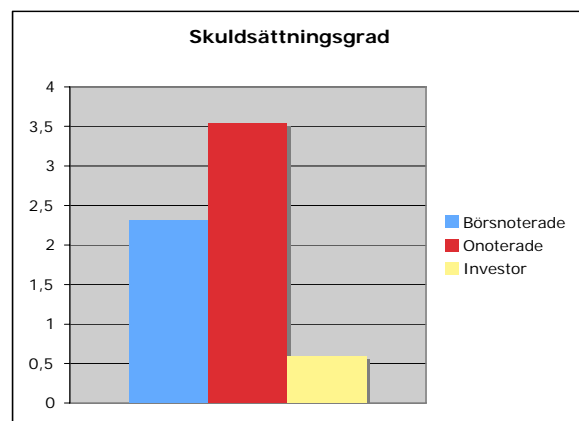
I val av investeringar läggs stor vikt vid förståelse av kulturella förhållanden i samhället. Detta yttrar sig i portföljen av att den överhängande består av design, varumärkesbyggande och media. Bolagsledarna gör ofta framträdanden i ekonomisk press och har mot slutet av 2007 uttalat sig restriktivt om nyinvesteringar.

## 4.2 Jämförelse mellan verksamheter

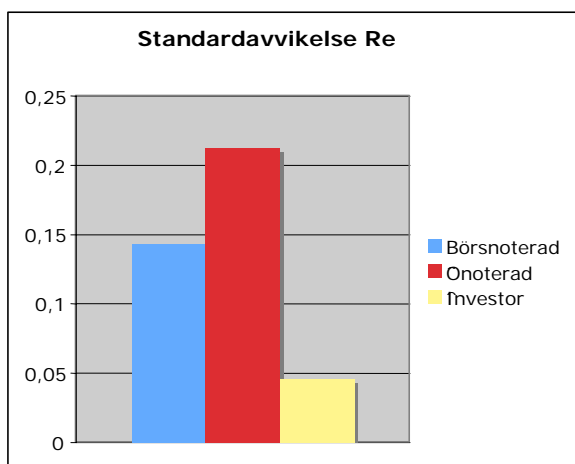
Majoriteten av bolagen i gruppen börsnoterade har starka ägarintressen av familjer. Detta är vanligt hos investmentbolag. Några exempel på investmentbolag med ägarintressen av familjer är Investor (Wallenberg), Kinnevik (Stenbeck) och Melker-Schörling. Detta kan möjligtvis ses som en kvarleva från tidigare organisationsstrukturer då många av de börsnoterade riskkapitalbolagen har en bakgrund som investmentbolag. En jämförelse mellan nyckeltalen avsett verksamhet och struktur visas i figurerna nedan. Investor valdes som då det varit ett starkt namn i den finansiella sektorn i flera decennier.



Figur 6



Figur 7



Figur 8

Jämförelsen visar att riskkapitalbranschen totalt sett har god avkastning relativt investmentbranschen (Investor). Men är samtidigt mer risktagande och har högre

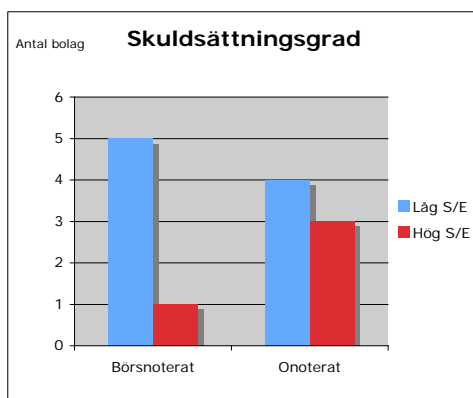
skuldsättningsgrad. Relationen mellan avkastning och skuldsättning är tidigare beprövad i Tradeoff teorin och resultatet föga överraskande. Men troligtvis finns även andra förklaringar till resultatet. När en analytiker visar på god kompetens rekryteras denne ofta till Riskkapitalbolag med VCLP karaktär. Detta sker till stor del från Captive funds vars struktur Investor anammar (Landström 2007 s.157). Resultatet kan också visa på varför allt fler investmentbolag börjar likna riskkapitalbolag. Det är de goda avkastningarna som lockar.

### 4.3 Jämförelse mellan börsnoterade och onoterade buy-out bolag

Samtliga framräknade data för respektive studiegrupp redovisas i sin helhet i bilaga 1b och 1c. Hypotesprövningen redovisas i bilaga 2. Studien fann inga samband mellan börsnotering och skuldsättningsgrad, dock ett svagt samband avseende volatiliteten.

#### 4.3.1 Skuldsättningen

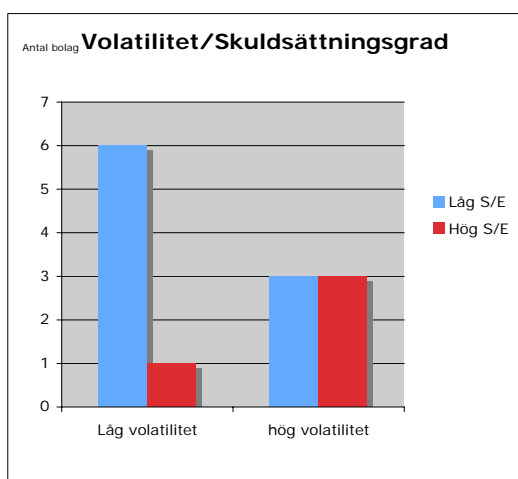
I och med att inget samband kunde urskiljas, dras slutsatsen att låneinstituten inte gör någon distinktion mellan börsnoterade och onoterade vid beviljande av lån i nuläget. Om man gör antagandet att kreditgivaren har gjort en fundamentalanalys av riskkapitalbolagen vid kreditbeslut är utlåningen långsiktigt förankrad. Trovärdigheten kan utifrån resultaten av skuldsättningsgrad ses som hög hos båda studiegrupperna.



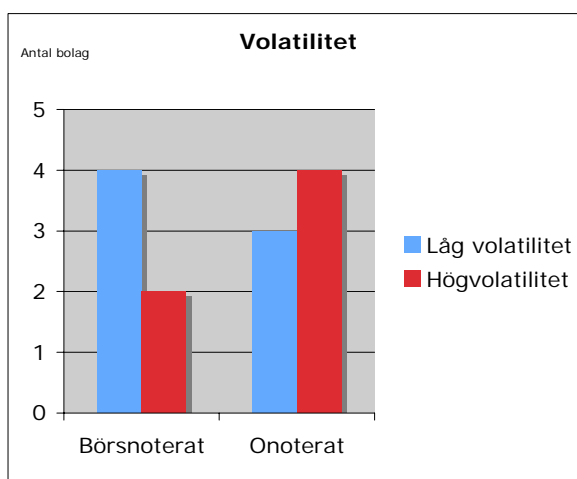
Figur 9

### 4.3.2 Volatiliteten

Volatiliteten är svår att analysera i riskkapitalbranschen eftersom de år avyttringar sker skiljer sig avkastningen markant från de år då ingen avkastning sker. Det finns dock ett svagt samband mellan att vara börsnoterad och ha en lägre volatilitet. Bakomliggande faktorer kan vara börsbolagens förmodade riskaverta och ansvarstagande hållning som publika bolag. Resultatet är förvånande, då aktier dagligen värderade på börsen fluktuerar mer än privata bolags aktier. Om man utgår från att skuldsättningen är en risk om sämre tider väntar Sveriges ekonomi kan man se att de är mycket få bolag med låg volatilitet men hög skuldsättningsgrad. Inget samband kan dock påvisas mellan skuldsättningsgraden och volatiliteten i branschen.



Figur 10



Figur 11

### 4.4 Portföljdiversifieringen

Ett av de största problemen i undersökningen av riskkapitalet i Sverige var genomlysningen i bolagens redovisning. Detta gällde specifikt de onoterade bolagen. Endast ett av de onoterade bolagen redovisade sina innehav fullgott i koncernen (Proventus), jämfört med fem av de sex börsnoterade bolagen var fullt genomlysta i värdena på deras innehav. Det var inte svart eller vitt utan det fanns förtydligande uppgifter i exempelvis Siem Capitals redovisning. Siem Kapital faller utanför urvalsgruppen men har så pass god redovisning i bolaget att lönsamhet samt skuldsättning går att utläsa. Det är dock av vikt för studien att visa på komplexiteten hos många bolag i branschen. Vinovo börsintroducerades 2007 vilket kan förklara varför 2006 års

redovisning var bristfällig i sitt redovisande av värdet på innehaven. Men skälet till detta resultat ligger rent praktiskt i VCLP fonderna skyddade natur. När koncentrationsgraden studiegrupperna emellan skulle jämföras gav det inte ett generaliserbart resultat då endast ett onoterat bolag kunde delta. Av detta skäl redovisas inte resultatet i studien när den inte tillför någon nämnbar information.

Informationsbristen i sig ger istället upphov till andra slutledningar. Vad gäller diversifiering kan det dras paralleller mellan storleken på bolagets kapital och antalet branscher de är involverade i. En stor diversifiering är inte alltid bra i riskkapital. Fördelen med hög diversifiering är, i modern portföljteori, att företaget anses mer riskaverta av allmänheten, kan klara bransch specifika kriser och sänker den finansiella risken. Men rollen som rådgivare mellan investerare och marknad sätter vissa restriktioner i diversifieringen. Bolaget kan tappa kontrollen över situationer om de inte har tid eller tillräcklig kompetens inom en specifik bransch. Man kan säga att ju högre diversifiering desto mer späds kvaliteten på råd ut både till portföljbolag och investerare. Ett konkret exempel som styrker ett sådant antagande är att Segulah säger nej till stora investeringsmöjligheter om 2500 mSEK för att inte spåda ut råden och därmed försämra avkastningen (Di 071025).

#### **4.5 Mediabevakning och intervju**

Som tidigare visats har de onoterade riskkapitalbolagen inga större problem med att anskaffa kapital. I branschen är trovärdigheten av största vikt. Detta kan vara ett skäl att Segulah tackar nej till kapital. Det är också intressant att de går ut i media och meddelar detta. Under studiens gång har information varit svår att tillgå. Men det skrivs mycket om riskkapital i ekonomiska tidskrifter som är riktade till allmänheten.

Tanken som börserna bygger på är just att hela samhället ska vara delaktiga i finansieringen av bolagen som den består av (Gradwall, 2004). Vad gäller börsnoterade skäl till att vara med i den allmänna debatten kan förklaras med att de har ett intresse av att allmänheten investerar i dem.

Nyckelpersoner bland de onoterade bolagen framträder regelbundet i ekonomipressen. Investeringsbeteende som bygger på att investeringsviljan ökar med kännedom kan möjligtvis förklara varför företrädare för onoterade bolag yttrar sig medialt. Landström säger att trovärdighet är en viktig egenskap för fonder av VCLP struktur. Uttalanden i ekonomisk press kan tolkas som aktioner avsedda för att höja bolagens trovärdighet.

För att få ytterligare klarhet i de bakomliggande faktorerna till att många onoterade riskkapitalbolag är så delaktiga i den allmänna debatten planerades en intervju med Svenska Riskkapitalföreningens informationschef, Jan Segerfeldt. Intervjumall finns i bilaga 3. Intervjun utgick på grund av tidsbrist.

## 4.6 Slutsats

Avsaknaden i skillnader för de båda studiegrupperna visar att investeringsbeteenden som gäller i många andra branscher inte är applicerbara på riskkapitalbranschen. För att finna någon slags koppling till hur finansieringsmöjligheterna bedöms måste man i stället se till trovärdighet och rykte.

I Hubermans investeringsbeteende teori utgår man ifrån privatpersoners handlande vilket gäller ur en aspekt i branschen. Onoterade riskkapitalbolag kan utan större problem anskaffa kapital om de är välkända i sin sektor. Ett bra exempel är Segulahs nya fond, där man tackade nej till 25 miljarder. De hade satt fondens tak till 5 miljarder för att sedan låna två tredjedelar utöver det istället för att öka fondens storlek (Di 071025). Detta kan tyda på goda relationer med kreditgivarna.

Det är just kända som här är nyckelordet. VCLP fondernas fortlevnad baseras enbart på tidigare resultat. Detta verkar innefatta riskkapitalbolagets frontfigurers meriter i näringslivet. Segulah drivs av finansmannen Gabriel Urwitz. Han är välkänd i branschen och har varit verksam i andra riskkapital som Proventus tidigare. Man kan urskilja att det finns verksamma individer i branschen som skapar nätverk där karriärsbakgrund är den gemensamma nämnaren. Detta betyder att det är en relativt liten grupp som innehar en stor trovärdighet bland kreditorer och institutionella investerare. Ytterligare exempel på detta antagande är Öresunds satsning på en VCLP fond. I fonden har de rekryterat Jonas Wahlström som tidigare var verksam som VD för Custos AB och delaktig i bolagets försäljning 2006. Han är även välkänd från att gjort stora lönsamma omstruktureringar i fastighetsbranschen. Wahlström intåg kan bidra till att öka trovärdigheten i den kommande fonden då han varit delaktig i stora lönsamma omstruktureringar av bolag.

Likheterna mellan studiegruppernas nyckeltal trots skiljaktigheter i fondstruktur tyder på att de onoterade har goda utsikter ifråga om finansieringsmöjligheter. Detta verkar grunda sig i goda personliga egenskaper och relationer. Iögonfallande är storleken av gruppen spelare på riskkapitalmarknaden. Den utgörs endast av ett fåtal personer som besitter mycket kapital.

## **Källförteckning**

### **Litteraturförteckning**

- Denscombe, M. Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna; översättning: Per Larson, Lund: Studentlitteratur, 2000
- Körner S., Wahlgren L., Statistiska metoder; Andra upplagan, Lund: Studentlitteratur, 2005
- Ross S., Jaffe J., Westerfield R., Corporate finance; 7th ed., Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2005
- Palepu G., Healy P., Bernard V., Business analysis & valuation : using financial statements : text & cases; Mason, Ohio; Thomson/South-Western, 2004
- Grundwall B., Melin-Jakobsson A., Thorell P., Vägvisare till börsen, Malmö: Liber, 2004
- Nyman M., Riskkapital: private equity- och venture capital-investeringar, Stockholm: Norstedts juridik, 2002
- Landström, Handbook of research on venture capital, Cheltenham: Edward Elgar, 2007
- Laffont & Martimort, The theory of incentives.; Vol. 1, The principal-agent model, Princeton: University press, 2002
- Johannessen A., Tuft P., Översättning Johansson G., Introduktion till samhällsvetenskaplig metod; Malmö: Liber, 2003
- Butler K., Multinational finance; Cincinnati, Ohio: South-Western, 2004

### **Artiklar och rapporter**

- Nutek Rapport 2007:32: Riskkapitalbolagens aktiviteter och finansiering i tidiga skeden - Tredje kvartalet 2007
- Finans inspektionen rapport 2007:13, Hedgefonder och private equity: bankernas och försäkringsföretagens exponeringar; DNR: 07-571-101, 070610
- Huberman, Gur, "Familiarity Breeds Investment", Review of Financial Studies, Vol. 14 No. 3 (2001)



ITPS Rapport A2007:014; Förmånsrättsreformen; En utvärdering av reformens konsekvenser för små och medelstora företag, 2007

Dagens industri: "Striden om nästa finansiella bubbla" 050318

Dagens industri: "Segulah: Det är en bedrift" 071025

Svenska Dagbladet: "Öresund startar ny fond" 080109

Svenska Dagbladet: "Kreditaptiten kvar trots kreditoron" 071222

Svenska Dagbladet: "God jul – om du är bolagsköpare" 071222

### **Elektroniska källor**

[http://www.e24.se/samhallsekonomi/artikel\\_148189.e24](http://www.e24.se/samhallsekonomi/artikel_148189.e24)

[www.di.se](http://www.di.se)

[www.affarsdata.se](http://www.affarsdata.se)

[www.nutek.se](http://www.nutek.se)

Radioprogram "God morgon" i P1, SR 072012

## **Definitioner och bergrepp**

Buyout	Förvärv av en verksamhet från ett bolag, ägargrupp (Nyman 2002).
Management Buy-out (MBO)	När ett företags operativa ledning, oftast tillsammans med en extern finansiär, köper upp företaget från dess befintliga ägare (nyman 2002).
Portföljbolag	De bolag som finns i ett riskkapitalbolags "portfölj" eller innehav (Ross 2002).
Venture Capital	En tidsbegränsad investering i ett onoterat företag, med ett aktivt ägande. Begreppet innefattar riskkapital och syftar då vanligtvis till de tidigaste investeringsfaserna, sådd och start-up. (www.nutek.se)
Venture Capital Limited Partner	Fond som är tidsbegränsad och förvaltas med stort handlingsutrymme av ett Private Equity bolag (Landström 2007).
Corporate Venture/Captive funds	Riskkapitalverksamhet inom ett större, etablerat företag som investerar i nya tekniker närliggande företaget. Kapitalet som investeras kommer från företagets balansräkning och är således inte en traditionell riskkapitalfond (Landström 2007).
Leveraged Buy-Out (LBO)	Starkt lånefinansierad buy-out av bolag

## Bilaga 1a

Bolagsbenämning	Noterat	Medel Re	SD Re	Medel S/E
AB Segulah	Nej	0,187146196	0,139566958	0,441133763
AB Traction	Ja	0,159152061	0,087181729	0,153235653
ACAP Invest AB	Ja	0,153138318	0,094818841	1,553206468
Affärsstrategerna AB	Ja	0,026476297	0,302738778	0,402948488
Altor Equity Partners AB	Nej	1,265745288	0,190501712	4,340144418
Amymone AB	Nej	0,673242686	0,15668637	7,689676382
Brainheart Capital	Nej	0,329365234	0,191526433	2,46023544
Investment AB Öresund	Ja	0,235491985	0,079999799	0,058583647
Proventus AB	Nej	1,468295983	0,205237859	0,474942128
Ratos AB	Ja	0,251816873	0,040399998	0,968680089
Siem Capital AB	Nej	0,073633135	0,147812141	0,305174775
Vinovo AB	Ja	1,058979878	0,254134307	10,76578354
Volati AB	Nej	0,449131663	0,455044892	9,04438632
Medelvärden		0,487047354	0,180434601	2,973702394
Investor AB	Ja	0,13148201	0,045522559	0,592288018

## Bilaga 1b

Börsnoterade	Medel Re	SD Re	Medel S/E
AB Traction	0,159152061	0,087181729	0,153235653
ACAP Invest AB	0,153138318	0,094818841	1,553206468
Affärsstrategerna AB	0,026476297	0,302738778	0,402948488
Investment AB Öresund	0,235491985	0,079999799	0,058583647
Ratos AB	0,251816873	0,040399998	0,968680089
Volati AB	1,058979878	0,254134307	10,76578354
Medelvärden	0,314175902	0,143212242	2,317072981

## Bilaga 1c

Onoterade	Medel Re	SD Re	Medel S/E
AB Segulah	0,187146196	0,139566958	0,441133763
Altor Equity Partners AB	1,265745288	0,190501712	4,340144418
Amymone AB	0,673242686	0,15668637	7,689676382
Brainheart Capital	0,329365234	0,191526433	2,46023544
Proventus AB	1,468295983	0,205237859	0,474942128
Siem Capital AB	0,073633135	0,147812141	0,305174775
Vinovo AB	0,449131663	0,455044892	9,04438632
Medelvärden	0,635222884	0,212339481	3,536527604

## Bilaga 2

### Hypotesprövning

Börsnoterat (faktiskt)	Onoterat (faktiskt)	Beskrivning
5	4	Låg S/E
1	3	Hög S/E
Börsnoterat (förväntad)	Onoterat (förväntad)	Beskrivning
4,15	4,85	Låg S/E
2,77	3,23	Hög S/E
Formel	Beskrivning (resultat)	

$x^2 =$

$\frac{\text{Summa}(O-E)^2}{n}$

$\frac{\text{ger observerat}}{2}$

värde: 0,225274231

Med frihetsgraden 1: inget samband

Börsnoterat (faktiskt)	Onoterat (faktiskt)	Beskrivning
4	3	Låg volatilitet
2	4	Hög volatilitet
Börsnoterat (förväntad)	Onoterat (förväntad)	Beskrivning
3,23	3,8	Låg volatilitet
2,77	3,23	Hög volatilitet
Formel	Beskrivning (resultat)	

$x^2 =$

$\frac{\text{Summa}(O-E)^2}{n}$

$\frac{\text{ger observerat}}{2}$

värde: 0,386607618

Med frihetsgraden 1: ensjämnt samband på 5% signifikansnivå

Låg volatilitet (faktiskt)	Hög volatilitet (faktiskt)	Beskrivning
6	3	Låg S/E
1	3	Hög S/E
Låg volatilitet (förväntad)	Hög volatilitet (förväntad)	Beskrivning
4,84	4,15	Låg S/E
2,15	1,85	Hög S/E
Formel	Beskrivning (resultat)	

$x^2 =$

$\frac{\text{Summa}(O-E)^2}{n}$

$/2$

ger observerat

värde:

med

frihetsgraden

1: Inget

samband

0,165123044

## Bilaga 3

### Intervjumall

1. Vilka fördelar och nackdelar anser ni att bolag med buy-out verksamhet har med att vara noterade på börsen respektive onoterade? (fondstrukturella skillnader behövs inte förklaras närmare men möjligtvis er syn på dess inverkan).
2. a. Vilket intresse har allmänheten att ta del av information om onoterade Buy-out bolag? i media respektive genomlysningen i årsredovisningar?  
b. Frågan kan ställas ur ett annat perspektiv: har onoterade Buy-out bolag något intresse av att synas i media och samt bruka god genomlysning i årsredovisningar?