



JOACIM TÅG

Utköpsbolagens roll i näringslivet

Under de senaste 20 åren har riskkapital i form av utköpsinvesteringar blivit en viktig del av det svenska näringslivet. Den internationella forskningen tyder på att utköpsbolagen skapar värde genom aktiv ägarstyrning, kapitalinjektioner och operationell professionalisering. Insatserna leder till reala produktivitetökningar när resurser omfördelas internt inom företaget. Omfördelningen påverkar tillväxttakten i antalet anställda och löner olika beroende på vilket land som studeras. Det finns inga belägg för att långsiktiga investeringar minskas eller att uppköp skulle ske enbart på grund av skattefördelar.

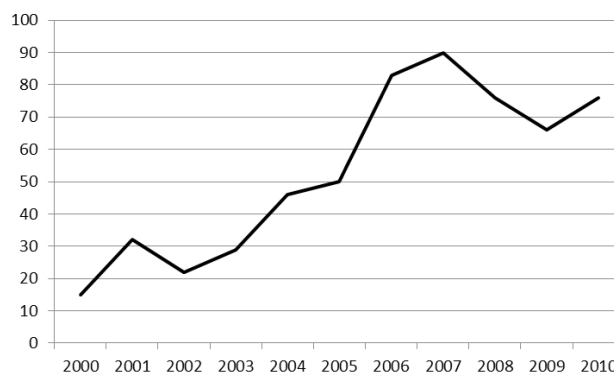
Sverige har en aktiv utköpsmarknad

Allt fler svenska bolag har under de senaste decennierna fått nya ägare genom att de förvärvats av utköpsbolag. De tre utköpsbolag som gjort flest investeringar mellan 2000 och 2010 är Segulah, Accent Equity Partners och Litorina Kapital. Mäter man enligt sammanlagt uppköpsvärde är de tre största aktörerna Investor, EQT Partners och Nordic Capital (se Tabell 1).

Den grundläggande affärsmodellen för utköpsbolagen är att genom belåning och med hjälp av finansiella medel från institutionella investerare köpa upp och omstrukturera etablerade företag. Detta görs genom att man skapar en utköpsfond med en förutbestämd livslängd. Målet är att under en tidsperiod på 8–12 år köpa, förvalta och avyttra ett antal företag. Företagsköpen görs med upp till 90 procent upplånat kapital från banker och privata investerare. När företagen avyttrats återbetalas de investerade medlen och eventuell avkastning till investerarna. Utköpsbolagen tjänar pengar genom att ta ut ett arvode på 20 procent av all avkastning utöver en utlovad avkastning till investerarna på ca 8 procent. Därtill tar man ut en förvaltningsavgift på 1–2 procent av investerat kapital.

Ur ett europeiskt perspektiv har Sverige en aktiv utköpsmarknad. Enligt Svenska Riskkapitalföreningen uppgick investeringarna 2008 i Sverige till nästan 0,7 procent av BNP, vilket placerar Sverige på en andraplats i Europa (mätt på detta sätt). Endast Storbritannien slår Sverige med knapp marginal, med investeringar på 0,74 procent av BNP. Som Figur 1 visar har antalet investeringar i Sverige vuxit under 2000-talet. Svenska Riskkapitalföreningen uppskattar att de riskkapitalägda bolagen 2008 hade 167 000 anställda i Sverige.

Figur 1: Antal uppköp gjorda av utköpsbolag i Sverige under 2000-talet.



Källa: Capital IQ.

Aktiva investerare som skapar värde

Den klassiska förklaringen till hur utköpsbolagen skapar värde framfördes av Michael Jensen på 1980-talet och bygger på tanken att utköpsbolagen genom aktivt majoritetsägande minimerar konflikter mellan ägarna och ledningen (Jensen 1986 och 1989). Tre komponenter är centrala i detta synsätt: majoritetsägande, delägande för ledningen och en hög belåning. Majoritetsägandet gör att ägarna har starka incitament att kontrollera att ledningen gör ett bra jobb, delägandet gör att ledningen och ägarna försöker uppnå liknande mål och belåningen sätter press på kassaflöden.

När de första utköpsbolagen bildades på 1980-talet i USA visade det sig vara lukrativt att enbart öka belåningen, byta ut ledningen och dra ner på kostnaderna i verksamheten. Holmström och Kaplan (2001) menar att två orsaker låg bakom detta. För det första fanns det många bolag med mycket spritt ägande vilket resulterade i att företagsledningen inte övervakades och därigenom kunde komma undan med att sköta bolaget till sin egen fördel istället för till ägarnas. Detta ledde till att flera bolag inte hängde med när avregleringar och förbättrad kommunikationsteknik gjorde att vissa typer av företag kunde drivas till lägre kostnader än tidigare. Dessutom ledde avregleringar av kapitalmarknader och en ekonomisk uppgång till att det blev allt lättare för både företag och individer att låna pengar för att kunna köpa upp ineffektiva företag.

Över tid etablerades allt fler utköpsbolag och affärsmodellen spred sig från USA ut över världen och kom även till Sverige. Allt eftersom fler utköpsbolag uppkom ökade även konkurrensen mellan dem om att köpa upp ineffektiva bolag. Detta ledde till att bolagen sökte nya sätt att skapa värde. I dag kombinerar de flesta utköpsbolag aktiv ägarstyrning med operationellt värdeskapande i portföljbolagen. Dels bidrar man med kapitalinjektioner till nya investeringar, dels bidrar man med nätverk och kunskaper om hur man effektivt sköter ett företag.

Detta teoretiska synsätt på utköpsbolagens roll har stöd i den empiriska forskningen. Boucly m.fl. (2009) har visat att utköpsbolagen fyller en viktig roll i Frankrike genom att bidra med kapital till tillväxtbolag. Bloom m.fl. (2009) påvisar att företag ägda av utköpsbolag är mer professionellt skötta än statsägda, familjeägda eller privatägda företag. Medan det bland de sistnämnda tenderar att finnas både professionellt och icke-

professionellt skötta bolag, så finns det få icke-professionellt skötta företag ägda av utköpsbolag. Utköpsbolagen utmärker sig främst genom en effektiv personalpolitik och genom att de är bra på att följa upp, förbättra och effektivisera den operationella delen av verksamheten. Detta kan delvis bero på selektion, det vill säga att utköpsbolagen köper väl skötta företag, men det kan även bero på att man genom uppköpet för in generella kunskaper om hur ett företag bör skötas. En indikation på detta, enligt Bloom m.fl. (2009), är att utköpsbolagen tenderar att köpa företag som är icke-professionellt skötta och förbättra dem i snabbare takt än andra slags av ägare.

En fundamental fråga är varför de företag som köps upp inte själva klarar av att förbättra ägarstyrningen, öka belåningen samt förbättra personalpolitiken och den operationella delen av verksamheten. Pehr-Johan Norbäck, Lars Persson och jag lyfter i en teoretisk studie fram en möjlig förklaring (Norbäck m.fl. 2010a). Grundtanken är att utköpsbolagen är temporära ägare av tillgångar eftersom utköpsfonden skall stängas och de finansiella medlen återbördas till investerarna. Utköpsbolagen siktar därigenom redan från början på att sälja företaget som köps upp. Man beaktar därför två aspekter som mer långsiktiga ägare inte sätter lika stor vikt vid: att lönsamhetsförbättringar drar till sig fler potentiella köpare och att dessa köpare är villiga att betala både för målbolaget och för att hålla det borta från konkurrenterna. Detta gör att ägarna har starkare incitament att driva igenom förändringar i de företag som köps upp.

Tabell 1: Topp-5 utköpsbolag som investerat i svenska bolag under 2000-talet.

Enligt antal transaktioner
1. Segulah
2. Accent Equity Partners
3. Litorina Kapital
4. Nordic Capital
5. CapMan
Enligt sammanlagt transaktionsvärde
1. Investor
2. EQT
3. Nordic Capital
4. Cinven Limited
5. Morgan Stanley Private Equity

Källa: Capital IQ.

Produktivitetsoökningar går att mäta

Om värdeskapande sker bör detta kunna mätas i empiriska studier av produktivitet. Lichtenberg och Siegel (1990) har studerat den totala faktorproduktiviteten på anläggningsnivå i USA för företag som blivit uppköpta och finner att uppköp mellan 1981 och 1986 ledde till en medianökning i produktivitet motsvarande nästan sex procentenheter i medeltal de första tre åren efter uppköpet jämfört med anläggningar som inte blivit uppköpta. Davis m.fl. (2009) upprepade studien och utökade antalet år så att de omfattade uppköp mellan 1980 och 2005. De fann produktivitetsoökningar motsvarande två procentenheter i medeltal över två år efter uppköpet. Arbetsproduktiviteten var i genomsnitt runt fem procentenheter högre. Två tredjedelar kunde härledas till produktionsförbättringar i gamla anläggningar medan en tredjedel förklarades med produktivitetsoförbättringar som resultat av att nya anläggningar hade startats. Författarna argumenterar att det som driver produktivitetsoökningarna är en omfördelning av resurser till mer produktiva anläggningar. Studier från Storbritannien har funnit liknande resultat (Amess 2003; Harris m.fl. 2005); men vi saknar fortfarande empiriska studier om produktivitetsoförändringar efter uppköp i Sverige.

Även om utköpsbolagen skapar värde utesluter det inte att de även förhandlar till sig värde från andra intressenter. Detta värde skulle kunna tas från speciellt tre grupper: anställda, framtida ägare av bolaget och skattebetalarna.

Hur påverkas anställda?

Ett flertal studier över uppköp på 1980-talet i USA visade tillväxttakten i antalet anställda i företagen minskade jämfört med liknande bolag som inte blev uppköpta (Kaplan 1989; Lichtenberg och Siegel 1990; Muscarella och Vetsuypens 1990). Lönerna verkade dock inte sjunka: Lichtenberg och Siegel (1990) visar på en treårig relativ ökning i industrianställdas löner. Detta förklaras med att produktivitetsoökningar i företaget efter uppköpet delas med de anställda genom högre löner. Dessa effekter verkar ha hållit i sig över tid. Davis m.fl. (2008) studerar uppköp mellan 1980 och 2005 och visar att tillväxttakten i antalet anställda på arbetsställen som köps upp minskas, men på företagsnivå kompenseras denna minskning delvis med att nya mer produktiva arbetsställen etableras. I en uppföljningsstudie visar Davis m.fl. (2009) att uppköpen också korrelerar

med löneökningar för anställda.

I Storbritannien är effekterna på företagsnivå liknande, dvs. en svag minskning i tillväxttakten i antalet anställda (Wright m.fl. 1992; Amess och Wright 2007). Medan arbetsmarknaderna i USA och Storbritannien liknar varandra, så skiljer de sig markant från de mer reglerade arbetsmarknaderna i Frankrike och Sverige. Som redan nämnts finner Boucly m.fl. (2009) att utköpsbolagen bidrar med kapital till tillväxtbolag, men de finner även att tillväxttakten i antalet anställda ökar efter ett uppköp jämfört med liknande företag i Frankrike som inte blir uppköpta. En slutsats som är lätt att dra är att effekterna på tillväxttakten i antalet anställda i Sverige borde likna de i Frankrike mer än de i USA och Storbritannien.

Så verkar dock inte vara fallet. Martin Olsson och jag arbetar för närvarande på en studie av hur 67 000 anställda påverkades av investeringar gjorda i Sverige mellan 1998 och 2005. Data som vi har tillgång till på IFN ger oss stora möjligheter att studera förändringar i den interna strukturen på företagen efter uppköp. Detta gör att vi kan föra litteraturen framåt genom att studera hur förändringar sker, till exempel om det sker genom nyanställningar, uppsägningar eller genom intern omfördelning av anställda.

Vi räknar med att slutgiltiga resultat från studien är klara i slutet av 2011, men preliminära resultat visar på att effekterna i Sverige är mer lik de i USA än de i Frankrike: uppköpen leder till en minskning i tillväxttakten i antalet anställda på existerande arbetsställen men detta kompenseras delvis med att nya arbetsställen skapas. Dock uppkommer minskningen i tillväxttakten i antalet anställda på existerande arbetsställen främst från minskade nyanställningar, inte från ökade uppsägningar. Detta stämmer väl med att vi inte finner en ökning i arbetslöshetsrisken bland de anställda. Det finns även små positiva effekter på medellönen för de som påverkats av uppköpet. Resultaten på företagsnivå är konsistenta med Bergströms m.fl. (2007) studie av uppköp i Sverige, vilken finner att antalet anställda på företagsnivå är oförändrat.

Är kortsiktighet ett problem i bolag ägda av utköpsbolag?

Utköpsbolagen har kritiserats för kortsiktighet vilket i praktiken skulle betyda att de genererar avkastning på de framtida ägarnas bekostnad. Motargumentet är dock att om så vore fallet skulle det vara svårt att förklara varför de som köper

företaget när utköpsbolaget säljer det inte skulle bry sig om att man offrat den långsiktiga lönsamheten. Det senare resonemanget har visst empiriskt stöd. Lerner m.fl. (2011) har studerat hur långsiktigheten i form av patenteringsintensitet påverkats efter 495 uppköp som gjorts mellan 1983 och 2005 i USA. De visar att uppköp tenderar att leda till att fler viktiga innovationer patenterades (mätt med citeringar av patent) och att patentportföljen blev mer koncentrerad i den patentklass som företaget historiskt sett fokuserat på. Uppköp har traditionellt sett inte heller gjorts i industrier som är forsknings- och utvecklingsintensiva (Lichtenberg och Siegel 1990; Hall 1990), då den höga belåningen gör att man eftersträvar investeringar i bolag med låg operationell risk. Dessa empiriska belägg är alltså förenliga med hypotesen att uppköp inte leder till att företag drar ner på de långsiktiga investeringarna, men även på denna front saknas studier av uppköp i Sverige.

Sker uppköp på grund av skattefördelar?

Slutligen kan man tänka sig att utköpsbolagen skapar avkastning på skattebetalarnas kostnad genom effektiv skatteplanering, ränteavdrag som följd av hög belåning, och genom att fonderna placeras i skatteparadis. Kaplan (1989b) har, genom att studera uppköp på 1980-talet i USA, visat att skattefördelar kunde förklara en del av uppköpspriset, men det är svårt att säga om detta gäller enbart uppköp gjorda av utköpsbolag. Jenkinson och Stucke (2011) upprepar studien för utköpsinvesteringar mellan 2003 och 2008 och finner liknande resultat. De lyfter även fram att eftersom de skattefördelar som hög belåning för med sig återspeglas i uppköpspriserna, så är det svårt för utköpsbolagen att generera avkastning åt investerarna genom skatteavdrag. Det är istället ägarna till de som säljer företagen till utköpsbolagen som tjänar på skatteavdragen.

I den skattediskussion som förts i Sverige är det viktigt att skilja på två aspekter. Den första är hur delägarna i utköpsbolagen skall beskattas. En del av dessas inkomster kommer från deläggande i fonden, en del från den fasta avgiften de tar ut och en del från den resultatbaserade avgiften på 20 procent av avkastningen utöver den utlovade avkastningen. Det är oklart vilka inkomster som skall beskattas som inkomst av kapital och vilka som skall beskattas som inkomst av tjänst, en fråga som för närvarande utreds av Skatteverket.

Den andra viktiga aspekten är huruvida utköpsbolagen genom den höga belåningen och så kallade räntesnurror kan få fördelar

gentemot andra köpare av tillgångar. Räntesnurrorna innebär att internationella företag ger internlån till företagen i Sverige och därigenom får dra av räntorna på dessa lån i företagsbeskattningen vilket ofta leder till nolltaxering i de svenska bolagen. Ränteinkomsterna i de internationella företagen beskattas inte heller om de ligger i skatteparadis. Om utköpsbolagen får stora skattemässiga fördelar gentemot andra köpare kan eventuellt skattesystemet leda till att utköpsbolag kan köpa företag trots att industriella köpare skulle vara mer effektiva ägare.

I teoretisk forskning som Pehr-Johan Norbäck, Lars Persson och jag har gjort på IFN visar vi dock att detta inte är ett stort problem eftersom utköpsbolag ofta tvingas konkurrera med industriella köpare om att få köpa företag (Norbäck m.fl. 2010b). Internationella industriella köpare har också möjlighet att använda sig av räntesnurror och öka belåningen, så effektiviteten på marknaden för företagsköp påverkas antagligen inte av att utköpsbolagen använder sig av dessa medel för att minska skattebetalningar i Sverige. Detta lyfter fram att om man vill motverka nollbeskattning i svenska bolag ägda av internationella utköpsbolag är det viktigt att man inför regeländringar som påverkar alla köpare av bolag lika (både industriella köpare och utköpsbolag) för att inte snedvrider effektiviteten på marknaden för företagsuppköp.

Katalysatorer för förändring

Sammanfattningsvis tyder forskningen på att utköpsbolagen spelar en viktig roll i näringslivets utveckling. Det finns empiriska belägg från Storbritannien och USA på att produktiviteten ökar efter uppköpet genom omfördelning av resurser i företagen. Omfördelningen av resurserna kan påverka tillväxttakten i antalet anställda både positivt och negativt beroende på i vilket land uppköpet gjorts. Internationell forskning visar även att företag ägda av utköpsbolag tenderar att vara professionellt skötta och snabbare än andra ägare på att effektivisera portföljbolagen. Detta kan tolkas som att utköpsbolagen fungerar som katalysatorer genom att de driver igenom förändringar snabbare än vad andra typer av ägare skulle ha gjort. Att vi sett en ökning i antalet investeringar av utköpsbolag i Sverige under det senaste decenniet förefaller därmed vara en positiv utveckling. Dock är det viktigt att understryka att det än så länge finns få studier som fokuserar på uppköp gjorda i Sverige. Det är något som vi på IFN strävar efter att åtgärda.

Referenser

- Amess, Kevin (2003), "The Effect of Management Buyouts on Firm-level Technical Efficiency: Evidence from a Panel of UK Machinery and Equipment Manufacturers". *Journal of Industrial Economics* 51(1), 35–44.
- Amess, Kevin och Mike Wright (2007), "The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK". *International Journal of the Economics of Business* 14(2), 179–195.
- Bergström, Clas, Mikael Grubb och Sara Jonsson (2007), "The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation". *Journal of Private Equity* 11(1), 22–39.
- Bloom, Nick, Rafaella Sadun och John van Reenen (2009), "Do Private Equity-owned Firms Have Better Management Practices?". I Anduradha Gurung och Josh Lerner, red., *The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009*, 25–43. Genève: World Economic Forum.
- Boucly, Quentin, David Sraer och David Thesmar (2009), "Job Creating LBOs". Tillgänglig [online]: <http://ssrn.com/abstract=1354087>.
- Davis, Steven, John Haltiwanger, Ron Jarmin, Josh Lerner och Javier Miranda (2008), "Private Equity and Employment". I Anduradha Gurung och Josh Lerner, red., *The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*, 43–64. Genève: World Economic Forum.
- Davis, Steven, John Haltiwanger, Ron Jarmin, Josh Lerner och Javier Miranda (2009), "Private Equity, Jobs and Productivity". I Anduradha Gurung och Josh Lerner, red., *The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009*, 25–43. Genève: World Economic Forum.
- Harris, Richard, Donald S. Siegel och Mike Wright (2005), "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant Level Evidence from the United Kingdom". *Review of Economics and Statistics* 87(1), 148–153.
- Holmström, Bengt och Steven Kaplan (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s". *Journal of Economic Perspectives* 15(2), 121–144.
- Jenkinson, Tim och Rüdiger Stucke (2011), "Who Benefits from the Leverage in LBOs?" Mimeo, Saïd Business School, University of Oxford.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review* 76(2), 323–329.
- Jensen, Michael C. (1989), "The Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review* 67 (September–October), 61–74.
- Kaplan, Steven N. (1989), "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value". *Journal of Financial Economics* 24(2), 217–254.
- Kaplan, Steven N. och Per Strömberg (2009), "Leveraged Buyouts and Private Equity". *Journal of Economic Perspectives* 23(1), 121–146.
- Lichtenberg, Frank och Donald S. Siegel (1990), "The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior". *Journal of Financial Economics* 27(1), 165–194.
- Lerner, Josh, Morten Sorensen och Per Strömberg (2011), "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation". *Journal of Finance* 66(2), 445–477.
- Muscarella, Chris J. och Michael R. Vetsuypens (1990), "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs". *Journal of Finance* 45(5), 1389–1413.
- Norbäck, Pehr-Johan, Lars Persson och Joacim Tåg (2010a), "Buying to Sell: A Theory of Buyouts". IFN Working Paper nr 817. Tillgänglig [online]: <http://ssrn.com/abstract=1532757>.
- Norbäck, Pehr-Johan, Lars Persson och Joacim Tåg (2010b), "Ownership and Tax Advantages: The Case of Private Equity Buyouts". IFN Working Paper nr 841. Tillgänglig [online]: <http://ssrn.com/abstract=1623772>.
- Strömberg, Per (2008), "The New Demography of Private Equity". I Anduradha Gurung och Josh Lerner, red., *The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*, 1–26. Genève: World Economic Forum.
- Tåg, Joacim (2010), "The Real Effects of Private Equity Buyouts". IFN Working Paper nr 851. Tillgänglig [online]: <http://ssrn.com/abstract=1674759>.