

En studie av eierstyringen i den norske private equity-bransjen

Aktivt eierskap og balansert målstyring

Daniel Slåtto

Veileder: Bjørn Svendsen

Utredning i spesialfagområdet: Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Utredningen har strukket seg over et kort og hektisk høstsemester ved NHH. Arbeid med å skaffe de riktige bidragsyterne, og samle inn data til den empiriske analysen, har vært tidkrevende, samtidig som det har vært utrolig lærerikt og interessant.

Utredningen omhandler sentrale tema innenfor private equity og eierstyring.

Problemstillingenes fokus er på aktiv eierstyring og balansert målstyring.

Som forfatter av utredningen håper jeg at den vekker interesse. Først og fremst vil det kunne være interessant for deltakende aktører å sammenlikne seg med andre aktører i utvalget, samtidig som andre i bransjen vil kunne få innsikt i de ulike forhold. Videre kan utredningen være av interesse for ledelse og ledere av bedrifter som har vært, er, eller planlegger å få kapitaltilførsel fra en private equity-aktør. I tillegg håper jeg spesielt at utredningen kan fange oppmerksomheten til forskere, og stimulere andre masterstudenter til å gjøre relaterte analyser innenfor utredningens tema.

Utredningens problemstilling og struktur har endret seg noe fra starten av. Disse endringene har vært naturlige for å tilpasse problemstilling til omfang, teoretisk relevans og behov og mulighet for empiriske bidrag. Ut fra disse faktorene ble det avgjort at utredningens optimale fremgangsmåte var i form av en studie, og det opprinnelige formålet om å gjøre en mer konkret hypotesetesting og sammenlikning på kryss av forskjellige typer eierskap ble nedprioritert.

Utredningens styrke antas primært å ligge i innsamlingen av empiriske data. Det er gjennomført personlige intervju med en betydelig andel av aktørene i bransjen, og respondentene har vist seg å være meget informasjonsrike. Samtidig ville det være nødvendig med et større utvalg, og mer konkrete hypotesetestinger for å kunne uttale seg mer generelt om bransjen.

Jeg ønsker å rette en stor takk til samtlige private equity-aktører som har bidratt i denne utredningen. De ulike respondentene har tatt seg tid i en hektisk hverdag, og levert solide bidrag. Det har vært veldig spennende å få tilgang til den informasjon som har kommet frem i intervjuene.

Jeg ønsker også å takke min veileder Bjørn Svendsen for gode og erfarne råd underveis i prosessen.

En siste takk rettes til sosiolog Torhild Slåtto, for alle hennes konstruktive tips og innspill, som er blitt satt stor pris på.

Bergen, 19.12.2008

Daniel Slåtto

Sammendrag

Utredningens problemstilling fokuserer på å avdekke hvor aktivt det aktive eierskapet virkelig er, og hvor balansert den balanserte målstyringen fremstår, i den norske private equity-bransjen.

Basert på en hypotese med utgangspunkt i det teoretiske rammeverket, er det utført en kvalitativ innsamling av data, hvor et utvalg av private equity-aktører i Norge deltar. I den empiriske analysen forsøkes det å avdekke indikasjoner og finne fellestrekk for dette utvalget.

På bakgrunn av den empiriske analysen finner utredningen at det aktive eierskapet i høy grad er aktivt, hvor aktørene påvirker ledelsen i en positiv forstand. Det finnes imidlertid ikke støtte for at aktørene går aktivt inn for å påvirke den daglige driften av selskapene de kjøper opp, men at de som eiere setter en nødvendig grense mellom eierskap og direkte ledelse av porteføljebedriften. Videre finner en at den balanserte målstyringen er balansert, og bedriftene styres i henhold til helhetlige styringsprinsipper. Den balanserte målstyringen fremstår likevel som noe svakere sammenliknet med en rendyrket teoretisk utgave. Utredningen finner også en klar støtte for at rapporteringen som kreves, generer betydelig mer informasjon enn ved konvensjonell regnskapsføring.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	2
Sammendrag	4
Innholdsfortegnelse	5
Figurliste.....	8
Tabelliste	8
DEL I: INTRODUKSJON	9
1. Aktiv eierstyring og private equity	10
1.1 Innledning.....	10
1.2 Begrunnelse for valg av tema	10
1.3 Problemstilling.....	10
1.4 Formål.....	11
1.5 Metode	12
1.6 Utredningens struktur og disposisjon.....	12
DEL II: VALG AV METODE	14
2. Metode.....	15
2.1 Studieobjekter	15
2.2 Valg av forskningsdesign	15
2.2.1 Metodetilnærming.....	16
2.3 Kvalitativ datainnsamling.....	17
2.3.1 Kvalitativ innholdsanalyse av dokumenter	17
2.3.2 Kvalitativ innsamling av data gjennom det åpne individuelle intervjuet	18
2.3.3 Utvalg av respondenter.....	19
2.4 Reliabilitet og validitet.....	20
DEL II: INTRODUKSJON TIL PRIVATE EQUITY	21
3. Private equity	22
3.1 Norsk Venture.....	22
3.2. Begrepsavklaring - private equity	23
3.2.1 Begrepsavklaring – aktivt eierskap og aktiv eierstyring	24
3.3 Private equity.....	24
3.1 Fond og finansiering	26
3.2 Organisering av private equity-fond.....	27
3.3 Aktive eierfond i Norge.....	27
3.4 Investorene.....	31
3.5 Private Equity-prosessen	33
3.5.1 Forskjellige typer oppkjøp.....	35
3.5.2 Exit og tidsperspektiv	36
3.6 Aktivt eierskap og porteføljebedrifters prestasjon.....	37
3.7. Samfunnsøkonomiske effekter av investeringer gjennom aktive eierfond.....	37
DEL IV: TEORETISK RAMMEVERK	39
4. Aktiv eierstyring	40

4.1 Organisering og tilrettelegging av eierskap	40
4.2 Viktigste styringsorgan og dets oppgave	40
4.3 Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften	41
4.4 Styrets sammensetning og rollefordeling.....	41
4.5 PE-representantenes rolle i styret	44
4.6 PE-aktørens generelle rolle.....	45
4.7 Rådgivning vs overvåkning	45
4.8 Endring av ledelse.....	47
4.9 Langsiktighet i investeringen	49
4.10 Grad av involvering i daglig drift.....	49
4.11 Teoretisk utgangspunkt - forventninger til virkeligheten	50
4.11.1 Teoretisk sammendrag og utgangspunkt - aktiv eierstyring.....	50
4.11.2 Forventning til virkelighet - hypotese	51
5. Balansert målstyring.....	52
5.1 Introduksjon til teori om balansert målstyring	52
5.2 Fra fragmentert til helhetlig styring.....	53
5.3 Prinsippene i helhetlig virksomhetsstyring.....	55
5.4 Balansert målstyring – et helhetlig styringssystem	56
5.5 Det balanserte målkortet	58
5.5.1 Effekter av balansert målstyring	61
5.6 Strategiske kart.....	61
5.7 Finansielle prestasjonsmål.....	63
5.8 Typiske effekter – private equity	64
5.8.1 Strategiske tiltak og relaterte effekter - buyout	64
5.8.2 Nytt strategisk fokus	65
5.9 Teoretisk utgangspunkt - forventninger til virkeligheten.....	65
5.9.1 Teoretisk sammendrag og utgangspunkt – balansert målstyring.....	66
5.9.2 Forventning til virkelighet - hypotese	68
DEL V: EMPIRISK ANALYSE	69
8. Oppbygging – empirisk analyse.....	70
8.1 Formål.....	70
8.2 Struktur og oppdeling i case	70
8.3 Oppsummering – den empiriske analysens fremgangsmåte	71
9. Det empiriske utvalget	72
9.1 Buyout/Expansion segmentet i Norge.....	72
9.2 Utvalget i utredningen.....	73
9.3 Justeringer	73
10. Den empiriske analysen	74
10.1 Fremgangsmåte i konkludering og presentasjon av funn	74
10.2 Aktiv eierstyring.....	76
10.2.1 Organisering og tilrettelegging av eierskap	76
10.2.2 Styret - viktigste styringsorgan.....	77
10.2.3 Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften.....	78
10.2.4 Styrets sammensetning og rollefordeling	79

10.2.5 PE-representantenes rolle i styret	80
10.2.6 PE aktørens generelle rolle	82
10.2.7 Rådgivning vs overvåkning.....	83
10.2.8 Langsiktighet i investeringen og exit-strategi	84
10.2.9 Endring av ledelse	85
10.2.10 Grad av involvering i drift.....	86
10.3 BALANSERT MÅLSTYRING	87
10.3.1 Den typiske eierstyringen og fokus i eierstyringen	87
10.3.2 Rapportering og strategisk fokus	88
10.3.3 Proaktivitet og identifikasjon av langsiktige lønnsomhetsdrivere	92
10.3.4 Målsetting, utvikling og bestemmelse av strategi	93
10.3.5 Ansvar for måloppnåelse og evaluering.....	96
10.3.6 Kommunisering av strategi og implementering.....	97
10.4 Hovedcase - verifisering	97
10.5 Tabell – oppsummering av de empiriske funn	98
10.5.1 Fremgangsmåte	98
10.5.2 Kriterier for vurdering	98
10.5.4 Oppsummeringstabellen.....	100
DEL VI: AVSLUTNING	103
11. Konklusjoner	104
11.1 Aktiv eierstyring.....	104
11.1.1 Sammendrag empiriske funn	104
11.1.2 Avvik fra teori.....	105
11.1.3 Konklusjon.....	109
11.2 Balansert målstyring	109
11.2.1 Sammendrag empiriske funn	109
11.2.2 Avvik fra teori.....	112
11.2.3 Konklusjon.....	116
11.3 Forslag til videre forskning	118
LITTERATURLISTE.....	119
APPENDIKS 1 – Spørreskjema	124
APPENDIKS 2 – Begrep og forklaringer	127
APPENDIKS 3 – Innsamlet data	128

Figurliste

Figur 1: Finansieringskilder for en bedrift	25
Figur 2: Investeringer i PE-fond.....	26
Figur 3: VC og PE investeringer som andel av BNP per capita	28
Figur 4: Antall investeringer i nye bedrifter i 2007 - fordelt etter fasesegment	30
Figur 5: Bransjefordeling blant aktive eierfonds porteføljeselskap	30
Figur 6: De ulike investorkildene til aktive eierfond i Norge	31
Figur 7: Kapital under forvaltning - fordelt etter fase	32
Figur 8: Fra fragmentert til helhetlig styring	54
Figur 9: Balansert målesystem	57
Figur 10: De fire perspektiv	59
Figur 11: Strategiske kart	62

Tabelliste

Tabell 1: Fire designstrategier for casestudier	16
Tabell 2: Statistikk og aktiviteter i de ulike investeringsfasene	29
Tabell 3: PE-aktører som operer i Norge.....	72
Tabell 4: Aktiv eierstyring.....	101
Tabell 5: Balansert målstyring.....	102

DEL I: INTRODUKSJON

1. Aktiv eierstyring og private equity

I dette kapitlet vil bakgrunn for utredningen og konkretisering av problemstillingen presenteres. I tillegg forklares det hvilken metode som er anvendt og hensikten med studien. Avslutningsvis gis det en disposisjon for utredningen.

1.1 Innledning

Den norske private equity-bransjen er ung og umoden, men har opplevd sterk vekst de senere årene. Private equity-aktører gjør risikokapitalinvesteringer i modne ikke-børsnoterte selskap og involver seg direkte i bedriftens utvikling, og står slik ovenfor en rekke utfordringer som eiere. Først og fremst stilles det høye krav til avkastning. For å oppnå den høye avkastningen må oppkjøpte bedrifter stimuleres til en kraftig, men samtidig sunn vekst i løpet av en normalt sett femårs-periode. Dagens bedrifter opplever stadig tøffere konkurranse, og kampen om varige konkurransefortrinn kan være veldig hard. I så måte er det essensielt for private equity-aktører å etablere og utføre god eierstyring, og sikre måloppnåelse gjennom en balansert målstyring.

1.2 Begrunnelse for valg av tema

I motsetning til passivt eierskap, tilfeller hvor en person eller aktør vanligvis kjøper en lav egenkapitalandel og ikke involver seg i bedriftens utvikling, er aktivt eierskap et område det er forsket mindre på. Teorien er til dels uklar og sier heller ikke mye om norske forhold. Med bakgrunn i dette, og et ønske om å bidra med ny innsikt på området, falt det naturlig å velge å skrive om eierstyring innen private equity.

I tillegg har jeg selv en personlig og stor interesse for feltet private equity, og oppkjøp av modne bedrifter, hvor investorene iverksetter betydelige endringer for å effektivisere og ekspandere virksomheter.

1.3 Problemstilling

Utredningen omhandler eierstyring innenfor private equity, og har et todelt fokus. Det fokuseres på hvor aktiv den aktive eierstyringen til norske private equity-aktører virkelig er, og i hvilken grad aktørene går inn for å påvirke ledelsen og den daglige driften av bedriftene i sine investeringsporteføljer. Videre fokuseres det også på å finne ut hvor vidt porteføljebedriftene

følger prinsipper for helhetlig virksomhetsstyring, og i så måte hvor balansert den balanserte målstyringen er. Underordnet vil det søkes svar på om den rapporteringen som genereres fra porteføljeselskapene til private equity-aktørene går utover hva som normalt sett genereres gjennom tradisjonell års- og/eller kvartalsrapportering.

For å finne svar på disse tema, vil det med utgangspunkt i relevant teori på området gjøres en kvalitativ empirisk analyse av data samlet fra et utvalg av norske private equity-aktører. En vil deretter søke å bekrefte, avkrefte, eller gi nyanser, i forhold til en teoretisk hypotese.

Utredningen har dermed to følgende problemstillinger, og underordnede spørsmål.

- Hvor aktiv er den aktive eierstyringen?

Hvor aktivt går aktørene i den norske private equity-bransjen inn for å påvirke ledelsen og den daglige driften i de bedriftene de kjøper opp eller investerer i?

- Hvor balansert er den balanserte målstyringen?

Krever aktørene i den norske private equity-bransjen mer informasjon enn det som normalt genereres gjennom konvensjonell regnskapsføring/årsrapportering?

Det gjøres oppmerksom på at utredningen skiller mellom *drift* og *daglig drift*. En aktiv eierstyring vil påvirke driften av virksomheten gjennom tilrettelegging for utvikling, mens selve utføring og de daglige gjøremålene anses i utgangspunktet som lederens ansvar.

1.4 Formål

Utredningens fokus rettes mot den norske private equity-bransjens eierstyring av porteføljebedrifter. Omfanget i utredningen gir ikke rom for å analysere hele bransjen, og et utvalg av aktører er derfor valgt ut.

Utredningen har følgende hovedformål:

Analysere og beskrive den aktive eierstyringen og grad av balansert målstyring i et utvalg av den norske private equity-bransjen. Avdekke indikasjoner og mønstre for utvalget, og på en slik måte finne enkelte fellestrekk, bringe en økt forståelse av aktivt eierskap og balansert målstyring i bransjen, og bidra til å gi grunnlag for mer formell testing i fremtiden.

1.5 Metode

Utredningens har et *eksplorativt eller utforskende casestudiedesign* (Johanessen 2006). Videre er det valgt å gjennomføre et *multi-case med flere analyseenheter* (Yin 2003). I henhold til de fire metodetilnærmingene (Jacobsen 2002), er det i hovedsak benyttet *personlige intervju*, og i en viss grad *kvalitative dokumentstudier*. En *induktiv* tilnærming er vektlagt, men det utforskende casestudiedesignet tillater også innslag av *deduksjon*. Videre er det valgt *distanse til forskningsobjektet* og en *individualistisk* tilnærming til problemstillingen.

1.6 Utredningens struktur og disposisjon

Denne utredningen består av seks ulike deler.

Del I: Introduksjon består av kapittel 1 Eierstyring innen private equity, og inneholder blant annet utredningens formål og problemstilling.

Del II: Valg av metode presenterer utredningens metode i forhold til casesdesign, tilnærming til problemstilling, datainnsamling og analyse, samt reliabilitet og validitet.

Del III: Introduksjon til private equity gjør rede for selve begrepet *private equity*, og det forklares både hvordan private equity-aktører opererer, og hvordan aktiviteten er i Norge.

Del IV: Teoretisk rammeverk består av kapittel 4 og 5. Disse kapitlene tar for seg henholdsvis teori angående aktiv eierstyring og balansert målstyring. Under hvert kapittel presenteres det avslutningsvis en hypotese for den empiriske analysen.

Del V: Empirisk analyse presenteres først utredningens empiriske utvalg i mer detalj. Deretter gjøres det rede for de ulike funn og indikasjoner som er funnet. Avslutningsvis introduseres en oppsummeringstabell, som viser de ulike funn for hver enkelt aktør.

Den empiriske analysen skiller til dels mellom et hoved- og sekundærcase. Hovedcaset består av et betydelig bidrag og intervju med en private equity-aktør, som i høy grad baserer sine svar mot en spesifikk porteføljebedrift. Svarene fra hovedcasets respondent er verifisert gjennom intervju med den spesifikke porteføljebedriftens administrerende direktør.

Sekundærcaset består av fem øvrige private equity-aktører. Bidragene er tilnærmet på linje med hovedcasets intervju med private equity-aktøren når det gjelder størrelse og omfang, men skiller seg ut ved at respondentene er instruert til å snakke generelt, og ikke om én spesifikk bedrift i deres investeringsportefølje.

Selve inndelingen, og bakgrunnen, forklares nærmere i kapittel 8 Oppbygging – empirisk analyse.

Del VI: Avslutning, er utredningens siste del, og her presenteres utredningens konklusjoner og forslag til videre forskning.

Bakerst i utredningen er det plassert et Appendiks. Her fremstilles en gjengivelse av intervjudata fra de ulike aktørene betydelig mer detaljert enn i den empiriske analysen. I tillegg finnes en forklaring av ulike begreper som er brukt i utredningen, samt intervjuguiden benyttet for innsamling av empiri.

DEL II: VALG AV METODE

2. Metode

A. Johannessen har følgende beskrivelse av samfunnsvitenskapelig metode:

”Samfunnsvitenskapelig metode dreier seg om hvordan vi skal gå frem når vi skal hente inn informasjon om virkeligheten, og ikke minst om hvordan vi skal analysere hva denne informasjonen forteller oss, slik at den gir ny innsikt i samfunnsmessige forhold og prosesser. Det dreier seg om å samle inn, analysere og tolke data.” (Johannessen 2006)

Denne delen presenterer benyttet metode i utredningen. Det gjøres rede for hvordan data er samlet inn og behandlet. Kapitlet tar først for seg valg av studieobjekt, og presenterer deretter valg av forskningsdesign. Til slutt gjøres det rede for den kvalitative innsamlingsmetoden, og reliabilitet og validitet.

2.1 Studieobjekter

Den norske private equity-bransjen er fortsatt ung og umoden, men har opplevd betydelig vekst de siste årene. Noen aktører har allerede drevet forretninger i flere år, og har innarbeidede metoder og rutiner for eierstyring. Omfanget i utredningen gir ikke rom for å analysere hele bransjen, og noen aktører er derfor valgt ut.

Selve studieobjektet i utredningen er *eierstyring i den norske private equity-bransjen*, herunder *aktiv eierstyring og balansert målstyring*.

Funn i utredningens analyse vil sannsynligvis ikke kunne generaliseres til å gjelde hele bransjen. På sin side søker utredningen å avdekke indikasjoner og mønstre i utvalget, finne noen fellestrekk, bringe en økt forståelse av aktivt eierskap og balansert målstyring i den norske private equity-bransjen, og gi grunnlag for mer formell testing i fremtiden.

2.2 Valg av forskningsdesign

I utredningen har det blitt valgt et *eksplorativt eller utforskende casestudie design* (Johannessen 2006).

Videre skiller Yin (2003) mellom to hoveddimensjoner ved casedesign. Den ene dimensjonen viser til singelcase eller multi-case, og den andre dimensjonen skiller mellom en eller flere analyseenheter. Se tabell 1.

Tema en har valgt å studere	Personer / Felt som kontaktes	
	Singel-case design	Multi-case design
En analyseenhet	Studium av en sammenhengende enhet	Studium av mange samme type felt på tvers av tid og rom
Flere analyseenheter	Et felt, men selektivt fokus på begrensede delfelt	Multi-case med design med vekt på utvalg av begrensede delfelt

Tabell 1: Fire designstrategier for casestudier (Johannessen 2006)

Denne utredningen samler inn informasjon fra flere separate respondenter og aktører, og har en todelt problemstilling. I så måte har utredningen et *multi-case design med flere analyseenheter*.

2.2.1 Metodetilnærming

Det gjøres her rede for utredningens fremgangsmåte i henhold til Jacobsens (2002) fire metodetilnærminger.

Et uforskende casestudiedesign tillater at utredningen har innslag av både *induksjon* og *deduksjon*. Først og fremst er tilgjengelig teori i forhold til valgt problemstilling ikke tilstrekkelig for å danne grunnlag for en systematisk hypotesetesting. Videre er ikke teorien helt klar på relevante tema, og refererer i liten grad til den norske private equity-bransjen. Samtidig vil teori og funn fra tidligere empiri danne et grunnlag og skape visse forventninger som undersøkes nærmere i den empiriske delen av utredningen.

Forfatteren understreker for øvrig at det i høyere grad vil være en deduktiv enn induktiv tilnærming.

Utredningen har en *individualistisk* tilnærming, hvor enkeltindivid ses på som den viktigste datakilden. Det ligger begrensninger i muligheten til å observere samspill, ettersom bedriftene anser denne type informasjon som sensitiv for eksterne personer. I tillegg ligger det

begrensninger i form av tidsbruk og kompleksitet. Samspillet mellom enkeltindivider og sammenhengene det foregår i, utgjøres på mange ulike måter og gjennom forskjellige kanaler med varierende tidsrom og geografi. Ikke minst er antallet respondenter, som på sin side er nødvendig for å danne et grunnlag som gjør det mulig å avdekke mønstre, en faktor som ytterligere vil kreve store mengder tidsbruk. På den andre siden er respondentene valgt ut med den hensikt å ha stor innsikt i den respektive aktørens metode i forhold til valgt problemstilling.

Utredningen har *distanse* til forskningsobjektet. Forfatteren mener at en distanse har vært av nødvendig i forhold til utredningens øvrige fremgangsmetode, og at distanse mellom forsker og objektene har vært viktig for å kunne samle inn og analysere data objektivt, og slik unngå styrte resultater.

Innsamlingen av data i utredningen har vært *kvalitativ*. For øvrig ville en kvantitativ fremgangsmåte ikke på langt nær avdekke hva som er nødvendig for problemstillingens art. En kvalitativ fremgangsmåte er å foretrekke når en har lite kunnskap om fenomenet som skal undersøkes, og sørger for en mer helhetlig forståelse (Jacobsen 2002).

For å oppsummere, har denne utredningen et *kvalitativt design*, hvor det er valgt *distanse* til forskningsobjektet og en *individualistisk* tilnærming til forskningsobjektet. Utredningen kan bedre karakteriseres som *utforskende* enn induktiv eller deduktiv.

2.3 Kvalitativ datainnsamling

Denne utredningen har innenfor kvalitativ metode valgt å samle inn data gjennom åpne intervjuer. Det er i tillegg foretatt noe innsamling av data gjennom dokumentstudier. I denne delen vil de benyttede metodene forklares nærmere.

2.3.1 Kvalitativ innholdsanalyse av dokumenter

Det er blitt foretatt innholdsanalyser der ytterligere informasjon fra utvalgte aktører har vært ønsket. I utgangspunktet er det to forskjellige typer dokumenter som har blitt analysert. Først og fremst er internettbaserte rapporter og bedriftsinformasjon undersøkt. I tillegg har forfatteren i noen tilfeller blitt tildelt informasjon fra aktør som i utgangspunktet er forbeholdt deres klienter.

Innholdet i disse ulike typene dokumenter er i hovedsak skriftlig informasjon i form av ord, og det er derfor valgt et *kvalitativt design* på innholdsanalysen (Grønmo 2004). Ettersom benyttet dokumentasjon er faktabasert og anerkjent fra den gjeldende aktør, har det ikke vært nødvendig med en kildekritisk analyse.

2.3.2 Kvalitativ innsamling av data gjennom det åpne individuelle intervjuet

Her gjøres det rede for valg av intervjuform, utforming av intervjuguide, utvalg av respondenter og reliabilitet og validitet.

Intervjuform

Denne studien har benyttet *individuelle intervju* i innsamlingen av data (Jacobsen 2002). Det er relativt få enheter som analyseres, og forfatteren har hatt interesse for hva det enkelte individ sier, og hvordan han eller hun fortolker og legger mening i spesifikke fenomener. Det er en respondent per aktør i utvalget, og respondentene uttaler seg følgelig på vegne av aktøren han eller hun er ansatt i.

Intervjuene er lagt opp til å være en mellomting *mellom helt lukket og helt åpent* og kan karakteriseres som semi-strukturert (Jacobsen 2002). Forfatteren anser det som nødvendig å ha struktur ettersom utredningen har som formål å finne mønster ved å samle inn informasjon fra forskjellige aktører i en bestemt bransje, og deretter sammenlikne for å finne eventuelle fellestrekk. I tillegg er intervjuene tidsbegrenset og irrelevant informasjon bør unngås. Samtidig har oppgaven et eksplorativt forskningsdesign, og intervjuene bør derfor i en grad være ustrukturert også.

Totalt tre av syv intervjuer er utført per telefon, og i så måte har kravet om struktur vært noe høyere i disse tilfellene. Respondentene fikk forhåndssendt et beskrivende dokument som forenklet prosessen og ga større grad av informasjonsavdekking.

Intervjuene har vart i omtrent 75 minutter, og blitt gjennomført ved respondentenes arbeidsplass. Lydopptaker er blitt benyttet i de fleste intervjuene, forutsatt at respondenten har samtykket. I noen tilfeller har respondenter blitt kontaktet i ettertid, dersom noe var uklart eller mer informasjon var ønsket. Hensikten med intervjuet har vært åpen.

Tilnærmet samtlige av respondentene har etter ønske blitt garantert full anonymitet gjennom en tilpasset kontrakt. Ingen av respondentene blir tilknyttet spesifikke data eller aktør. Dette var ekstremt viktig for å kunne gjennomføre intervjuene og få frem relevant informasjon.

Intervjuguide

Intervjuguiden, tar form som et spørreskjema, og er bygd opp med *”fast rekkefølge på tema og kun åpne svar”* (Jacobsen 2002), og har sitt utgangspunkt i det teoretiske rammeverket presentert i kapittel 4.11 Teoretisk utgangspunkt - forventninger til virkeligheten og kapittel 5.9 Teoretisk utgangspunkt - forventninger til virkeligheten.

Intervjuguiden følger prinsipper og anbefalinger fra McCracken (1988) og Seidman (1998). Den består, i henhold til utredningens todelte problemstilling, av to hoveddeler. Temaene er konsentrert i ulike kategorier, hvor en i hver hoveddel tilstreber å begynne bredt og avslutte smalt. Kategoriene har som hensikt å avdekke fokuset til den spesifikke aktøren innenfor de ulike områdene, for slik å finne ut hvor vidt empiri samsvarer med teori, avdekke andre relevante fenomener, og muliggjøre en sammenlikning mellom aktørene i utvalget.

2.3.3 Utvalg av respondenter

Utredningen, i motsetning til kvantitative studier, har ikke til hensikt å frembringe statistisk generaliserbar kunnskap. I så måte har det ikke noe for seg å lage et sannsynlighetsutvalg (Ryen 2002). Utvalget er ikke stort i antall respondenter, men data som fremkommer av den kvalitative studien er betydelig kompleks og informativ, og innsamlingen er tidskrevende. Store utvalg gir ikke nødvendigvis mer eller bedre data enn små (Ryen 2002).

Det er tilstrebet å intervju de mest studierelevante kildene (Miles og Huberman 1984).

Utvalget av respondenter er bevisst, og forskeren har brukt betydelig mengder tid på å sette seg godt inn i bransjen og temaene, for slik kunne velge ut *”informasjonsrike respondenter”* (Miles og Huberman 1984). Alle respondenter er innenfor en fastsatt ramme av kriterier, og er enten direkte involvert i de tema som berøres eller innehar stillinger på et overordnet nivå.

Bruk av informantgrupper

Utredningen har benyttet én type informantgruppe i sekundærcaset. I hovedcaset er det benyttet to typer informantgrupper. Den ene informantgruppen, i likhet med sekundærcaset, er

private equity-aktører. Den andre informantgruppen er en bedrift i hovedcase-aktørens investeringsportefølje, ved administrerende direktør.

På denne måten har en, gjennom å belyse hvordan de ulike partene opplever eierskapet i hovedcase, hatt mulighet til å fange opp nyanser og mangfold, samt verifisere funnene.

2.4 Reliabilitet og validitet

Grønmo (2004) definerer reliabilitet som *”grad av samsvar mellom ulike innsamlinger av data om samme fenomen basert på samme undersøkelsesopplegg”*.

Dataene er samlet inn i henhold til etablerte fremgangsmåter og etter beste evne presentert uten subjektiv vurdering. Respondentenes svar ansees som fortrolige, og forfatteren har tillit til at respondentene referer til hvordan virkeligheten er. De ulike respondentene i datainnsamlingen er nøye valgt ut, og er direkte involvert med arbeidsoppgaver knyttet opp mot problemstillingene. Full anonymitet er lovet og beholdt gjennomgående i hele utredningen etter ønske samtlige aktører. På denne måten har det blitt avslørt og kommunisert data i full fortrolighet, og blitt tilrettelagt for en større avdekking av informasjon.

I tillegg er flertallet av de personlige intervjuene tatt opp på lydbånd, og slik er ingen informasjon gått tapt i innsamlingsprosessen. I tilfeller hvor dette er anvendt, har respondentene selv samtykket. Ved bruk av lydopptak har forfatteren kunnet sitere respondentene ordrett, og muligheten for å fange opp detaljer har økt. Videre har det ved behov vært kommunikasjon mellom visse respondenter og forfatteren i løpet av prosessen, hvor oppfølgingsspørsmål og konkretiseringer har blitt behandlet gjennom korte dialoger.

Ifølge Grønmo (2004) dreier validitet seg om *”datamaterialets gyldighet for de problemstillingene som skal belyses”*.

Av ulike typer validitet er det kompetansevaliditet som er mest relevant for utredningen. Forfatteren har opparbeidet seg en tilfredsstillende kompetanse på det aktuelle forskningsfeltet, først og fremst gjennom en grundig forberedelse, og utførelse av den empiriske analysen. I tillegg til arbeidet med utredningen kommer en tidligere opparbeidet kunnskap om feltet gjennom studier og egen interesse.

DEL II: INTRODUKSJON TIL PRIVATE EQUITY

3. Private equity

I dette kapitlet vil det gis en introduksjon til private equity. Aller først presenteres den norske bransjeforeningen, deretter gjøres det rede for selve begrepet private equity, samt begrepene aktivt eierskap og aktiv eierstyring, etterfulgt av en nærmere beskrivelse av private equity og bransjen i Norge.

3.1 Norsk Venture

Norsk Venture er en forening stiftet av aktører i bransjen. Det internasjonale navnet er Norwegian Venture Capital & Private Equity Association (NVCA).

NVCA definerer seg selv på følgende måte: "Norsk Venture er en uavhengig, ideell interesseorganisasjon for selskaper og personer i den norske private equity- og venturekapitalbransjen. Private equity og venturekapital er risikokapitalinvesteringer i unoterte selskap med potensial for høy vekst, og dekker både såkorn, vekst, og buyout-fasene. Eierskapet er aktivt og tidsbegrenset".

Målet til NVCA er å skape en større forståelse for viktigheten av private equity-industrien for nye bedriftsetableringer og fremtidig vekst. De ønsker å være en sterk interesseorganisasjon som setter retningslinjer for bransjen, promoterer kompetanse og utvikling, bygger nettverk mellom norske og internasjonale aktører, samt etablerer effektivt samarbeid med miljøer som trenger industriens ekspertise.

Foreningen har 87 medlemmer, hvor 31 er primærmedlemmer og 56 er assosierende medlemmer. Totalt 58 av medlemmene er investerende medlemmer.

NVCA uttaler følgende, "Foreningens primærmedlemmer er selvstendige profesjonelle forvaltningsselskaper og ventureenheter i konsernstruktur, såkalt Corporate Venture, med såkorn-, venture eller restruktureringsinvesteringer som en vesentlig del av sin virksomhet, som utøver aktivt eierskap, og som forvalter en kapitalbase på minimum 100 MNOK".

NVCA ga i år for første gang ut en komplett årbok for 2008. Denne rapporten gjør rede for bransjens status, og inkluderer "The 2007 NVCA Activity Survey", som er utført av MENON Business Economics for NVCA.

3.2. Begrepsavklaring - private equity

NVCA opplyser at bransjen er ung i Norge, i tillegg bærer preg av å være en svært internasjonal bransje. Det er ikke funnet gode oversettelser på mange av begrepene, og de gjengis derfor ofte på engelsk.

I hovedsak kan en skille mellom *public* og *private equity*. *Public equity* er egenkapital investert i bedrifter som er omsatt på et offentlig marked (børsnoterte).

Private equity-begrepet er omfattende, og dekker flere typer private equity som i stor grad brukes om hverandre. NVCA definerer Private Equity på følgende måte: "Fellesbetegnelse på private eierfond. Investorer skyter inn penger i fond som brukes til investeringer i selskaper i svært tidlig fase, vekstfase eller restruktureringsfase. Fondene opererer som langsiktige og svært aktive eiere for å utvikle verdier i selskapene".

Private equity er altså risikokapitalinvesteringer i unoterte selskaper med potensial for høy vekst. I USA brukes imidlertid termen "venture capital" om investeringer i nystartede og ekspanderende selskaper, og "private equity" om investeringer i restruktureringsfase. I Europa brukes ofte termen "venture capital" synonymt med "private equity", og dekker både svært tidlig fase, vekstfase eller restruktureringsfase. NVCA påpeker at de med begrepet *venture* refererer hovedsakelig til vekstfasen, men også delvis overlappende med svært tidlig fase og restruktureringsfase.

For øvrig skiller NVCA i sine engelske utgivelser konkret mellom *venture capital* og *private equity*. I NVCA's 2008 årbok, forklares begrepet som et mangfoldig begrep. Private equity er faglig sett egenkapital og risikokapital som ikke kommer gjennom det offentlige marked (børs). Betegnelsen brukes også til å beskrive hele industrien, og derav investeringer i unoterte selskap i forskjellige faser av livssyklusen. For øvrig og prinsipielt sett kan private equity karakteriseres som investeringer i unoterte selskap i restruktureringsfase.

Dersom en bruker den smaleste definisjonen på private equity, som kun henviser til restruktureringsfasen, kalt *buyout/expansion* (oppkjøp og ekspansjon)-segmentet, vil en betegne de to andre fasene som *seed capital* og *venture capital*. Seed capital (såkornkapital), blir ofte inkludert i venture capital (venturekapital). NVCA definerer for øvrig venture capital som *egenkapitalinvesteringer i bedrifter som enten er i tidlig- eller vekstfase, og som er forventet å generere inntekt og bli lønnsomme i nærmeste fremtid*. Seed Capital defineres av NVCA som *finansiering som muliggjør å kommersialisere et prosjekt eller en idé*.

I denne utredningen brukes betegnelsen *private equity* om segmentet "buyout/expansion", og *venture capital* brukes for investeringer i prosjekter og tidlig- eller vekstfase. *Aktive eierfond* er en fellesbetegnelse for investeringer i alle de tre fasene.

3.2.1 Begrepsavklaring – aktivt eierskap og aktiv eierstyring

Det gis her en kort redegjørelse av begrepene *aktivt eierskap* og *aktiv eierstyring*.

Aktivt eierskap defineres som ett tilfelle hvor "eierne er direkte involvert i virksomhetens utvikling" (Argentum 2008).

Videre definerer Nærings- og Handelsdepartementet (2008) at "skillet mellom aktive og passive eiere dreier seg om i hvilken grad investor ønsker å ta styringsansvar eller ikke, eksempelvis ved styrerepresentasjon".

En ser altså at en aktiv eier tar styringsansvar, og i så måte at et *aktivt eierskap innebærer en aktiv eierstyring*. Disse begrepene brukes om hverandre i litteraturen.

I denne utredningen brukes derfor begrepene aktivt eierskap og aktiv eierstyring med samme betydning.

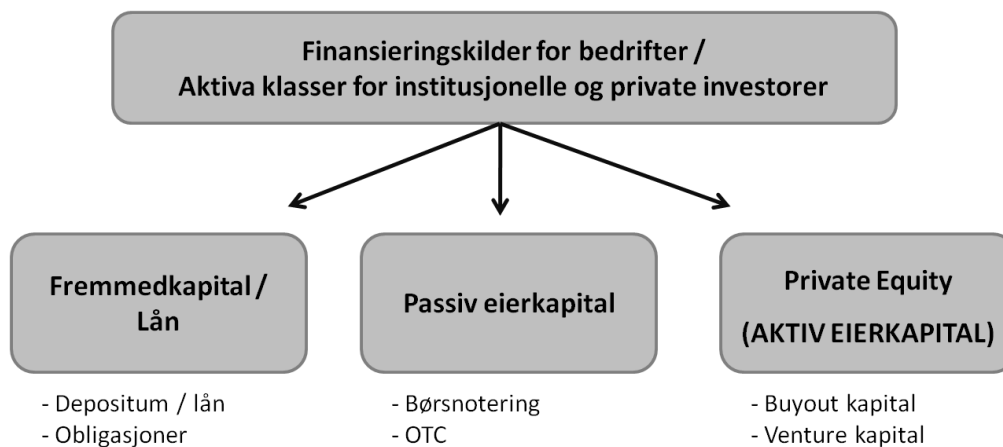
3.3 Private equity

Informasjonen i følgende avsnitt er hentet fra internettsiden www.argentum.no (15.12.2008).

En bedrift kan få tilført kapital i form av lånekapital og aksjekapital (aksjekapital: aktiv eller passiv eierkapital). Aksjekapital kan deles opp i børsnoterte og unoterte aksjer. Børsnoterte bedrifter

kan reise kapital på børsen. De unoterte bedriftene, som kan være alt fra småbedrifter til store virksomheter, er privateiet. Disse bedriftene har også behov for kapital, til å utvikle og utvide sin virksomhet og det er i denne sammenheng at private equity-aktører allokere kapital.

Figur 1 gir et klart bilde.



Figur 1: Finansieringskilder for en bedrift (Argentum)

Aktiv eierkapital er altså en benevnelse på aksjekapital i ikke-børsnoterte (unoterte) selskap, og hvor eierne er direkte involvert i virksomhetens utvikling (Argentum 2008).

Private equity aktører

Private equity-aktører investerer med et langsiktig perspektiv i bedrifter. Disse aktørene er bemannet med spesialiserte forvaltere med kompetanse på bedrifter i en usikker fase. Særtrekket ved private equity-aktørene er at de utøver et såkalt "aktivt eierskap". For å kunne utøve et slikt eierskap er de avhengig av å ta relativt store eierposisjoner i de selskapene de investerer i. Dette innebærer representasjon i og ofte lederskap av den enkelte porteføljebedriftens styre og kan i tillegg innebære overtakelse av lederstillinger i korte perioder.

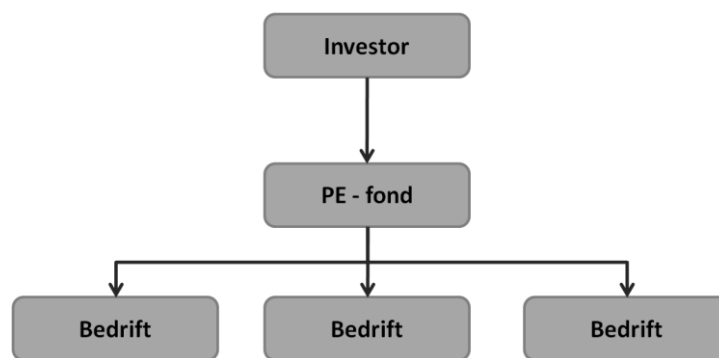
Videre gir de rådgivning, og følger tett opp ledelsen, og har god kontroll med fremdrift og utvikling. Typiske oppgaver de involverer seg i er finansiering, strategiutvikling, rasjonalisering og ledelsesrekruttering. Forvalterne bringer ofte inn en ny dimensjon i forhold til kompetanse og nettverk som mindre bedrifter med begrenset ledelse ikke kan dekke. De tilbyr

forretningskompetanse i kombinasjon med finansielle investeringer, noe som ofte omtales som *intelligent kapital*. Eierrollen utøves i kraft av eierandelen og/eller avtaleverk som sikrer den aktive eier innflytelse.

Et private equity-løp består i hovedsak av tre ulike aktiviteter: investere, eie og selge (exit). Private equity og venture-aktører vektlegger aktiviteter i forhold til deres kompetanse og kapasitet, bransje, og i hvilken utviklingsfase porteføljebedriftene befinner seg i.

3.1 Fond og finansiering

Den enkelte aktør etablerer private equity-fond (et aktivt eierfond). I disse fondene henter de inn kapital fra ulike investorer, og bruker denne kapitalen til å investere i en portefølje av bedrifter. Se figur 2.



Figur 2: Investeringer i private equity-fond

Hvert fond forvaltes og styres av et sett av fondsforvaltere i private equity-selskapet. Investorer tilfører kapital til disse fondene gjennom forhandlinger og detaljerte investeringsavtaler med definering av risiko, avkastning og kontroll. De ulike aktive eierfondene forvalter som regel forskjellige fond med ulike investeringsfelt og aktiviteter. Hvert aktivt eierfond har normalt sett et veldefinert investeringsmandat som fondsbestyrerne må ta hensyn til. Dette mandatet inkluderer som regel en bestemt tidsramme og begrensning i forhold til type industri, livssyklus, andel eierskap eller geografi. Noen aktører forvalter kun ett fond, mens andre forvalter flere. Det er vanlig praksis at suksessfulle forvaltningsorganisasjoner forvalter flere fond samtidig. Disse fondene kan være startet med flere års mellomrom og befinner seg i ulike etapper. For å unngå

interessekonflikter er investorer opptatt av å sikre sine interesser gjennom klausuler i forvaltningsavtalen.

Det finnes også andre tilfeller av interessekonflikter som blir forsøkt regulert ved hjelp av klausuler i forvaltningsavtalen. Forvalterne har incentiver for å øke risikoen, slik at de oppnår avkastning over avkastningskravet og utløser suksesshonorar. For å regulere dette inneholder forvaltningsavtalen alltid begrensninger på hvor stor hver enkelt investering kan være, og hvor stor gjeld fondet kan ta opp. Det er også vanlig praksis at fond har en forhåndsbestemt levetid. Denne er vanligvis på 7-10 år. I løpet av denne tiden har forvalterne av fondet ansvaret for å investere innskutt kapital.

3.2 Organisering av private equity-fond

Dette delkapitelet baseres på artikkelen "Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster?" av Grünfeld og Jakobsen (2007).

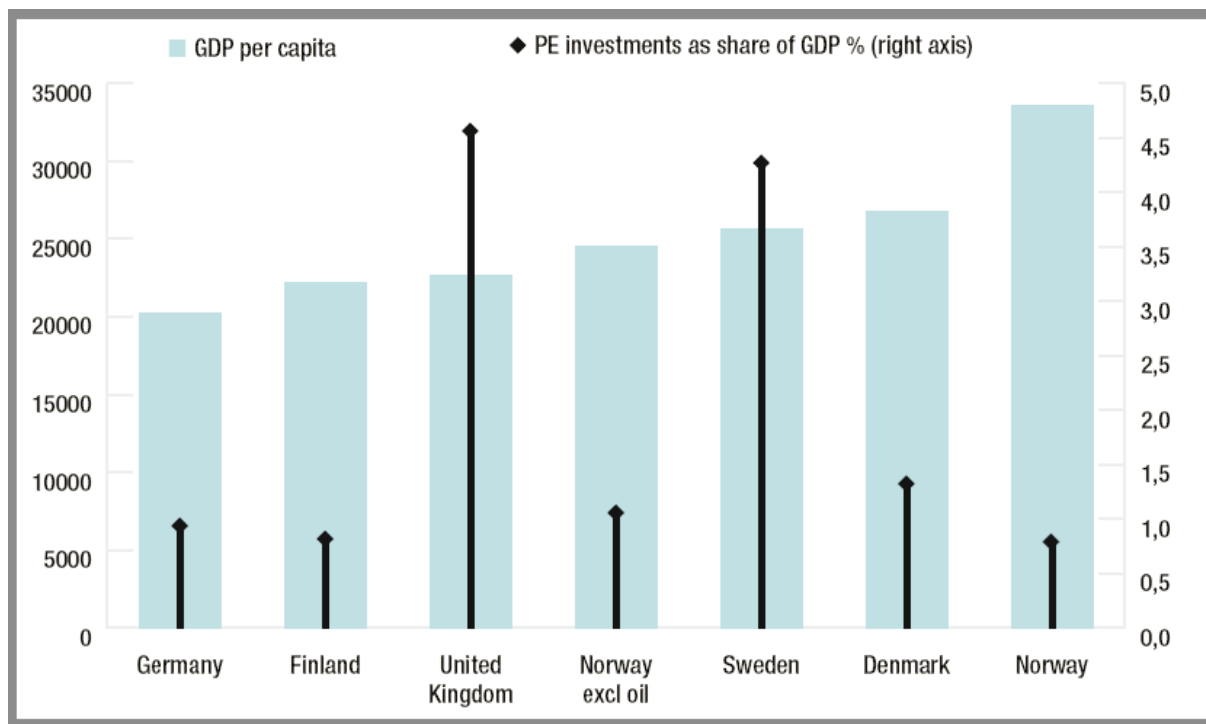
Private equity- og andre aktive eierfond er vanligvis organisert annerledes enn andre investeringsfond. Fondene forvaltes av et såkalt "managementselskap", som også investerer i fondet selv. I tillegg til å hente inn kapital fra andre investorer, benytter de aktive eierfondene seg av betydelig opplåning i kapitalmarkedet. Partnerne i managementselskapet gis status som "general partners" og står ansvarlige for forvaltningen av alle fondsmidlene. Fondets øvrige investorer får status som "limited partners" uten direkte kontroll over hvordan fondet forvaltes. I tillegg til en eventuell positiv avkastning på sine egne investeringer, tildeles de ansatte i managementselskapet inntekter gjennom ulike forvaltingshonorarer.

3.3 Aktive eierfond i Norge

Dette avsnittet bygger på informasjon fra NVCA's 2008 årbok. I samsvar med begrepsavklaringen omfatter aktive eierfond både såkorn-, vekst- og oppkjøpsfase.

Det norske markedet for investeringer gjennom aktive eierfond er ungt og relativt lite, men veksten har de senere årene vært høy. Figuren nedenfor viser at investeringsaktiviteten innenfor venture kapital (VC) og privat equity (PE) er spesielt lav når en sammenlikner med land som Sverige og Storbritannia.

Figur 3 viser VC og PE-investeringer som andel av BNP per innbygger.



Figur 3: VC og PE investeringer som andel av BNP per capita (NVCA Årbok 2008)

Imidlertid har de aktive eierfondene spilt en helt sentral rolle i den høye IPO-aktiviteten (relativt til børsens størrelse) på Oslo Børs de senere årene.

NVCAs investerende medlemmer sysselsetter totalt tre hundre personer, hvor 250 jobber direkte med investeringer og aktivt eierskap (investment professionals).

Det er 103 aktive eierfond i Norge, med en samlet kommittert kapital på NOK 42,6 mrd i 2007, en kapitalbase som er tjue prosent høyere enn forrige år. I disse fondene finner en totalt 603 porteføljeselskaper, hvor 422 har hovedkontor i Norge, og resten i utlandet. Spesielt Sverige er et viktig vertsland. En har registrert at norske aktive eierfond blir gradvis mer internasjonale i sin investeringsstrategi, noe som bidrar til å globalisere norsk næringsliv. Porteføljeselskapene i Norge sysselsetter omtrent 40 000 personer, og hadde en samlet verdiskapning på NOK 31,2 mrd i 2006, noe som utgjorde 1,6 % av BNP. Dette er en andel som er fire ganger høyere enn i 1996.

I Norge er det venture-segmentet som dominerer, med nærmere femti prosent av den kommitterte kapitalen. Imidlertid er det registrert at både såkorn-, ekspansjons- og oppkjøpsfondene (buyout) i løpet av de siste årene er blitt viktigere. Vi ser blant annet en veldig sterk investeringsvekst på 125 % fra 2006 til 2007 innenfor buyout-segmentet. Dette viser at gapet mellom buyout og venture tenderer til å lukke seg fremover. I de europeiske landene er det generelt oppkjøpsfondene som dominerer bransjen.

En nærmere beskrivelse av de ulike segmentene, og deres aktiviteter, gis i Tabell 2.

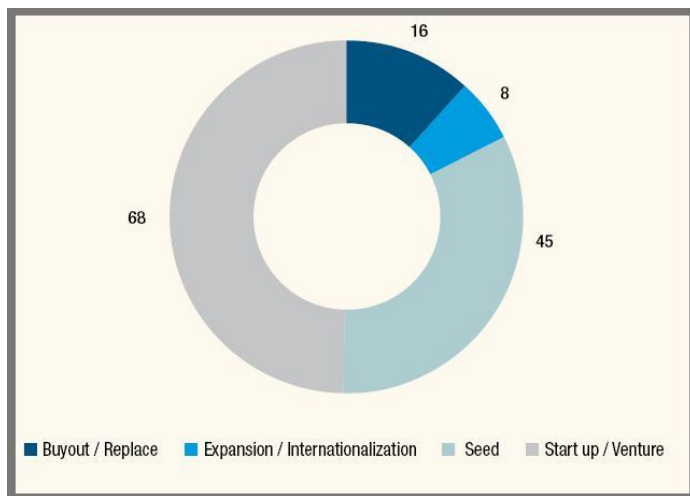
	Seed	Start-up/ Venture	Expansion/ int.	Replacement/ Buyout	Total
Number of management companies	17	22	4	11	54
Number of funds	24	52	12	15	103
Total capital raised (Mill EUR)	389	2 486	706	1 639	5 220
Number of portfolio companies	151	276	111	65	603
Value of investments before 2007 (Mill EUR)	132	941	276	333	1 682
Number of initial investments in 2007	45	68	8	16	137
Value of initial investments in 2007 (Mill EUR)	34	139	5	365	543
Number of follow-up investments in 2007	59	142	16	19	236
Value of follow-up investments in 2007 (Mill Eur)	27	126	51	48	252
Total value of investments in 2007	61	265	56	413	795
Average investment per company (Mill EUR)	1	4	3	11	4
Total number of professional staff	55	101	33	58	247
Total number of staff	66	127	45	73	311
Average number of professional staff per fund	2,29	1,94	2,75	3,87	2,40
Mill EUR per professional staff	7	25	21	28	21

Tabell 2: Statistikk og aktiviteter i de ulike investeringsfasene (NVCA Årbok 2008)

Figuren viser mange interessante faktorer. Blant annet ser vi at buyout/expansion segmentet sysselsetter omtrent 100 personer, og består av totalt 27 fond, med en samlet kommittert kapital på over NOK 19 mrd. I disse fondene finner en 176 porteføljebedrifter.

Fondene fokuserte primært på investeringer i nye porteføljeselskap i 2007. Investeringene var på NOK 6,5 mrd, noe som var 50 % høyere enn i 2006, og hvor 2/3 av dette var i nye porteføljeselskaper. I 2007 ble det investert i 137 nye bedrifter, og det ble utført 236 såkalte "follow up"-investeringer. Av dette sto buyout/expansion segmentet for NOK 3,85 av de 6,5 mrd, og henholdsvis investering i 24 nye bedrifter, og 35 "follow up"-investeringer.

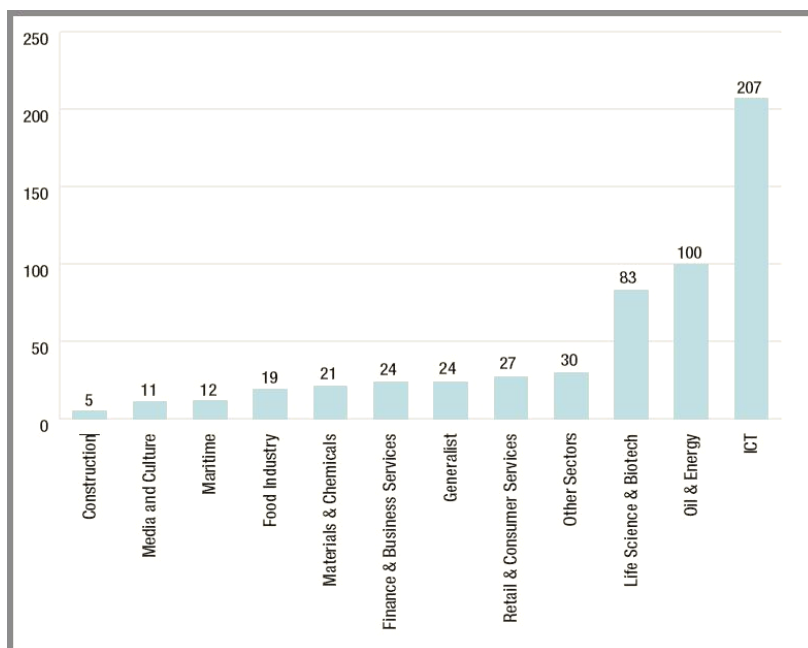
Figur 4 gir en oversikt over antall nye investeringer i 2007 fordelt mellom de ulike segmentene i hele bransjen.



Figur 4: Antall investeringer i nye bedrifter i 2007, fordelt etter fasesegment (NVCA Årbok 2008)

De fleste porteføljeselskapene og det største antallet sysselsatte finner man iKT-næringen og i olje- og gasssektoren. Tilnærmet alle porteføljeselskapene er FoU-intensive og kunnskapsintensive. I det siste har man sett en voksende andel av kapitalen i fondene innenfor også andre næringer, slik som medisinsk teknologi og bioteknologi.

Figur 5 gir en mer detaljert forklaring.



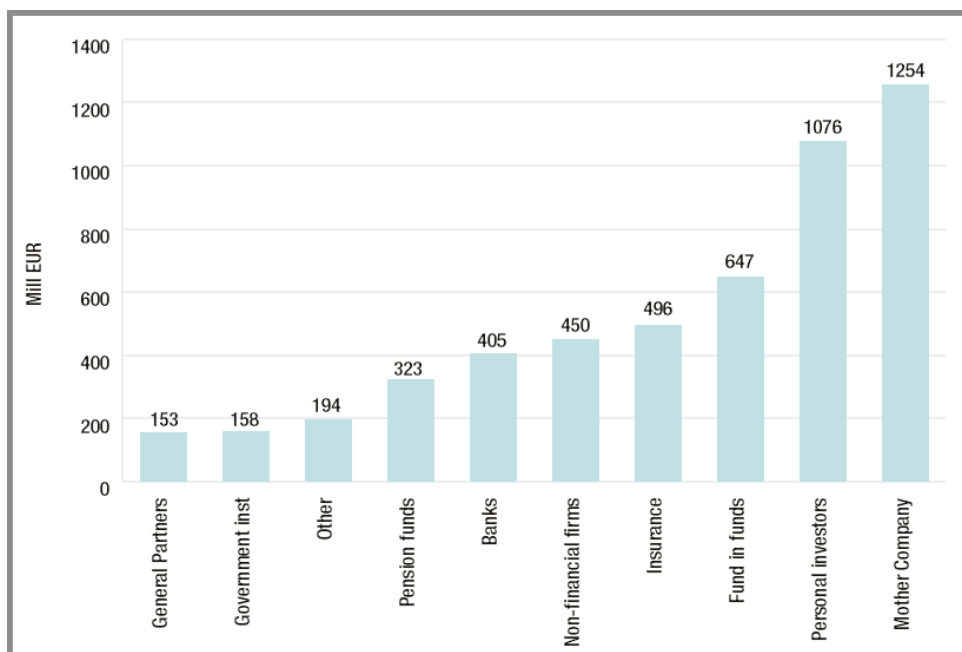
Figur 5: Bransjefordeling blant aktive eierfonds porteføljeselskaper (NVCA Årbok 2008)

De aktive eierfondene i Norge sprer sine investeringer jevnt utover landet. Fondenes porteføljeselskaper skaper vel så store verdier i distriktene som i de større og mer befolkningstette områdene.

3.4 Investorene

Dette delkapitelet bygger på informasjon fra NVCA's 2008 årbok.

Det er private og institusjonelle kapitaleiere som investerer i de aktive eierfondene. Disse investorene betaler de spesialiserte fondsforvalterne for å være aktive eiere og skape avkastning på investert kapital. Figuren nedenfor viser de ulike investeringskildene og deres andel innen norske aktive eierfond.



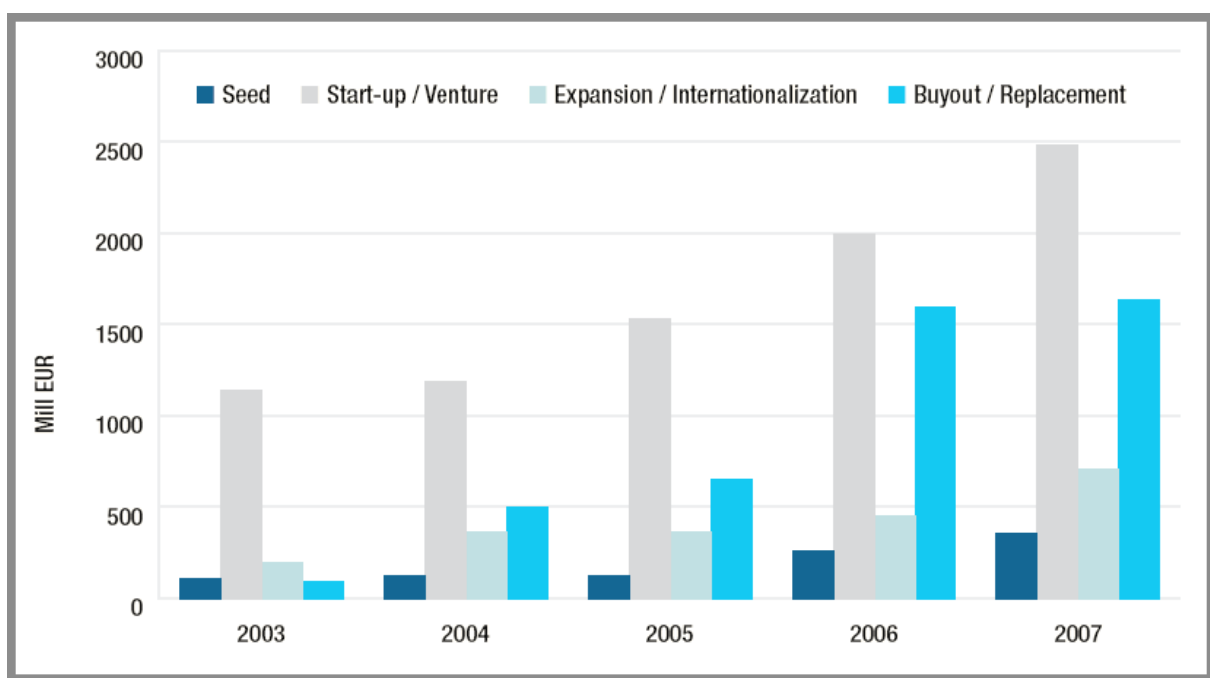
Figur 6: De ulike investorkildene til aktive eierfond i Norge (NVCA Årbok 2008)

Vi ser av figur 6 at forvaltere av aktive eierfond selv (her: mother company) står for den største andelen av kapitaltilførselen, mens personlige investorer og fond-i-fond følger på de neste plassene. Institusjonelle investorer, som banker, forsikringselskaper og pensjonsfond, står for ca 25 % av kapitaltilførselen til de aktive eierfondene. Dette er betydelig lavere enn hva en finner i de fleste andre europeiske land. Norske pensjons- og forsikringselskaper har plassert kun 0,7 % av

sin forvaltningskapital i denne aktivaklassen. Det finnes derfor et stort potensial for lønnsom porteføljediversifisering i tiden fremover gjennom sterkere eksponering mot aktive eierfond.

Det finnes også andre fond som investerer i PE- og VC-fond. Disse kalles "fond i fond". Det er fond som investerer i en rekke ulike aktive eierfond, og som forsøker å spre risiko gjennom en diversifisert portefølje. Dette alternativet kan være fornuftig for investorer som mangler finansielle og/eller forvaltningsressurser.

Figur 7 viser hvordan all tilført kapital under forvaltning er fordelt i de ulike fasene.



Figur 7: Kapital under forvaltning, fordelt etter fase (NVCA Årbok 2008)

Undersøkelser gjort viser at om lag 80 % av kapitalen som hentes inn til fondene kommer fra innenlandske kilder. Det er nå tydelige tegn til at fondene velger en mer internasjonal tilnærming til både innhenting av kapital og identifisering av porteføljeselskaper.

Investorene i de aktive eierfondene besitter en viss kapitalbase og har langsiktige investeringsformål. I disse investeringene forplikter man seg gjerne i relativt mange år, i noen tilfeller opp til ti år, og kanskje mer. I så måte er investeringen illikvid, og ikke egnet for investorer som ønsker en stabil og sikker avkastning.

Investorer har ingen rett til å kreve innløsning av eierandeler i fondet. De kan selge sine andeler til andre investorer, men det er svært vanskelig å beregne korrekt verdi av en andel i et aktivt eierfond. Dette har gjort at slike investeringer tradisjonelt sett har vært gjort av institusjonelle investorer og rike personer som har mulighet til å binde pengene sine i en lang periode. Et annet moment er at investorene må ha likvide reserver i tilfellet fondet innkaller mer kapital. Det som tiltrekker investorene er den attraktive avkastningen man kan oppnå. Denne type kapitaleiere investerer mesteparten av midlene sine i eiendom, på børs eller i andre mer likvide verdipapirer. Selv om private de aktive eierfondene ofte kan vise til god avkastning over tid, er konkurransen om kapital svært hard.

3.5 Private Equity-prosessen

Dette delkapitelet bygger på informasjon fra NVCAs 2008 årbok og internettsiden www.argentum.no (1.12.08).

Forvalterne av private equity-fond sin primære oppgave er å identifisere potensielt lønnsomme bedrifter og kjøpe de opp, utvikle de og selge seg ut. Deres overordnede mål er å selge sine eierandeler med høyest mulig gevinst innenfor en definert tidshorisont.

De aktive eierfondene tilfører privat risikokapital rettet mot bestemte faser i bedrifters utvikling. NVCA fordeler identifiserte aktører innenfor hele bransjen i forhold til segmentene "Seed", "Venture/Start up" og "Buyout/Expansion". Disse fasene forklares her mer detaljert enn under 3.1 Begrepsavklaring.

Seed

Seed (såkorn) er en betegnelse på investeringer i en svært tidlig fase av en bedrifts livssyklus. Bedriften er preget av mye forskning og utvikling og har som regel ingen eller liten omsetning. Dette kan være forskningsprosjekter som så vidt er gitt en kommersiell drakt, hvor investeringer er nødvendig for å dekke forskning og utvikling av et forretningskonsept. Slike investeringer vil være i nystartede bedrifter eller bedrifter som er i en tidlig fase av teknologisk utvikling.

Venture/Start up

Venture/Start up er investeringer i gründer- og vekstselskaper i en ekspansjonsfase med betydelig markedsmessig risiko. Fasen kan delvis overlappe både med *såkorn* og *buyout*-fasen, noe som avhenger av *venture/start up*-selskapets investeringsfokus. Bedrifter som det investeres i anses å ha potensial til å vokse og utvikle seg, men trenger kapital til produktutvikling og tidlige markeds kampanjer. Gjennom å investere i *venture/start up*-fond, kan investorer ta del i verdiskapningen som skjer i en tidlig fase av bedrifters utvikling. Verdistigningen til denne type bedrifter kan være enorm i suksess tilfeller. Det er vanlig at gründeren beholder en relativ stor eierandel.

Buyout/Expansion

Buyout er transaksjoner hvor private equity-aktører kjøper opp et selskap, eller i det minste sikrer seg en kontrollerende andel av det og dermed en viss grad av beslutningsmakt. På denne måten skiller *buyout* seg i hovedsak fra de foregående fasene.

Expansion er investeringer hvor kapitalen går til mer solide virksomheter som trenger å øke produksjonskapasitet eller arbeidskapital for å utvide virksomheten og fortsette å vokse.

Bakgrunn for oppkjøp av bedrifter innenfor denne fasen kan variere noe innenfor de to nevnte begrepene ovenfor, men følgelig er det meget store likhetstrekk, og det ene kan ofte innebære det andre. Det nevnes i denne sammenheng at "buyout" videre i denne utredningen i hovedsak betyr *buyout/expansion*.

Aktørene ønsker å skape en formidabel vekst gjennom ulike tiltak, og internasjonalisering er ofte et satsningsområde. Generelt sett satses det på videreutvikling av etablerte bedrifter. I noen tilfeller har bedrifter stagnert i sitt eksisterende eierskap, grunnet passiv eiergruppering, generasjonsskifte etc. Selskapene kan ha et uutnyttet potensial for verdiutvikling, og har behov for å få tilført rådgivernes kjernekompetanse, som er bedriftsutvikling gjennom aktiv eierstyring og engasjement. *Buyout*-aktører besitter spesialkompetanse innen restrukturering og bedriftsutvikling. Et slikt engasjement innebærer ofte oppkjøp av majoritetsaksjeposter i selskapet, og ambisjonen er å revitalisere selskapet etter investeringer. Blant annet kan dette være aktuelt i forbindelse med internasjonalisering av et selskap.

Ofte kan det være nødvendig med restruktureringer, rasjonaliseringer eller outsourcing og liknende. Ettersom dette er tiltak som kan føre til nedbemanning, har investeringer i dette segmentet tidligere hatt et noe dårlig rykte. Imidlertid er dagens bransje ikke lenger sammenliknbar eller representativ i forhold til hvordan det ble gjort på 80-tallet, da en kunne se kortsiktige, korporative raid.

Bedriftene som blir kjøpt opp er i hovedsak familieid, men noen PE-aktører har også finansielle muskler til å kjøpe opp børsnoterte selskap. Siden det investeres i modne bedrifter med lav vekst og stabil kontantstrøm, bruker aktørene ofte høy belåning for å øke avkastningen på egenkapitalen.

Fokus for denne utredningen er det segmentet som NVCA omtaler som *buyout/expansion* i Norge.

3.5.1 Forskjellige typer oppkjøp

Innenfor buyout finnes det ulike oppkjøpsvarianter, avhengig av eksempelvis situasjon og muligheter. Først og fremst kan en skille mellom såkalte *takeovers*, som er fiendtlige oppkjøp. Flesteparten av oppkjøpene i Norge gjort av PE-aktører er i hovedsak ikke-fiendtlige oppkjøp. Videre kan oppkjøp ta ulike former, det kan være et såkalt "public to private", som innebærer at et børsnotert selskap blir kjøpt opp og tatt av børs. *Spinouts* er tilfeller hvor en divisjon blir gjort selvstendig og solgt ut fra et morselskap, som ikke lenger anser denne divisjonen som en del av sin kjernedrift (core business). Det er vanlig innenfor buyout-segmentet at en PE-aktør kjøper opp en moden gründer- eller familiebedrift. Slike bedrifter kan ønske å selge av ulike grunner. Det kan være alt fra ønske om å trekke seg ut eller behov for en annen kompetanse eller kapital.

En buyout kan ta flere former i forhold til type transaksjon. Et hovedtrekk er at transaksjonene ofte kan karakteriseres som såkalte LBO (*leveraged buyout*), hvor egenkapitalen er støttet av en veldig høy andel gjeld. NVCA spesifiserer ikke, i motsetning til det man kan finne enkelte steder i internasjonal litteratur, at LBO kun gjelder oppkjøp av børsnoterte selskap. Denne utredningen velger heller ikke en spesifisering, men definerer LBO som et oppkjøp av en bedrift hvor investeringsbeløpet er støttet av en høy andel gjeld. Videre vil aktørene bak en LBO primært sikre seg en betydelig eierandel, det vil si en majoritetsandel og dermed kontroll over bedriften.

En IBO (*institutional buyout*) er et tilfelle hvor en finansiell institusjon kjøper en virksomhet uten prior innblanding fra ledelsen, og selv velger ut og setter på plass en ledelse. Et "*financial purchase*" er et tilfelle hvor en finansiell institusjon kjøper opp en virksomhet og setter klare retningslinjer for hvordan ledelsen skal styre bedriften.

En MBO (*management buyout*) er et tilfelle hvor eksisterende ledelse i en bedrift, som regel med støtte fra en institusjonell investor, tar over eierskapet til bedriften de er ansatt i. En MBI (*management buy in*) er et tilfelle hvor et eksternt ledelsesteam kjøper opp eierskapet til en bedrift, også ofte med støtte fra en institusjonell investor, og selv tar over ledelsen av bedriften.

Det finnes også andre typer oppkjøp, og i mange tilfeller kombinasjoner av disse nevnte typene. I virkeligheten er det ofte vanskelig å karakterisere et oppkjøp innenfor et av de nevnte begrepene (Meier 2005). PE-aktører i Norge kjøper typisk opp eller sikrer seg en betydelig andel i familiebedrifter, hvor en stor del av egenkapitalen er lånefinansiert. Transaksjonenes karakteristika varierer. Det kan noen ganger være elementer av en MBO eller MBI, eller en ren IBO, som gjerne er det mest typiske.

Denne utredningen søker å avdekke felles trekk i eierstyringen av oppkjøpte bedrifter innen private equity i Norge, og i så måte fokuseres det ikke utelukkende på en type buyout. Det gjøres i den sammenheng oppmerksom på at visse varianter av buyout kan implisere forskjeller i eierstyringen, eksempelvis angående ledelse og deres innblanding. Imidlertid ser en at oppkjøpene i utgangspunktet tenderer til å være av relativ lik karakter innenfor den norske private equity-bransjen.

3.5.2 Exit og tidsperspektiv

De aktive eierfondene har et avgrenset tidsperspektiv. Dette tidsperspektivet er gjerne et sted mellom tre og ti år (Grünfeld og Jakobsen 2007), og det blir lagt realisasjonsplaner allerede på investeringstidspunktet. Ved enden av investeringsperioden kan PE-aktørene velge mellom en rekke ulike exit, som for eksempel: salg av enkeltstående aksjeposter til privat oppkjøper, salg av samtlige aksjer til et industrielt selskap, børsnotering med etterfølgende salg av aksjer, fusjon med andre selskaper eller salg tilbake til gründer. Det er likevel til syvende og sist kun en målsetting om å selge sin eierandel med høyest mulig gevinst innenfor en definert tidshorison som gjelder.

I følge NVCA ble det utført 110 disinvesteringer av de norske eierfondene i 2007, primært gjennom salg av eierandeler til andre bedrifter (*trade sales*). Det ble identifisert ni IPOs.

3.6 Aktivt eierskap og porteføljebedrifters prestasjon

I *The 2007 NVCA Activity Survey* gjøres det en undersøkelse for å avdekke om bedrifter støttet av VC og PE-aktører utvikler seg favoriserende i forhold til andre bedrifter. Dersom en kan bevise et slikt forhold, er det mulig å hevde at dette aktive eierskapet tenderer til å utkonkurrere andre typer bedriftseierskap.

Noen kompliserende faktorer trekkes frem, eksempelvis i forhold til signifikans, men undersøkelsen viser faktisk at buyout- og expansion-segmentet tenderer til å utkonkurrere de andre to segmentene innen aktive eierfond, i tillegg til å utkonkurrere bedrifter uten VC- eller PE-eiere. Samtidig finner en at bedrifter med VC-eiere også utkonkurrerer medianen.

Det finnes på den andre siden undersøkelser som ikke finner grunnlag for denne type indikasjon. Eksempelvis finner Cornelli og Karakas (2008) ingen bevis på at økt involvering av private equity aktører fører til bedre prestasjon i forhold til blant annet driftoverskudd og verdi av bedrift.

3.7. Samfunnsøkonomiske effekter av investeringer gjennom aktive eierfond

Dette avsnittet bygger på NVCA's 2008 årbok.

Sammenlignet med andre foretak i norsk økonomi, ligger lønnskostnader per ansatt betydelig høyere i de aktive eierfondenes porteføljeselskaper. I segmentet for oppkjøpsfond er lønnsnivået nærmere dobbelt så høyt som i resten av økonomien. I denne sammenheng kan det påpekes at en bedrifts evne til å attrahere høyt kompetente og produktive ansatte ofte reflekteres i deres lønnsstruktur. De mer modne selskapene i porteføljen til de aktive eierfondene betaler også betydelig mer til samfunnet i form av selskapsskatter per ansatt.

En finner at sysselsetting og omsetning vokser raskere i porteføljeselskapene enn i andre foretak, både på kort (1 år), mellomlang (3 år) og lang sikt (5 år), forutsatt at en kontrollerer for foretakets størrelse, bransjetilknytning, oppkjøpsinvesteringer og år. Porteføljeselskapenes

verdiskapingsvekst følger et j-kurvemønster. På kort og mellomlang sikt er veksten i disse selskapene lavere enn i andre selskap. På lang sikt derimot er veksten betydelig høyere enn i foretak uten aktive eierfond på eiersiden. Sysselsettingsveksten er særlig sterk i de selskapene som har kapital tilført fra venture- og ekspansjonsfond.

DEL IV: TEORETISK RAMMEVERK

4. Aktiv eierstyring

Dette kapitelet presenterer relevant teori i forhold til aktiv eierstyring. Det gjøres oppmerksom på at teori omkring aktiv eierstyring må sies å være noe uklar i forhold til utredningens problemstilling. Dette kapitlet vil i hovedsak presentere tidligere empiriske analyser, studier og funn, og er inndelt i passende overskrifter for å skape en god oversikt.

Avslutningsvis oppsummeres de teoretiske hovedmomentene angående aktiv eierstyring, og det dannes en forventning til virkeligheten formulert som en hypotese som skal undersøkes i den empiriske analysen.

4.1 Organisering og tilrettelegging av eierskap

PE-aktører kontrollerer oppkjøpte bedrifter gjennom styrever. Disse styrene er relativt små i størrelse, og består i hovedsak av representanter fra nettopp oppkjøpsaktøren og andre egenkapitaleiere (Jensen 1989, 1993). I utgangspunktet er det ledelsen som har kontroll over bedriftens eiendeler og som kontrollerer de ansatte. For øvrig er skillet mellom ledelsen og eierne kun et juridisk skille, og det er som kjent aksjonærene som velger ut ledelsen (Keasey et al. 2005).

4.2 Viktigste styringsorgan og dets oppgave

Styret er hovedorganet i eierstyringen, og styrets primære rolle er normalt sett å forsikre at ledelsen tar handlinger som fremmer aksjonærenes interesser, og å sørge for at aksjonærene har pålitelig informasjon i forhold til prestasjon, risiko og utsikter (Keasey et al. 2005). Styret anses også å ha en sentral rolle i restruktureringsprosesser, og i relasjonen mellom ledelsen og eierne (Cornelli og Karakas 2008).

Dagens aksjelover har gitt styret nye muligheter i forhold til prioritering og styring, samtidig som de utvider og konkretiserer styre- og forvaltningsorganet. Nettopp av disse grunner har det nå blitt vanlig at større selskap informerer styret og sine aksjonærer om forhold relatert til styring og kontroll (Deloach 2000).

Det hevdes, på bakgrunn av funn i studier, at styrever er markedslosninger for et organisatorisk designproblem, og en endogen enhet som bidrar til å minimere problemer med asymmetrisk informasjon i enhver stor organisasjon (Hermalin og Weisbach 2003).

Utvelgelse av styret

Ved spredt eierskap (passivt eierskap) stemmer og velger aksjonærene ut personer, gjennom generalforsamlingen, til å representere eierne i bedriftenes styrever. De aktuelle kandidatene kan utnevnes av ulike involverte parter. Ved aktivt eierskap etablerer eierne seg selv i styret.

Et interessant funn, avdekket av Hermalin og Weisbach (1998, 2003), har for øvrig vist at valg av styre og bedriftens "performance" er begge endogene variabler, og kausaliteten kan ikke bestemmes i deres studie.

For øvrig har Linck, Netter og Yang (2007) funnet at børsnoterte bedrifter organiserer sine styrever på en måte som balanserer kostnader mot nytte, i forhold til styrets overvåknings- og rådgiverrolle.

4.3 Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften

Kommunikasjonen mellom en aktiv eier og ledelse i oppkjøpt bedrift, er funnet å være både direkte og lett tilgjengelig. I tillegg karakteriseres den som effektiv i den forstand at alle involverte personer i lik grad deltar (Walker 2007).

4.4 Styrets sammensetning og rollefordeling

Styrene i oppkjøpte bedrifter tenderer til å være relativt små. Motivet for dette er blant annet en påstand om at større styrever er mindre effektive enn små (Jensen 1993). Det er eksempelvis påvist at store styrever er korrelert med lavere "performance" enn i mindre styrever (Yermack 1996).

I en studie gjort av Kaplan og Gertner (1996) ble det faktisk funnet at børsnoterte bedrifter, som i en periode har vært under aktivt eierskap, og så etter en viss tid har returnert til børs, har mindre styrever enn andre bedrifter i markedet, justert for størrelse og industri.

En annen grunn til at styrene er relativt små er at antall eiere mest sannsynlig er redusert eller er få i antall. I denne sammenheng kan det trekkes frem at i tilfeller hvor en transaksjon eksempelvis involverer flere private equity aktører, vil hver aktør ønske å ha minst en representant i styret, noe som på sin side resulterer i større styrer (Cornelli og Karakas 2008). Flere styremedlemmer behøver imidlertid ikke bety en endring i hvordan styret fungerer, men er heller et ønske fra den enkelte eier om å oppnå mer innflytelse (Hermalin og Weisbach 2003). Det er også slik at i tilfeller hvor oppkjøpsaktøren velger å bytte ut ledelsen tenderer private equity-aktører å ta flere styreplasser (Lerner 1994).

For å bygge videre på denne tråden, er det bevist at styrene i oppkjøpte bedrifter tenderer til å være større enn hva lover og regler setter krav til (Hermalin og Weisbach 2003). Årsaken til dette forklares med et økt behov for overvåkning og kontroll, som har vært styrets hovedfokus fra utgangspunktet av.

I korte trekk er det lovfestet at bedrifter med en aksjekapital større en NOK 3 millioner, skal ha minst tre styremedlem (Aksjeloven § 6-1). I tillegg har de ansatte rett til å velge ett styremedlem i bedrifter med mer enn 30 ansatte, og inntil en tredjedel ved over 50 ansatte (Aksjeloven § 6-4). Det forekommer for øvrig ulike komplekse organisasjons- og eierskapsstrukturer innen private equity, hvor andre bestemmelser kan gjelde (Cornelli og Karakas 2008).

Styrets sammensetning

Styrets sammensetning virker inn på hvordan makt og innflytelse er allokert og opptrer i styret. I tillegg vil det også svært sannsynlig virke inn på hvordan selve styret arbeider og fungerer (Keasey et al. 2005). Viktige faktorer for utvelgelse av styret er vanligvis personlig lojalitet og grad av uavhengighet. Eksempelvis er det en kritisk oppgave for CEO å velge eksterne personer til styret. Det er observert at CEO ofte foreslår å ta med seg en ekstern inn i styret, og at aksjonærene som regel godtar og stemmer inn denne foreslåtte representanten (Keasey et al. 2005).

I tillegg til representanter fra oppkjøpsaktøren og eventuelt andre eventuelt store egenkapitaleiere, sitter CEO i styret til oppkjøpte bedrifter (Jensen 1989, 1993). CEO er eneste interne i styret, noe som for øvrig anbefales ettersom et høyt antall interne, vil gi for lite ekspertise i styret, og svak overvåkning (Jensen 1989, 1993).

Ulike typer styremedlemmer

Keasey et al. (2005) understreker at en har ulike typer styremedlemmer. I hovedsak er det et skille mellom styremedlem som er ansatt internt i bedriften, eksempelvis toppledelse, og styremedlem uten noe form for lederansvar i daglig drift, såkalte *outside directors*.

Disse "outside directors" kan videre deles opp i to:

- *affiliated outsiders* – personer med tidligere relasjon til bedriften, enten gjennom tidligere posisjon i toppledelsen eller som representant for en stor kunde eller leverandør han eller hun har sluttet seg til.
- *non-affiliated outsiders/independent non-executive* - styremedlem uten noen kontraktfestet relasjon til bedriften annet enn styrehonorar og eventuelle aksjer.

Eksterne styremedlemmer

Bedrifter kjøpt opp av private equity-aktører henter inn et fåtall eksterne personer til styret (Cornelli og Karakas 2008). Det er for øvrig vanskelig å identifisere hva en ekstern person virkelig er når det gjelder relasjoner (Kester og Luehrmann 1995). Det mest nærliggende er å karakterisere dem i dette tilfellet som "independent non executive directors".

Forskning viser at en fornuftig andel av eksterne styremedlemmer assosieres med bedre finansiell prestasjon, sammenliknet med de som har lavere prosentandel av eksterne styremedlemmer (Pearce og Zahra 1991). I tillegg er det funnet at størrelse og symmetri av eksterne styremedlemmer er assosiert med bedre ledelsesincentiv, og derav bedre prestasjon (Cornelli og Karakas 2008).

Eksterne styremedlemmer antas å spille en viktig rolle som rådgivere (Kester og Luehrmann 1995). Blant annet er ofte en CEO mer tilbøyelig til å rådføre seg med eksterne personer i viktige strategiske spørsmål (Westphal 1999). På samme tidspunkt er det vist at i styret hvor eksterne styremedlemmer dominerer, demotiveres ledelsen til å gjøre strategiske beslutninger som involverer høyere forventet risiko og høyere forventet avkastning (Baysinger og Hoskinsson 1988). Dette fører på sin side til økt diversifisering.

Eksterne styremedlemmer hentes først og fremst inn fordi de har en gjennomgående kunnskap om sakene til det nye selskapet og dermed kunnskap til å overvåke (Jensen 1993). Svak og dårlig

bedriftsprestasjon kan stimulere til å hente inn en ny "non executive director" til styret av kontroll- og overvåkningshensyn (Hermalin og Weisbach 1988). I tillegg er det funnet en sterk sannsynlighet for at eksterne styremedlemmer sikrer styret uavhengighet og overvåkningsmakt over CEO (Weisbach 1988). Videre kan det påpekes med bakgrunn i de nevnte momentene at komplekse bedrifter har et større behov for eksterne styremedlemmer, og har derfor et høyere antall eksterne personer i sine styrer enn mindre komplekse selskap (Daniel og Naveen 2007). I denne konteksten har Boone et al. (2007) funnet at bedriftsomsfang og kompleksitet av driften er korrelert med antall eksterne og uavhengige styremedlemmer, og at en derfor kan måle kompleksitet gjennom antall eksterne styremedlemmer.

4.5 PE-representantenes rolle i styret

PE-aktørenes styrerepresentanter er mest aktive i komplekse og utfordrende transaksjoner, og aktørene virker å justere sin styrerepresentasjon i forhold til forventede utfordringer i investeringen (Cornelli og Karakas 2008). I tilfeller hvor et business-case forutsettes å være av høyere vanskelighetsgrad er PE-aktøren mer involvert og styrerepresentasjonen større. I så måte vil en kunne si at antall styremedlemmer gjenspeiler hvor aktiv PE-aktøren er i eierstyringen (Cornelli og Karakas 2008). PE-aktørene besitter også som regel en kompetanse som gjør de i stand til å ta lederroller i styret (Keasey et al. 2005).

PE-aktørene er altså av den oppfatning at enkeltpersoner i styret kan hjelpe til i utfordrende prosesser, men ettersom personer med en slik type kompetanse og erfaring er en knapp ressurs, blir de satt inn i styret bare hvis deres tilførsel av kompetanse er signifikant (Cornelli og Karakas 2008). Cornelli og Karakas har også funnet at umiddelbart etter et oppkjøp finner en flere PE-representanter i bedrifter hvor PE-aktøren antar at det tar lenger tid før en exit kan gjennomføres.

Det er forsket på hvorvidt mer erfarne PE-aktører reduserer størrelsen på styret i høyere grad enn mindre erfarne, men en har imidlertid ikke funnet støtte for dette (Cornelli og Karakas 2008). Antakelsen bygger imidlertid på at erfarne aktører kan trenge færre personer i styret for å overvåke ledelsen, ettersom deres representanter er mer erfarne og innehar bedre kompetanse til å fullføre relaterte oppgaver.

4.6 PE-aktørens generelle rolle

Private equity-aktører skiller seg ut fra mengden ved å ha en balanse av lederkompetanse som sannsynligvis vil involvere mer sektorerfaring, i tillegg til den typiske, smale finansielle overvåkningskompetansen (Keasey et al. 2005).

Undersøkelser viser at CEO og ledelsen i oppkjøpt bedrift som regel stiller seg positive til samarbeid med PE-aktøren når det gjelder finansielle utfordringer, mens involvering i interne ledelsesspørsmål kan oppleves som negativt (Keasey et al. 2005).

4.7 Rådgivning vs overvåkning

Eiere av bedrifter har ofte det en kaller et *agentproblem*. Dette går i korte trekk ut på hvordan en skal sikre at ledelsen bruker sitt skjønn på måter som er konsistente med investorens interesser (Keasey et al. 2005). Hermalin og Weisbach (2003) har funnet at større styrever reduserer agentproblemet.

Styrever i børsnoterte bedrifter har tradisjonelt fungert som et overvåkende organ, blant annet for å redusere agentproblemet. I tillegg vil en ledelse av børsnoterte selskap bli disiplinert gjennom en lav eller fallende aksjekurs, noe som på sin side innebærer at markedet har en overvåkningseffekt. Forskning har i denne sammenheng vist at når investoren er et privat selskap, går behovet for overvåkning langt utover det som genereres gjennom konvensjonelle regnskapsføring (Mitchell et al. 1995).

Ifølge Cornelli og Karakas (2008) kan en ikke si at PE-styrever er signifikant forskjellig fra styrever med spredt eierskap. De understreker at når en sammenlikner styrever i børsnoterte selskap og selskap eid av PE-aktører, må en være oppmerksom på at styrets rolle ikke kan være eksakt lik grunnet blant annet betydelig forskjell i eierskapsstrukturen. Walker (2007) påpeker at hoveddriveren av reformer i den korporative styringen av børsnoterte selskap har vært å re-fremheve rollen til styret som en verge for aksjonærenes interesser, mens private equity-modellen ikke har dette behovet. Det vil si at et børsnotert selskap i motsetning til PE-eide selskap har et diversifisert eierskap, og som en konsekvens av dette kan ikke aksjonærene selv overvåke ledelsen, men stole på at styret gjør det. På sin side eier PE-aktører en stor andel av bedriften, noe som tillater dem å overvåke og gi råd til ledelsen kontinuerlig. I tillegg sitter de selv i styret.

I sammenheng med dette stiller Cornelli og Karakas (2008) spørsmålstegn til om bedrifter som blir kjøpt opp av PE-fond trenger et styre i det hele tatt. De poengterer samtidig at overvåkning og rådgivning blir gitt nettopp gjennom styret, og antyder med det at et styre er nødvendig. De har heller ikke klart å finne bevis for at PE-aktører er mer involvert i overvåknings- og rådgiverrollen enn andre.

Imidlertid kan det antydes at aktive investorer, som eier en meget stor andel av egenkapitalen, er utsatt for mindre grad av alvorlige agentproblemer enn små aksjonærer, som eier små andeler av egenkapitalen. Det kan for øvrig likevel oppstå liknende asymmetriske informasjonsproblemer i noen tilfeller (Keasey et al. 2005). Det innebærer at det altså kan dukke opp styringsproblemer som en finner ved uklart eierskap. Dette gjelder spesielt i forkant av transaksjonstidspunktet og selve transaksjonen, hvor store mengder informasjon utveksles og avdekkes.

Eksempelvis kan en investeringsaktør i et oppkjøp av typen MBO bli villedet av en bedriftsledelse som ønsker å underdrive problemer i redsel for at avtalen ikke skal virke levedyktig, eller overdrive problemer for å redusere en transaksjonspris (Keasey et al. 2005). I oppkjøp av typen MBI, hvor investeringsaktøren ofte besitter mer bransjekunnskap, vil denne type problemer kunne reduseres, og i tillegg vil de sannsynligvis inneha et relevant nettverk, som kan bidra til avdekking av informasjon.

Det er observert tilfeller av omvendt asymmetrisk informasjon, hvor PE-aktøren med vilje underpriser bedriften med tanke på og hensyn til et fremtidsrettet salg, for eksempel en børsnotering (Keasey et al. 2005).

Gjeldende for alle typer eierskap er at direkte overvåkning blir vanskeligere desto større bedriften er, og desto mer kompleks driften er og blir (Keasey et al. 2005). Med det som utgangspunkt kan en antyde at behovet for overvåkning innenfor buyout-segmentet sannsynligvis øker, ettersom det her fokuseres på høy vekst (både gjennom organisk vekst og oppkjøp), som på sin side med stor sannsynlighet vil resultere i en større og mer kompleks bedrift.

Bruk av incentiv

Keasey et al. (2005) trekker frem fire typiske trekk ved oppkjøpstransaksjoner:

- Lederen og ledelsens andel av egenkapitalen øker
- Overvåkningsincentiv i bedriften øker
- Overført innflytelse
- Innføring av prestasjonsrelaterte kontrakter på forskjellige nivå i organisasjonen

Angående incentiv og kontrakter, påpeker Hermalin og Weisbach (2003) at vi i moderne tid opplever at ledelsen har fått flere ordninger som skal fungere som incentiv. Keasey et al. (2005) gjør rede for at det blir introdusert kontrollredskap for å gi banker og andre gjeldshavere innsyn i etterkant av en oppkjøpstransaksjon, og at det ofte inngås kontrakter som tilsier at mer informasjon enn vanlig skal rapporteres.

Sahlman (1990) indikerer, i samsvar med de andre, at flertallet av aktører som gjør buyouts, bruker forskjellige mekanismer for både å stimulere til bedre "performance" og for å avdekke nøyaktig informasjon. Slike mekanismer kan eksempelvis være egenkapitalopsjoner som gir finansieringskilden kontroll under visse forhold. Kompensasjonen baseres på skapt verdi, og agenten tvinges til å distribuere kapital og profitt, og er i tillegg nødt til å skaffe en godkjenning og samtykke fra investorer for visse type handlinger. Slike handlinger kan være eksempelvis spesielle typer investeringer og avhendelser og fusjoner.

4.8 Endring av ledelse

Walker (2007) påpeker at innretting av felles interesser blir oppnådd gjennom at PE-aktøren ansetter den administrerende direktøren, samt regulerer og overvåker implementering av strategien i porteføljebedriften.

Dersom en skal anta at oppkjøp av bedrifter spiller en viktig styringsrolle, vil et aspekt av dette være at ledelsen erstattes etter at transaksjonen og oppkjøpet er gjennomført (Keasey et al. 2005). Faktisk viser det seg at nettopp erstatning av ledelsen i bedrifter som blir kjøpt opp, er noe av det mest konsistente funnet i empiriske analyser av oppkjøp (Shleifer og Vishny 1997).

Senere studier har i tillegg identifisert høyere rater av CEO-turnover i bedrifter som har vist svakere resultater før oppkjøp. Dette gir på sin side støtte for at oppkjøp har en styringsrolle (Keasey et al. 2005).

Turnover

Forskning viser at CEO- og styre-turnover i PE-eide bedrifter er høy, men påpeker at graden av eksempelvis CEO-turnover vil blant annet avhenge av karakteristika ved selve oppkjøpet (Cornelli og Karakas 2008). For eksempel er det registrert betydelig lavere ledelse-turnover i såkalte MBOs, noe som for øvrig er naturlig i forhold til oppkjøpets karakteristiske natur. Imidlertid har en ikke kunnet si akkurat hva som driver disse endringene.

Det er gjort flere studier for å avdekke og kartlegge turnover-rater i oppkjøpte bedrifter. Wals (1988) fant blant annet i en studie at ledelse-turnover var signifikant høyere i oppkjøpte bedrifter de fem første årene etter oppkjøp, og i tillegg at den var høyere i fiendtlige oppkjøp sammenliknet med ikke-fiendtlige oppkjøp. Kennedy og Limmack (1996) fant i en britisk basert studie at CEO-turnover er 40 prosent første året, og 26 prosent andre året etter et vellykket oppkjøp. Den tilsvarende turnover-raten i forkant av oppkjøpet er på henholdsvis 6 og 10 prosent. De fant for øvrig ingen forskjell i ratene mellom fiendtlige og vennlige oppkjøp.

Bakgrunn for endring

I tilnærmet alle tilfeller hvor en CEO blir byttet ut, anses ikke ledelsen som effektiv og til å stole på (Cornelli og Karakas 2008). I tillegg er det svært sannsynlig at PE-aktøren har identifisert at en forbedring av bedriftens "performance" vil være av høy vanskelighetsgrad. Samtidig er det slik at noen bedrifter blir kjøpt opp fordi PE-aktøren tror at bedriftens "performance" kan forbedres, og ikke fordi ledelsen er ineffektiv. I slike tilfeller er det følgelig ikke behov for å bytte ledelsen.

Det er funnet at i tilfeller hvor ledelsen byttes ut etter oppkjøpet, vil antall interne personer i styret reduseres (Cornelli og Karakas 2008). En slik endring tilsier at PE-aktør har sett rom for forbedringer i prestasjon, og antall interne representanter i styret ble betraktet som overflødig og muligens ansvarlig for bedriftens manglende resultater. Ellers viser det seg at når styret er dominert av interne fra bedriften, kan det ta lang tid før en CEO blir oppsagt (Jensen 1993). Det er påvist at interne er mer forståelsesfulle når det gjelder CEO i egen bedrift.

4.9 Langsiktighet i investeringen

Mange forskere har funnet at de fleste buyouts er fulgt av et mangfold av incentivordninger (bl.a. Jensen 1993). Tiden fra investering til exit kan strekke seg opp mot ti år, og det utelukkende og overordnede målet til PE-aktører er å selge sine eierandeler med høyest mulig gevinst innenfor en bestemt tidsperiode. I så måte vil en anta at incentivene siktes inn mot en høyest mulig verdi for bedriften innen slutten av den langsiktige tidsrammen. Sahlman (1990) viser eksempelvis til at incentiv av denne typen gir kompensasjon basert på skapt verdi.

Cornelli og Karakas (2008) trekker frem at funn når det gjelder CEO- og styreturnover ikke støtter opp under antakelsen om at PE-selskap har et langsiktig perspektiv. Langsiktighet skulle tillate bedriften å være mindre sensitiv for kortsiktige resultater (og i tillegg bruke ledelsesincentiver til å investere i langsiktig vekst). På den andre siden kan en høy CEO-turnover for eksempel være konsistent med en periode med meget store restruktureringer og refokusering, men det er vanskelig å forsonne dette med at PE-aktører har et langsiktig perspektiv. Det er ofte argumentert for at PE-aktører er i stand til å gi deres CEO nettopp en lenger horisont til å planlegge bedriftsvekst, og en skulle da tro at CEO-turnover reduseres etter eksempelvis en LBO, men Cornelli og Karakas (2008) finner det motsatte. På den andre siden synker CEO-turnover i såkalte MBOs naturlig nok, ettersom CEO og ledelsen som regel eier en stor andel av aksjene.

4.10 Grad av involvering i daglig drift

PE-aktørens representanter vil mest sannsynlig ikke bare besitte finansiell kompetanse, men bidra også på et mer operasjonelt plan (Keasey et al. 2005). PE-aktørene vil også i mange tilfeller besitte lederkompetanse, som gjør dem i stand til å ta lederposisjoner internt i bedriften i perioder, dersom det er nødvendig (Keasey et al. 2005).

PE-aktørens rolle vil også variere med bedriftens "performance" (Keasey et al. 2005). Det kan være slik at når det observeres svak "performance", gjennom observerbare finansielle og ikke-finansielle mål, tar aktøren over mer av styringen. I tilfeller hvor det observeres sterk "performance", vil aktøren redusere sin involvering i styringen, men samtidig få rettigheter i forhold til kontantstrøm. Kontantstrøm-incentiv og kontrollrettighetsmekanismer er komplementære, ikke substitutter, ifølge Keasey et al. (2005).

I en studie av Cornelli og Karakas (2008) er det ikke funnet bevis på at økt involvering av private equity-aktører faktisk fører til bedre prestasjon i forhold til eksempelvis bedriftsverdi, exit-muligheter eller driftsoverskudd. De understreker at å bevise et slikt tilfelle er meget vanskelig, først og fremst fordi valg av styrer og "performance" er endogene fastsatte variabler, og årsakssammenhengen kan ikke bestemmes. I tillegg kan finansielle data om bedrifter med et privat eierskap være upålitelige, både fordi informasjon ikke er tilgjengelig, og fordi eierstrukturen er kompleks.

4.11 Teoretisk utgangspunkt - forventninger til virkeligheten

I dette delkapitlet gis det først et sammendrag av presentert teori om aktiv eierstyring. Basert på dette sammendraget oppsummeres det hvordan virkeligheten i følge teorien skal se ut. Dette er det teoretiske grunnlaget for utredningens hypotese, som skal undersøkes i den empiriske analysen. Den siste delen presenterer en overgang fra teoretisk utgangspunkt til empirisk analyse.

Problemstillingen som adresseres i denne delen er: ***Hvor aktiv er den aktive eierstyringen?***

4.11.1 Teoretisk sammendrag og utgangspunkt - aktiv eierstyring

Denne delen er i all hovedsak basert på presentert teori i kapittel 4. Der det er relevant, trekkes det inn noen momenter fra kapittel 3. Introduksjon til private equity.

En PE-aktør kjøper enten opp eller sikrer seg en kontrollerende andel i bedrifter, og etablerer egne representanter i styret. Styret for øvrig velges ut av PE-aktøren selv, og tenderer til å være mindre i størrelse enn selskap med passivt eierskap, og derav også mer effektive. Styret anses å være en viktig ressurs i styringen av bedriften, spesielt ettersom bedriften mest sannsynlig vil gjennomgå store endringer i etterkant av oppkjøpet. Styret er både rådgiver og overvåker av ledelsen, og sørger for at det blir rapportert tilstrekkelig og relevant informasjon og at ledelsen tar handlinger som samsvarer med eierens interesser. PE-aktøren justerer sin representasjon i styret etter hvor store utfordringene er, og er av den oppfatning at enkeltpersoner i styret kan hjelpe til og bidra med nødvendig kompetanse og erfaring i slike situasjoner. I tilfeller hvor flere PE-aktører er egenkapitaleiere, vil det være et ønske om flere styreplasser, og derav et større styre. PE-aktørene henter inn noen få eksterne personer til styrene sine. Dette gjør de for å få inn relevant kompetanse og erfaring, som på sin side vil gjøre slike personer i stand til å

overvåke. Behovet for eksterne øker med grad av kompleksitet i bedriften, og i tillegg vil en svak bedriftsprestasjon stimulere til å hente flere eksterne inn i styret. CEO er som regel eneste interne i styret.

PE-aktøren bytter veldig ofte ut ledelsen, avhengig av om den anses som ineffektiv eller ikke. I tillegg er det en høy CEO- og styre-turnover i etterkant av oppkjøpet og utover i investeringsperioden. PE-representantene og ledelsen i bedriften har en effektiv, kontinuerlig og direkte dialog. I tillegg følger PE-representantene tett opp ledelsen, utviklingen av bedriften og driften, og regulerer og overvåker implementeringen av strategien. PE-representantene besitter finansiell kompetanse og kompetanse innen restrukturering og bedriftsutvikling. I tillegg besitter de ofte bransje- og sektorerfaring. De har også lederkompetanse, som gjør dem i stand til å ta lederroller i styret og i bedriften (i perioder) ved behov eller ønske. Typiske oppgaver de involverer seg i er finansiering, strategiutvikling, rasjonalisering og ledelsesrekruttering. PE-aktøren og dets representanter bringer ofte inn en ny dimensjon i forhold til kompetanse og nettverk, som mindre bedrifter ikke kan dekke selv. PE-aktøren deltar i høy grad i beslutningstaking gjennom strategiske tiltak, og eierrollen utøves i kraft av eierandelen. PE-representantene er mest aktive i komplekse og utfordrende transaksjoner. I tillegg vil PE-aktørens rolle variere etter bedriftens "performance", hvor det er høyere involvering ved svak "performance", og omvendt.

Overvåkningsbehovet virker å være noe lavere enn ved passivt eierskap, grunnet den tette oppfølgingen. Teorien er imidlertid ikke konsistent på dette området. Det er også svært vanlig at ledelsen eier en andel av egenkapitalen, og at det innføres overvåkningsincentiv og prestasjonsrelaterte kontrakter i bedriften. Incentivene vil også bygge opp under det overordnede målet om å oppnå langsiktig vekst, og derav høy verdi av bedriften ved salgstidspunktet.

4.11.2 Forventning til virkelighet - hypotese

På bakgrunn av sammendraget vil en forventning til virkeligheten være at det aktive eierskapet er aktivt. Dette kan en blant annet se gjennom styringsrollen oppkjøpet har, endring av ledelse og innføring av strategiske tiltak. I tillegg påvirker PE-aktøren ledelsen gjennom en tett dialog og oppfølging av ledelsen, lederroller i styret, kompetansebidrag på flere områder, og involvering i bransje og sektorrelaterte utfordringer.

Hypotesen er et resultat av en mengde ulike empiriske funn gjort av en rekke forskere. Teorien angående i hvilken grad aktørene involverer seg i den daglige driften er uklar. Det kommer henholdsvis frem at aktørene besitter kompetanse utover finansiell, og at de i mange tilfeller tar lederposisjoner internt i bedriften i perioder. I så måte er det valgt å ta utgangspunkt i dette i utviklingen av hypotesen.

Basert på dette er hypotesen som følger:

Det aktive eierskapet er i høy grad aktivt. PE-aktører går i høy grad inn for å påvirke ledelsen, og gjennom involvering på flere områder påvirker de den daglige driften.

Overgang til den empiriske analysen

Denne hypotesen er utgangspunktet for den empiriske analysen, som på sin side vil søke å bekrefte eller avkrefte, eller bringe inn nyanser i forhold til det teoretiske utgangspunktet. Basert på sammendraget i kapittel 4.11.1 er det utarbeidet et spørreskjema (intervjuguide). Ved bruk av spørreskjemaet er det søkt å finne svar på de ulike faktorene, for slik kunne gi svar på hypotesen. Dette spørreskjemaet er brukt i innsamlingen av data, som er grunnlaget for den empiriske analysen.

Spørreskjemaet finnes i Appendiks 1, under "Hvor aktivt er det aktive eierskapet".

5. Balansert målstyring

I dette kapitlet presenteres relevant teori om balansert målstyring. I kapittel 5.1 Introduksjon til teori om balansert målstyring gjøres det rede for bakgrunn og motiv for kapitlets oppbygging og teoriinnhold.

5.1 Introduksjon til teori om balansert målstyring

Det avsnittet knytter i første omgang balansert målstyring og aktiv eierstyring sammen.

Denne utredningen søker på den ene siden å analysere og beskrive det aktive eierskapet. Det undersøkes i hvilken grad det aktive eierskapet er aktivt, og det forutsettes i så måte implisitt at

eierskapet er aktivt, noe som for øvrig gjenspeiles direkte i den teoretiske hypotesen i kapittel 4.11.2 Forventning til virkelighet – hypotese. Når det er sagt, søker utredningen gjennom den todelte problemstillingen, i tillegg å beskrive det aktive eierskapet. I litteraturen påpekes det at for å oppnå suksessfulle bedrifter, kreves en helhetlig virksomhetsstyring. Altså, det er ikke utelukkende tilfredsstillende å utføre et aktivt eierskap, eierstyringen må følgelig også være god, og derav stimulere til helhetlig virksomhetsstyring. Balansert målstyring er på sin side et helhetlig styringsverktøy, og det er i denne sammenheng den balanserte målstyringen kommer inn i bildet. Utredningen søker å undersøke i hvilken grad den balanserte målstyringen faktisk er balansert hos PE-aktører.

Gjengitt teori om balansert målstyring er derfor bygget opp på følgende måte:

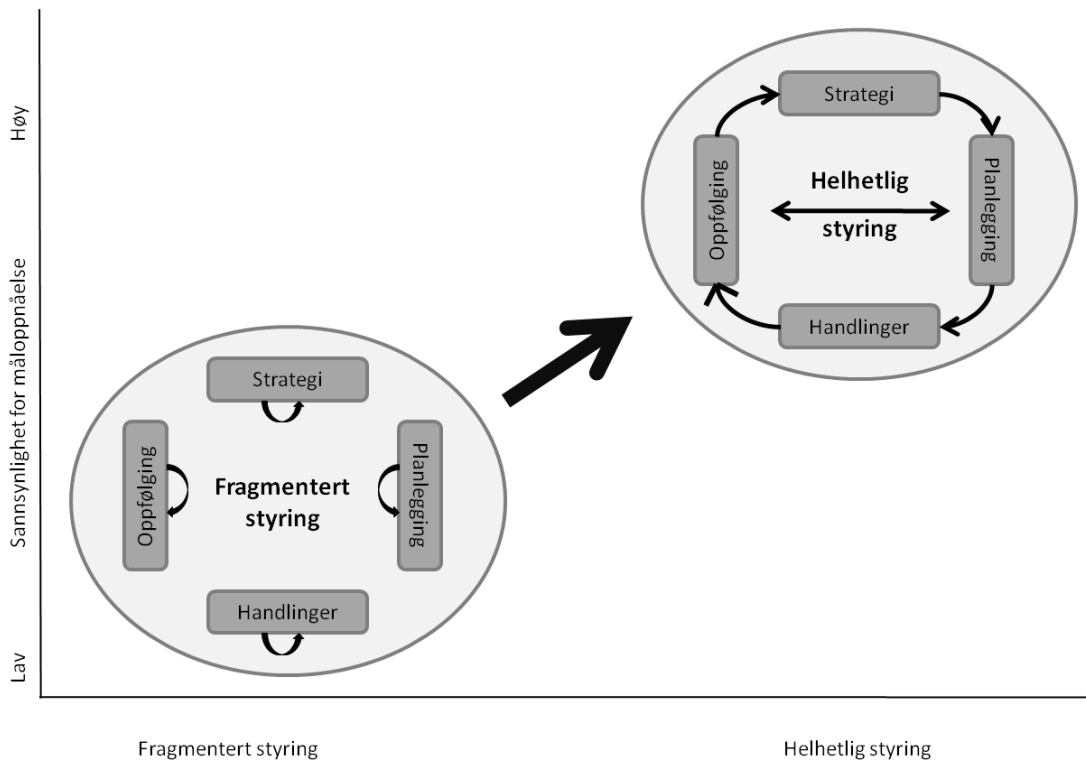
I Kapittel 5.2 gjøres det kort rede for den historiske utviklingen fra et fragmentert til et helhetlig fokus og hvilke muligheter dette gir. Kapittel 5.3 presenterer deretter prinsippene i helhetlig virksomhetsstyring, og kapittel 5.4 forklarer hvordan balansert målstyring fungerer som et helhetlig styringsverktøy. I kapittel 5.5 gjøres det rede for balansert målstyring og de fire perspektivene i det balanserte målkortet. Kapittel 5.6 forklarer hvordan det balanserte målkortet kan benyttes i strategiimplementeringen, med strategiske kart som virkemiddel. Kapittel 5.7 gjør rede for grunner til at målne bedrifter setter domineres av å være finansielle, og i hvilke sammenhenger de i tillegg innfører ikke-finansielle mål, noe som er relevant fordi balansert målstyring søker å innføre nettopp ikke-finansielle mål i tillegg. Kapittel 5.8 presenterer tidligere empiriske funn angående typiske strategiske tiltak i oppkjøpsbedrifter og hvilke nye dører en private equity-aktør åpner, strategisk sett. Disse to siste delkapitelene søker slik å supplere teorien i kapitlet.

I kapittel 5.9 oppsummeres til slutt de teoretiske hovedmomentene angående balansert målstyring, og det dannes en forventning til virkeligheten og en hypotese som skal undersøkes i den empiriske analysen.

5.2 Fra fragmentert til helhetlig styring

Litteraturen rundt helhetlig virksomhetsstyring er i hovedsak basert på litteratur fra Kaplan og Norton (1996, 2000, 2001, 2004), og Kaplan og Atkinson (1998).

Tidligere var fokuset innen økonomisk styring hovedsakelig finansielt. Strategi ble bestemt av bedriftens ledelse, og det ble utarbeidet budsjett med utgangspunkt i historiske tall. På grunnlag av budsjettet ble det dannet handlingsplaner for virksomheten, og underveis i budsjettåret var fokuset på å kontrollere aktivitetene opp mot de fastsatte planene. Verktøy som budsjett- og avviksanalyser, standardkost og finansielle resultatmål stod sterkt i den tidligere økonomistyringen (Bjørnenak 2003).



Figur 8: Fra fragmentert til helhetlig styring (Brønnøysundregisteret 2008)

Styring med et finansielt fokus blir fragmentert, og dette inspirerte til utvikling av flere nye styringssystemer som Economic Value Added (EVA), Activity Based Costing (ABC) og Balance Scorecard (balansert målstyring) i starten av 90-årene. Bjørnenak (2003) trekker frem at det som er felles for disse systemene er at de forfekter å ha en strategisk orientering i økonomistyringen.

Den balanserte målstyringen har en mer helhetlig tilnærming til økonomistyringen, og sikrer sammenheng i strategi, planprosesser, gjennomføring og oppfølging.

Et utvidet fokus

Skifte i fokuset har ført til at bedrifter ikke lenger kan oppnå varige konkurransefortrinn gjennom eksellent ledelse av finansielle eiendeler og gjeld, noe som tradisjonelt sett har vært private equity-aktørers hovedkompetanse (Keasey et al. 2005). Den nye tidsalderen krever nye kapasiteter for konkurransemessig suksess, og evnen til å mobilisere og utnytte sine immaterielle eller usynlige aktiva har blitt mye mer avgjørende.

Ifølge Kaplan og Atkinson (1998) gjør immaterielle eiendeler det mulig for en organisasjon å

- utvikle kundeforhold som forsterker lojaliteten til eksisterende kunder og setter nye kundesegmenter og markedsområder i stand til å bli effektivt betjent
- introdusere innovative produkter og tjenester som er ønsket av målrettede kundesegmenter
- produsere skreddersydde høykvalitetsprodukter og tjenester til lav kostnad og med kort leveringstid
- mobilisere ansattes kompetanse og motivasjon for kontinuerlig forbedringer i prosesskapasitet, kvalitet og responstid
- innføre ny informasjonsteknologi og systemer

Etter hvert som bedrifter investerer i programmer og initiativ for å bygge evne og kapasitet, vil likevel de primære evalueringssystemene bestå av overvåking (her: monitoring) av fremskritt og utvikling i form av månedlig, kvartalsvis og årlige finansielle rapporter. Ideelt sett skal den finansielle rapporteringsmodellen i tidsalderskiftet ha gått over til å inkludere bedriftens immaterielle og intellektuelle aktiva, motivasjon og ansattes kompetanse, responstid og interne prosesser, og kundemassens tilfredsstillelse og lojalitet.

5.3 Prinsippene i helhetlig virksomhetsstyring

For å oppnå helhetlig virksomhetsstyring må en bedrive strategisk planlegging, budsjettering, ressursallokering og kontroll (Anthony og Govindarajan 2004). Målet med helhetlig virksomhetsstyring er å implementere strategien gjennom hele virksomheten, og det fundamentale er om bedriften klarer å operasjonalisere strategien. Det må derfor sikres at strategien blir implementert gjennomgående i hele bedriften, og at den ikke bare blir et dokument som de ansatte ikke forstår hvordan de kan bruke i praksis.

Smith (2005) påpeker at følgende fem nøkkelfaktorer må dra i samme retning for å sikre måloppnåelse i ulike virksomheter:

- Overordnet mål
- Mål
- Målevariabler
- Operasjonelle strategier
- Målesystemer

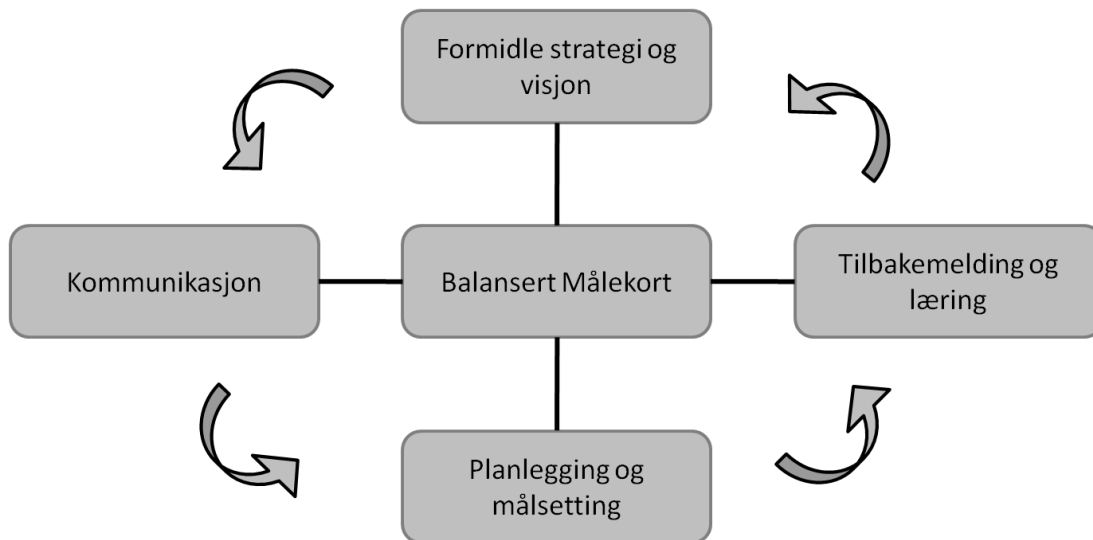
Gjennom disse fem nøkkelfaktorene får bedriften et helhetlig syn på virksomhetsstyringen, og sannsynligheten for at alle ansatte i bedriften jobber mot felles mål styrkes betraktelig. Essensen ligger i at helheten i bedriften må synliggjøres, og de ansatte må vite hva de arbeider mot, og de må måles på det som er kritisk for måloppnåelsen i bedriften.

Informasjonen i styringssystemet bør inneholde både regnskapstall og ikke-regnskapstall, kvalitativ og kvantitativ informasjon, finansielle og ikke-finansielle tall, samt intern og ekstern informasjon. Ledelsen bruker disse systemene til å få oppdateringer på status i bedriften, og i tillegg sikre oppnåelse av bedriftens mål. I så måte er det essensielt med effektive og gode rapporteringssystemer.

5.4 Balansert målstyring – et helhetlig styringssystem

Det som kjennetegner balansert målstyring er innføring av finansielle og ikke-finansielle mål som en del av ledelsessystemet. Målene som bli satt i ulike deler av organisasjonen er fastsatt gjennom en "top-down" prosess fra bedriftens visjon og strategi gjennom hele virksomheten.

Målene, både de finansielle og de ikke-finansielle, som settes blir balansert mellom resultatmål med utgangspunkt i historikk, og mål som skal være med på å skape fremtidige resultater. På denne måten blir systemet mer enn et målesystem – det blir et styresystem som er med på å drive virksomheten i den riktige retningen. Se figur 9 nedenfor.



Figur 9: Balansert målesystem (Kaplan og Norton 1996)

Det balanserte målkortet anvendes til å avklare og formidle visjon og strategi, kommunisere og knytte sammen mål og målevariablene, planlegge og sette mål med tilhørende strategiske initiativ, og til å sikre tilbakemeldinger og læring. Når da målene for selskapet settes i en "top-down" prosess, operasjonaliserer altså målkortet den fastsatte strategien.

Videre teori er basert på bøkene "Advanced Management Accounting", skrevet av Kaplan og Atkinson (1998), og "The Balanced Scorecard: translating strategy into action", skrevet av Kaplan og Norton (1996).

Målsetting på flere nivå

Det settes mål i et finansielt perspektiv, og derav et kundeperspektiv. Når slike mål er satt, må en identifisere de interne prosessene som er nødvendig for å nå målene i kundeperspektivet. Målene i prosessperspektivet blir virkemiddelet for å nå målene i kundeperspektivet. Avslutningsvis identifiseres det hva slags type opplæring de ansatte trenger, hvilke informasjonssystemer eller andre svakheter i organisasjonen som kan hindre bedriften å nå målene satt for de interne prosessene.

Kommunikasjon og linking av mål og målevariabler

Strategien må kommuniseres fra ledelsen og ut til hver avdeling og ansatt. Slik vil de ansatte lettere forstå målene til sin avdelings, og hvordan de selv kan bidra som et virkemiddel for å

oppnå avdelingens fastsatte mål, som igjen støtter opp under bedriftens mål. På denne måten vil effektiviserings tiltak og initiativ på avdelingsnivå støtte opp under bedriftens utvalgte strategi.

Målsetting og planlegging

Balansert målstyring lar virksomheten drive organisatorisk endring og utvikling, og gir på denne måten bedriften konkurransefortrinn. Ledelsen setter tre til fem års mål for de ulike målevariablene, og i tillegg settes det kortsiktige milepæler på veien. I denne sammenhengen kan en linke målkortet opp til budsjettet. Slike kortsiktige mål sikrer at bedriften er på vei mot de langsiktige målene.

Tilbakemelding og læring

Det mest prekære punktet i sløyfen er tilbakemelding og læring. Det balanserte målkortet gjør det mulig for ledelsen å overvåke innføringen av strategien og foreta endringer dersom det skulle være nødvendig. Det er ikke bare de virkelige resultatene som diskuteres, men også validiteten av forventninger til fremtiden. Slik oppnår bedriften en såkalt "double loop"-læring, hvor en kan stille seg kritisk til strategien og forutsetningene lagt til grunn, og ikke bare evaluere driften og resultatene mot de fastsatte målene ("singel-loop").

Diagnostiske vs strategiske mål

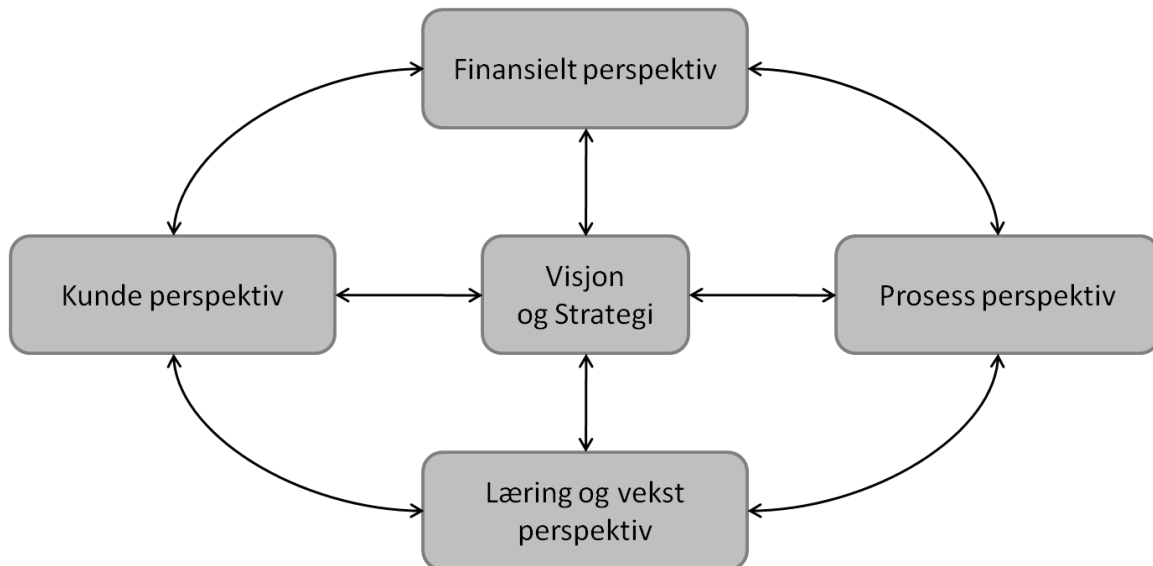
Det balanserte målkortet er ikke en erstatning for organisasjonens daglige målesystemer, men målene i det balanserte målekortet er valgt for å rette ledelsens og ansattes oppmerksomhet mot de faktorene som skaper en suksessfull prestasjon.

5.5 Det balanserte målkortet

Det balanserte målkortet (Kaplan og Atkinson 1998), består av fire perspektiv som balanserer kortsiktige og langsiktige mål. Når ledere kontinuerlig blir målt på hvilke kortsiktige finansielle resultater de klarer å levere, kan det føre til at fokuset på kortsiktige resultater går på bekostning av investeringer som vil gi langsiktig lønnsomhet. Det balanserte målkortet innfører i tillegg til det finansielle perspektivet, et kundeperspektiv, et perspektiv for de interne prosessene og et perspektiv for læring og utvikling. På denne måten kan bedriften ivareta sine langsiktige målsettinger. Det blir fastsatt en ønsket tilstand eller et mål for perspektivet, og hvilke virkemidler som skal benyttes for å nå den ønskede tilstanden. Å nå målene i et perspektiv, blir

virkemiddelet for å nå målene i et annet perspektiv. Denne årsak-virknings sammenhengen er helt essensiell i det balanserte målesystemet.

Figur 10 fremstiller de fire ulike perspektivene, og hvordan visjon og strategi overføres.



Figur 10: De fire perspektiv (Kaplan og Atkinson 1998)

Det finansielle perspektivet

Målene som settes i det finansielle perspektivet er i hovedsak relatert til lønnsomhet. I dette perspektivet vil de økonomiske konsekvensene av handlinger vises, og bedriften får i så måte svar på hvor vidt bedriftens strategi, implementering og utførelse er relatert til bunnlinjeforbedringer. Typiske mål innenfor dette perspektivet er salgsvekst, driftsinntekter, generert kontantstrøm, EVA eller ROCE.

Kundeperspektivet

I kundeperspektivet identifiserer ledelsen hvilke kunder og segmenter bedriften skal/bør satse på. Det blir fastsatt mål og målevariabler for det utvalgte segmentet. Gjennom perspektivet skal ledelsen tydelig formidle en unik kunde- og markedsstrategi som skal sikre bedriftens fremtidige finansielle resultater. En kunde- og markedsstrategi må inneholde en enestående "value proposition", som vil være avgjørende for i hvilken grad bedriften tiltrekker og beholder kunder.

Kundeperspektivet vil typisk inneholde flere kjernemål eller generiske mål for gode resultater fra en velformulert og implementert strategi. Det blir målt kundetilfredshet, gjenkjøp fra eksisterende kunder, nye kundeforhold, kundelønnsomhet, markedsandeler etc.

Perspektivet for de interne prosessene

I dette perspektivet identifiseres de kritiske interne prosessene for å skape en fordelaktig utvikling av bedriften. Disse kritiske interne prosessene kan i utgangspunktet deles i to. Det ene er å levere en verdi for kunder, som både tiltrekker og beholder kunder i målrettet markedssegment. Det andre er å levere høy finansiell avkastning.

Det balanserte målesystemet skiller seg betydelig fra andre tradisjonelle system i dette perspektivet. Det balanserte målkortet vil stadig identifisere helt nye prosesser som bedriften må lykkes med for å nå fastsatte mål i både det finansielle perspektivet og kundeperspektivet.. Det langsiktige fokuset i det balanserte målesystemet vises ved at bedriften forsøker å identifisere helt nye produkter og tjenester for å møte kundenes behov i fremtiden. En slik innovasjonsprosess er en mer effektiv driver av fremtidig lønnsomhet enn et ensidig fokus på operasjonell effektivitet (jf. konvensjonelle system). Det skapes ikke lenger lønnsomhet gjennom å være den som mest effektivt produserer varer eller tjenester få etterspør, og det er derfor viktig at bedriften tilbyr effektivt produserte produkt som besitter kongruens kvalitet og designkvalitet.

Lærings- og vekstperspektivet

Lærings- og vekstperspektivet identifiserer infrastrukturen som organisasjonen trenger for å skape langsiktig vekst og forbedring. Gjennom de tre andre perspektivene har det mest sannsynlig blitt identifisert et avvik mellom eksisterende kapasitet hos ansatte, system og prosesser, og det som kreves for å utføre de kritiske prosessene. For å redusere dette gapet må bedriften investere i opplæring av ansatte, tilpasse interne prosedyrer og utvikle de nødvendige informasjonssystem. Lærings- og vekstperspektivet består altså i hovedsak av mennesker, systemer og interne rutiner.

Litteratur innenfor balansert målstyring forteller også at bedrifter i noen tilfeller operer med et ekstra *medarbeider perspektiv* (Bergstrand 2005). En slik tilnærming skal i hovedsak være å finne i Europa. Dette perspektivet belyser indikatorer i virksomheten som leder til bedre prosesser og

bedre behandling av kunder, og slik indirekte medvirke til å nå målene i kundeperspektivet, og derav målene i det finansielle perspektivet.

5.5.1 Effekter av balansert målstyring

Innføring av balansert målstyring har flere implikasjoner for den økonomiske styringen. Fokuset skifter fra å være reaktivt til proaktivt, og bedriften må forsøke å være føre var og se nye muligheter og behov hos kunder. Fokuset skifter også fra detaljstyring til målstyring, som skaper et mer helhetlig fokus i motsetning til tidligere hvor en hadde fokus på kun deler av virksomheten. Videre har balansert målstyring et verdifokus, der en fokuserer på hvilke verdier en kan skape i fremtiden, fremfor å ha et ensidig fokus på operasjonell effektivitet og reduserte kostnader. Det balanserte målesystemet har også et sterkt kundefokus, og det er gjennom dette at de fremtidige verdiene skal bli skapt.

En oppnår en balanse mellom det kortsiktige finansielle fokuset og det langsiktige fokuset på de ikke-finansielle indikatorene med et slikt system. Strategien blir kommunisert til de ansatte gjennomgående i hele organisasjonen, med den hensikt å stimulere og å inspirere til innovasjon. Dette vil føre til forbedrede prosesser, som gir fornøyde, og derav lønnsomme kunder. Selve fokuset er å skape verdier i fremtiden, noe som ofte kan innebære en høyere prioritering enn selve periodens resultater.

Det balanserte målkortet bør for øvrig brukes som et kommunikasjons, informasjon og læringssystem, og ikke som et overvåkingssystem.

5.6 Strategiske kart

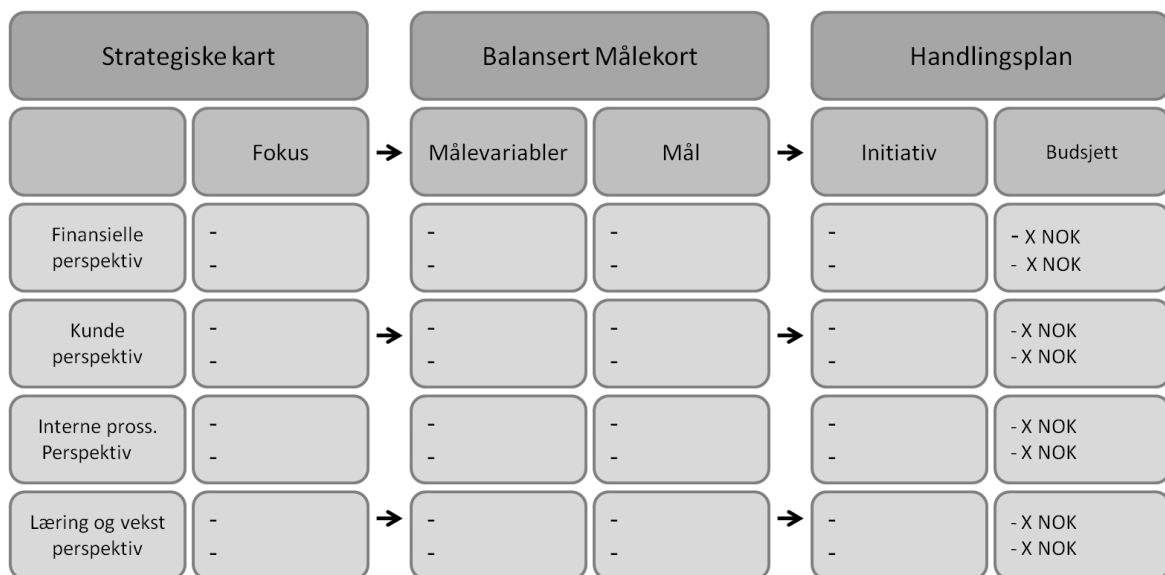
Strategiske kart er en videreutvikling av det balanserte målkortet, og et verktøy for å kommunisere strategien, prosessene og systemene som skal sikre implementeringen av strategien. Det er en systematisk fremstilling av de fire perspektivene og deres reflekssive avhengighet av hverandre for å skape økonomiske resultater fremover i tid. Det blir sørget for at de ansatte får et innlysende bilde av hvordan arbeidsoppgaver er linket til bedriftens overordnede mål, og viser årsak-virkning sammenheng mellom tiltak og ønsket tilstand.

Strategiske kart gir først et statisk bilde av virksomhetens strategi. Deretter gjøres imidlertid det strategiske kartet om til et dynamisk kart over verdiskapningen, gjennom å kvantifisere mål,

etablere tidspunkter for fullføring, samt planlegging og autorisasjon av initiativ. Det settes opp tidspunkt for når den ønskede tilstand skal være oppnådd.

Når virksomheten har identifisert både mål og oppnåelsestidspunkt, må nødvendige initiativ for å nå målet identifiseres. Avdelingene i bedriften vil bli tildelt et budsjett hvor avdelingens mål må nås innenfor gitte rammer, og det er på den måten det overordnede strategiske kartet gjør seg gjeldende. Det forhindrer at dette blir en fragmentert prosess hvor ulike avdelinger har motstridende mål.

Figuren 11 viser hvordan virksomheten søker å operasjonalisere strategien gjennom strategiske kart, balanserte målekort og handlingsplaner.



Figur 11: Strategiske kart (Kaplan og Norton 2004)

Til å begynne med utarbeides det et strategikart på overordnet nivå, hvor logikken til strategien beskrives, og det demonstreres hvilke kritiske interne prosesser som skal skape verdi, i tillegg til hvilken kunnskap som kreves for å støtte opp om aktivitetene. En slik fremgangsmåte skal sikre at alle ansatte jobber for å realisere den samme strategien. Imidlertid vil ikke strategien realiseres ved å identifisere mål og målevariablene, det må utarbeides handlingsplaner med budsjetter for ulike avdelinger i de fire perspektivene. Disse budsjettene må sikte på å nå målene som er satt i det balanserte målkortet. Når alle avdelingene får sine klare mål, budsjetter og

tidsplaner, kommuniserer toppledelsen til hver avdeling hvordan den enkelte avdeling er med på å realisere bedriftens visjon (Kaplan og Norton 2004).

5.7 Finansielle prestasjonsmål

I dette avsnittet gis det en innføring i tilnærmingen til finansiell kontroll og bakgrunnen for at bedrifter i hovedsak setter finansielle mål, i lys av balansert målstyring. Teori som presenteres er basert på boken "Advanced Management Accounting" av Kaplan og Atkinson (1998).

Prestasjonsmål kan være både av finansiell og ikke-finansiell karakter. Tradisjonelt sett har finansielle måltall vært brukt. Selv ti år etter at Kaplan og Atkinson hevdet dette, dominerer finansielle måltall. Tradisjonelt sett er de mest brukte finansielle prestasjonsmålene ulike varianter av profitt, marginer, bidrag, ROI og ulike typer yield.

Den typiske tilnærmingen til finansiell kontroll er først å sette prestasjonsmål og deretter måle prestasjon. Videre sammenliknes prestasjon mot mål, og det gjøres avviksanalyser mellom prestasjon og fastsatte mål. Etter dette må en dersom nødvendig iverksette tiltak i forhold til avviksanalysen.

Bakgrunn for bruk av finansielle prestasjonsmål

Finansielle måltall, slik som profitt, uttrykker direkte hva organisasjonens langsiktige mål er, som i nesten alle tilfeller kan sies å være finansielle. Nøye utvalgte finansielle prestasjonsmål skaper et aggregert syn på bedriftens strategi og operasjonelle taktikk. Et aggregert finansielt måltall er i så måte et summert måltall for suksessen til bedriftens "performance". Dersom en leverer under forventningene, er det et signal på at strategien eller taktikken ikke oppnår sine intenderte resultat, og kan slik være feilaktig. Et slikt resultat vil stimulere til å sette i gang en undersøkelse for å avdekke hva som er årsaken til et profittavvik

Kontroll i det små ved bruk av ikke-finansielle prestasjonsmål

Selv om bedrifter tradisjonelt sett praktiserer kontroll i det store og overordnede ("overall organization performance") gjennom å bruke finansielle prestasjonsmål, praktiserer de også kontroll i mindre grad. Dette kan eksempelvis være kontroll over prosesser, hvor en da bruker ikke-finansielle prestasjonsmål for å supplere finansielle prestasjonsmål. For eksempel kan

prestasjonen til en produksjonseenhet bli målt i både kostnad per enhet produsert (finansiell) og antall defekte enheter (ikke-finansiell).

For øvrig reflekterer interessen i ikke-finansielle prestasjonsmål generelt sett en forståelse for at finansielle måltall ofte er for enkle og noen ganger misvisende. De kortsiktige finansielle prestasjonsmålene er ikke intuitive måter for personer å forstå, lede og drifte en virksomhet. Dessverre har mange bedrifter ikke fullt ut forstått hvordan ikke-finansielle måltall, slik som kvalitet, har innvirkning på lønnsomhet. Dette er mye av grunnen til at ikke-finansielle måltall mest er blitt brukt som relative prestasjonsmål.

Det kan i denne sammenheng nevnes at Keasey et al. (2005) trekker frem, dog i en annen kontekst, at private equity-aktører operer med ikke-finansielle mål i tillegg til de finansielle, uten å gå nærmere inn på dette.

5.8 Typiske effekter – private equity

Dette delkapitlet presenterer tidligere gjennomførte studier, og søker å belyse typiske effekter av et PE-oppkjøp i forhold til presentert teori i kapittel 5.5.1 Effekter av balansert målstyring.

5.8.1 Strategiske tiltak og relaterte effekter - buyout

Esterwood og Seth (1993) har i en studie vist at oppkjøp er et middel for å fokusere de strategiske aktivitetene mer mot bedriftens kjernevirksomhet. Phan og Hill (1995) rapporterer i denne sammenheng at oppkjøp er etterfulgt av en reduksjon i både diversifisering og nummer av hierarkiske nivå av ledelse.

Wright et al. (1992) og Zahra (1995) har vist at oppkjøp følges av en betydelig økning i ny produktutvikling og andre aspekt av korporativt entreprenørskap.

Keasey et al. (2005) påpeker at de restruktureringer som typisk er tilstedeværende i buyouts sannsynligvis vil forbedre "performance" på følgende beslektede måter:

- Kostnadsminimering
- Reversering av ulønnsomme diversifiseringer.
- Reduksjon av responstid angående adaptering til markedsforhold.

Av disse ulike effektene fremstår kostnadsminimering som det mest konsistente funnet. Kostnadsminimering er typisk i lønnsomme industrier med lav vekst, og det er i denne sammenheng vanlig å innføre nye incentiv ettersom ledelsen vanskelig kan motiveres gjennom tradisjonelle belønningssystem. Videre kan det nevnes at oppkjøpte bedrifter vil gjennom en høy gjeld, aktiv industri og sterke incentiv mest sannsynlig øke fokuset mot å akselerere prosessen med å adaptere til endringer i underliggende økonomiske forhold.

5.8.2 Nytt strategisk fokus

Følgende avsnitt er i hovedsak basert på Keasey et al. (2005) sin bok "*Corporate governance, accountability, enterprises and international comparisons*".

En buyout kan fremme mindre grad av byråkrati, som på sin side ofte gir mange restriksjoner, for eksempel hindre innovasjon og investeringer som ikke optimaliserer eventuelle diversifiseringsmål til et morselskap. En buyout skaper en skjønnsmessig økt bemyndigelse for den nye ledelsen til å bestemme hva som er best for virksomheten, hvordan organisere og lede bedriften, og hvordan sette opp en plan som er mest lønnsom (Wright et al. 2000, 2001). I disse omstendigheter kan imidlertid også transaksjonen kanskje involvere en finansiell struktur med mer moderat innflytelse, som forutsetter større forsiktighet for ledelsens del, samtidig som PE-aktøren og gjeldsbetingelser krever at ledelsen når fastsatte resultatmål.

I noen tilfeller kan ledelsen i bedriften selv besitte entreprenørkompetanse som gjør de i stand til å identifisere enda mer radikale innovasjonsmuligheter, som ble forhindret under tidligere eierskapsregime.

5.9 Teoretisk utgangspunkt - forventninger til virkeligheten

I dette delkapitlet gis det først et sammendrag av presentert teori om balansert målstyring. Basert på dette sammendraget oppsummeres det hvordan virkeligheten ifølge teorien skal se ut. Dette er det teoretiske grunnlaget for utredningens hypotese, som er undersøkes i den empiriske analysen. Den siste delen presenterer en overgang fra teoretisk utgangspunkt til empirisk analyse.

Delen adresserer problemstillingen: ***Hvor balansert er den balanserte målstyringen?***

5.9.1 Teoretisk sammendrag og utgangspunkt – balansert målstyring

Denne delen er i all hovedsak basert på presentert teori i kapittel 5. Der det er relevant, trekkes det inn noen momenter fra kapittel 3. Introduksjon til private equity.

PE-aktører har et langsiktig investeringsperspektiv, og ønsker å skape en formidabel vekst gjennom ulike tiltak. Det satses på videreutvikling av etablerte bedrifter, hvor det ofte gjennomføres restruktureringer, rasjonaliseringer eller outsourcing og liknende, eksempelvis internasjonal satsning. Restrukturerings effekter vil typisk være kostnadsreduksjon, forretningsrettet fokus mot kjernedrift, og raskere adaptering til markedet. Tidligere empiri viser også at buyouts er fulgt av en betydelig økning i produktutvikling og andre aspekt av korporativt entreprenørskap.

De senere årene har den økonomiske styringen gått fra fragmentert til helhetlig. Evnen til å mobilisere og utnytte immaterielle eller usynlige aktiva har blitt mye mer avgjørende. Et ensidig, fragmentert og finansielt fokus er ikke tilstrekkelig for å oppnå varige konkurransefortrinn. I helhetlig virksomhetsstyring setter en både mål på overordnet og underordnet nivå, har gode målevariabler og målesystemer, og operasjonaliserer strategien. For å få informasjon om status i bedriften, og i tillegg sikre oppnåelse av bedriftens mål, er det viktig med gode rapporteringssystemer. Gode styringssystemer bør inneholde både regnskapstall og ikke-regnskapstall, kvalitativ og kvantitativ informasjon, finansielle og ikke-finansielle tall, samt intern og ekstern informasjon. Kravene til rapportering går langt utover konvensjonell regnskapsføring ved privat eierskap.

Den balanserte målstyringen har en helhetlig tilnærming til økonomistyringen, og sikrer sammenheng i strategi, planprosesser, gjennomføring og oppfølging. Kjennetegnet for balansert målstyring er at en ønsker å innføre finansielle og ikke-finansielle mål som en del av ledelsessystemet som brukes gjennom hele organisasjonen. Det balanserte målkortet representerer en oversettelse av bedriftens visjon og strategi til materielle mål, og gjør det mulig for ledelsen å overvåke innføringen av strategien og foreta endringer dersom det skulle være nødvendig. Det er ikke bare de faktiske resultatene som diskuteres, men også validiteten av forventningene til fremtiden.

Ledelsen setter tre til fem års mål for de ulike målevariablene, og i tillegg settes det kortsiktige milepæler på veien. Målene som blir satt i ulike deler av organisasjonen, både finansielle og ikke-finansielle, er satt gjennom en "top-down" prosess fra bedriftens visjon og strategi ut gjennom hele virksomheten. Gjennom å sette disse målene, operasjonaliserer målkortet strategien. Målene som settes blir balansert mellom resultatmål med utgangspunkt i historikk, og mål som skal være med på å skape fremtidige resultater.

Det balanserte målkortet brukes til å artikulere bedriftens strategi, til å kommunisere strategien, og til å samle individer, organisasjonen, og initiativ på kryss av avdelinger, for å oppnå et felles mål. De ansatte skal vite hva en jobber mot, og hvordan en selv kan bidra for å nå det felles målet.

Det balanserte målkortet innfører i tillegg til det finansielle perspektivet, et kundeperspektiv, et perspektiv for de interne prosessene, og et perspektiv for læring og utvikling. På denne måten kan bedriften ivareta sine langsiktige målsettinger. Innenfor de fire perspektivene blir det fastsatt en ønsket tilstand eller et mål for perspektivet, og hvilke virkemidler som skal benyttes for å nå den ønskede tilstanden. Å nå målene i ett perspektiv blir virkemiddelet for å nå målene i et annet perspektiv.

Ved innføring av balansert målstyring vil en observere flere endringer. Først og fremst skifter fokuset fra å være reaktivt til å bli proaktivt. I tillegg skifter en fra detaljstyring til målstyring, samt går fra et ensidig fokus på operasjonell effektivitet til et verdifokus, hvor en søker å identifisere helt nye prosesser for å nå fastsatte mål i det finansielle perspektivet og kundeperspektivet. Videre søker de å etablere nødvendig infrastruktur for å nå de fastsatte målene, gjennom nødvendig investering i mennesker, system og rutiner. Samtidig som interessen for kortsiktig prestasjon er ivaretatt, avslører det balanserte målkortet verdidriverne for overlegen langsiktig finansiell og konkurransedyktig ytelse.

Strategiske kart er et verktøy for å kommunisere strategien, prosessene og systemene som skal sikre implementeringen av strategien. Først utarbeides det et strategikart på overordnet nivå, hvor logikk og hvilke interne prosesser som skal skape verdi, og hvilken kunnskap som trengs for å støtte opp om aktivitetene, beskrives. En identifiserer mål og målevariabler, og i tillegg

utarbeides det handlingsplaner med budsjetter for ulike avdelinger for de fire perspektivene. Slik får alle avdelinger sine klare mål, budsjetter og tidsplaner.

5.9.2 Forventning til virkelighet - hypotese

PE-aktører har som mål å skape suksessfulle bedrifter. For å gjøre det er de avhengige av å skape konkurransedyktige bedrifter. Ifølge teorien er veien til varige konkurransefortrinn å innføre helhetlig virksomhetsstyring og derav et balansert målesystem, og sørge for effektive rapporteringssystem.

Basert på dette er hypotesen som følger:

Den balanserte målstyringen er i høy grad balansert. Rapporteringen som kreves går betydelig utover hva konvensjonell regnskapsføring generer.

Overgang til den empiriske analysen

Denne hypotesen er utgangspunktet for den empiriske analysen, som vil søke å bekrefte eller avkrefte, eller bringe inn nyanser i forhold til det teoretiske utgangspunktet.

Basert på sammendraget i kapittel 5.9.1 er det utarbeidet et spørreskjema (intervjuguide). Ved bruk av spørreskjemaet er det søkt å finne svar på de ulike faktorene, for slik kunne gi svar på hypotesen. Dette spørreskjemaet er brukt i innsamlingen av data, som er grunnlaget for den empiriske analysen.

Spørreskjemaet finnes i Appendiks 1, henholdsvis under "Hvor balansert er den balanserte målstyringen".

DEL V: EMPIRISK ANALYSE

Den empiriske analysen består av tre kapitler. Kapittel 8 gir en grundig innføring i selve oppbyggingen av den empiriske analysen. Kapittel 9 gir en dypere innføring i buyout-segmentet, og konkretiserer utredningens empiriske utvalg. Kapittel 10 er den empiriske analysen, som avslutningsvis oppsummeres i en oversiktstabell.

8. Oppbygging – empirisk analyse

Dette kapitlet gjør rede for selve strukturen i den empiriske analysen. Kapitlet er delt inn i følgende tre deler; formål, utvikling av struktur og selve strukturen.

8.1 Formål

Den empiriske analysen har som formål å undersøke de påpekte tema og momenter i kapittel 4.11 Teoretisk utgangspunkt - forventninger til virkeligheten, med valgt metode, gjort rede for i kapittel 2 Metode. Analysen har sitt utgangspunkt i spørreskjemaet (se Appendiks 1) som ble utarbeidet på grunnlag av Del III Det teoretiske rammeverket, og som benyttes i selve i datainnsamlingen.

8.2 Struktur og oppdeling i case

Den empiriske analysen er inndelt i to case, et hoved- og et sekundærcase.

Utgangspunkt – inndeling i hoved- og sekundærcase

En inndeling i hovedcase og sekundærcase var i første omgang tenkt å være en fremgangsmåte, der hovedcaset skulle utgjøre et utgangspunkt for sekundærcaset. Hovedcaset skulle vies mer oppmerksomhet i innsamling av data, og i presentasjon av empirisk analyse. Selve kilden skulle være en utvalgt private equity-aktør, som i høy grad skulle konsentrere sine svar mot en spesifikk porteføljebedrift. I tillegg skulle det utføres intervju med administrerende direktør i porteføljebedriften, for å verifisere og skape nyanser i uttalelsene til hovedcaset respondent. Sekundærcaset på sin side skulle søke å bekrefte eller avkrefte funn i hovedcaset gjennom oppfølgingsintervju med et antall andre private equity-aktører, hvor respondentene skulle instrueres til å snakke generelt om eierstyringen i deres porteføljebedrifter, og ikke en spesifikk porteføljebedrift.

Bakgrunn for fravik fra bestemt fremgangsmåte

Fremgangsmåten er imidlertid blitt endret underveis. Det gis en begrunnelse for dette nedenfor.

En forutsetning for utredningen, i forhold til valgt problemstilling og metode, var å sikre bidragsytere til den empiriske analysen. Denne prosessen var derfor noe av det første på agendaen. Det varierte mye i hvilken grad de ulike aktørene sa seg villig til å bidra, i form av tid og mulighet for intervju med porteføljebedrift. Flere av aktørene ønsket også et forbehold om utsettelse eller avlysning av intervju grunnet arbeidsmengde eller opplevd informasjonssensitivitet i spørsmålene. En aktør sa seg imidlertid villig meget tidlig i prosessen til å levere et betydelig bidrag selv, og åpnet for en mulighet for et intervju med en porteføljebedrift. Denne aktøren ble derfor valgt til å være bidragsyteren i hovedcaset.

Sakens kjerne er at de bidragsyterne som var tiltenkt å delta i sekundærcaset, og som tidligere hadde sagt at de antakeligvis ville kunne levere et bidrag innenfor tidsrammen, både leverte sitt bidrag i form av intervju innenfor fastsatte tidsramme, og i tillegg ga et betydelig større bidrag enn først antatt. Dette førte til at oppfølgingsintervjuene ble betydelig mer innholdsrike og dekkende enn hva først forutsatt. På denne måten ble aktørenes bidrag i sekundærcaset tilnærmet like informasjonsrike og dekkende som hovedcaset, og jeg så derfor at en tilnærming hvor samtlige av aktørene er likestilt i forhold til størrelse på bidrag til konklusjonene, var å foretrekke. Det ville også gi utredningen mer tyngde.

Hovedcaset er noe mer detaljert på noen områder. I tillegg er det gjennomført en verifisering som både bekrefter hvor vidt det respondenten har sagt stemmer eller ikke, og gir visse nyanser fra den andre siden av eierskapet. I den forstand vil derfor hovedcaset bidra mer på noen områder i diskusjon og oppsummering. Jeg har i så måte valgt å beholde begrepene og oppdelingen i hoved- og sekundærcase.

8.3 Oppsummering – den empiriske analysens fremgangsmåte

Den endelige fremgangsmåten forklares nedenfor.

I den empiriske analysen skilles det til dels mellom et hoved- og sekundærcase. Hovedcaset består av intervju med en private equity-aktør, som i høy grad baserer sine svar mot en spesifikk

porteføljebedrift. Den utvalgte porteføljebedriften utgjør et typisk tilfelle i utførelse av aktørens aktive eierskap. Svarene fra hovedcasets respondent er verifisert gjennom et intervju med den spesifikke porteføljebedriftens administrerende direktør.

Sekundærcaset består av fem øvrige private equity-aktører. Bidragene er tilnærmet på linje med hovedcasets intervju med private equity-aktøren når det gjelder størrelse og omfang, men skiller seg ut ved at respondentene er instruert til å snakke generelt, og ikke om én spesifikk bedrift i deres investeringsportefølje.

I den empiriske analysen er samtlige private equity-aktører, både fra hoved- og sekundærcase, likestilt i forhold til deres bidrag til konklusjoner. Hovedcaset vil i noen tilfeller bidra i høyere grad i aktuelle diskusjoner, ettersom innsamlet data er noe mer detaljert.

9. Det empiriske utvalget

I dette kapitlet konkretiseres utvalget for den empiriske analysen.

9.1 Buyout/Expansion segmentet i Norge

Tabell 3 presenteres identifiserte PE-aktører som operer i Norge.

Buyout /Expansion	Region	Buyout /Expansion	Region
Altaria	<i>Eastern Norway</i>	Foreign funds located in Norway	
Borea Oportunities	<i>Western Norway</i>	Capman Norway	<i>Eastern Norway</i>
Credo Partners AS	<i>Eastern Norway</i>	EQT	<i>Eastern Norway</i>
FSN Capital Partners	<i>Eastern Norway</i>	Industri Kapital	<i>Eastern Norway</i>
Herkules Capital	<i>Eastern Norway</i>		
Hitecvision	<i>Western Norway</i>		
Marin Forvaltning	<i>Western Norway</i>		
Norgesinvestor	<i>Eastern Norway</i>		
Norvestor Equity	<i>Eastern Norway</i>		
Progressus	<i>Western Norway</i>		
Reiten	<i>Eastern Norway</i>		
True North	<i>Eastern Norway</i>		

Tabell 3: PE-aktører som operer i Norge (NVCA Årbok 2008)

Samtlige av aktørene innenfor Buyout/Expansion er registrert som medlemmer i NVCA, med unntak av en (Marin Forvaltning). Av de registrerte NVCA medlemmene er samtlige primærmedlemmer, med unntak av en (Credo Partners AS – investerende assosiert medlem).

Kun et av disse primærmedlemmene har en investeringsfilosofi som begrenser deres investeringer til et fåtall bransjer. Denne aktøren er ikke med i utvalget for den empiriske analysen. Flertallet av aktørene har ingen slike begrensninger, men de har ofte en preferanse for et utvalg av bransjer.

9.2 Utvalget i utredningen

Det empiriske utvalget i utredningen består av totalt seks aktører innenfor Buyout/Expansion-segmentet. Hele seks av totalt femten aktører innenfor dette segmentet anses å være en tilfredsstillende andel. Alle aktørene i utvalget er primærmedlemmer i NVCA, og utvalget er tilstrebet å være så representativt som mulig når det gjelder aktørenes erfaring, størrelse, antall fond og forvaltet kapital.

Aktørene presenteres ikke med navn grunnet anonymitetsgaranti. To av aktørene er blant Norges (og Nordens) mest erfarne og største aktører. De forvalter flere fond, nyter anerkjennelse, og har en samlet forvaltningskapital i multimilliardklassen. En av aktørene har drevet denne type virksomhet i mange år, er noe mindre i størrelse, forvalter to fond, og har en samlet forvaltningskapital i milliardklassen. I tillegg er det et par aktører som er betydelig yngre og mindre i størrelse. De forvalter ett fond, og har en total forvaltningskapital på under NOK 1 milliard. En av aktørene er også en internasjonal aktør med kontor og aktivitet i Norge. Denne aktøren er en meget stor, erfaren og anerkjent private equity-aktør i Europa.

Som en ser av figur 2 er bare fire av de femten aktørene etablert på Vestlandet. I utredningens utvalg er en av de seks etablert på Vestlandet.

9.3 Justeringer

Det er ikke foretatt noen direkte metodejusteringer i forhold til aktørenes investeringsfilosofi og visjon, erfaring, størrelse, antall fond eller samlet forvaltningskapital når det gjelder konklusjonene i den empiriske analysen. Men det er naturlig å tillegge de aktørene størst vekt

som eksempelvis har høyest samlet forvaltningskapital (og antall fond), er eiere av mange bedrifter, samt har lenger erfaring og størrelse. Når det gjelder variasjon i investeringsfilosofi, er aktørene meget like i sine fremgangsmåter. Bortsett fra dette, vil i utgangspunktet samtlige aktører være likestilt i vurderingene. Utredningen søker primært å avdekke hvordan eierstyringen generelt er i selve private equity-bransjen, og typisk for alle bransjer vil det være variasjon i forhold til de nevnte faktorene.

10. Den empiriske analysen

I dette kapitlet gis det i kapittel 10.1 en redegjørelse for hvordan de empiriske funnene presenteres. I kapittel 10.2 og 10.3 avdekkes og analyseres funnene for henholdsvis aktiv eierstyring og balansert målstyring. Kapittel 10.4 gjør kort rede for hovedcasets verifisering. Avslutningsvis presenteres en oppsummeringstabell av de empiriske funn i kapittel 10.4.

10.1 Fremgangsmåte i konkludering og presentasjon av funn

Funnene i den empiriske analyse er ordnet i kategorier, som har et utgangspunkt i intervjuguiden. Under hver kategori oppsummeres funnene i helhet, og det konkluderes til slutt. Det er ikke et skille mellom hoved- og sekundærcase, annet enn bruk av betegnelser i teksten.

Bruk av betegnelser

Følgende betegnelser er brukt for å henvise til de ulike aktørene

- Aktør i hovedcase: H1
- Aktører i sekundærcase er tildelt bokstaven S og et nummer fra 2 til 6.

Tildeling av nummer er rent tilfeldig.

Vedlegg

Presentasjonen av de empiriske funnene er oppsummerende og kortfattet i den forstand at det ikke er viet mye plass til gjengivelse av innsamlet data, og hva hver enkelt aktør avdekket.

Gjengivelse og mer detaljerte beskrivelser er imidlertid lagt som vedlegg. Se oversikt nedenfor.

Hovedcase, aktørens intervju: Appendiks 3.1

Hovedcase, bedriftens intervju: Appendiks 3.2

Sekundærcase, samtlige intervju: Appendiks 3.3

Konklusjonsmetode

I hovedsak presenteres de forhold hvor det er funnet en grad av indikasjon (her: tegn) på et mønster. I tilfeller hvor det ikke er funnet grunnlag for en indikasjon - og det anses å være relevant - vil det også bli presentert.

Det finnes forskjellige grader av indikasjon på et mønster, og følgende skala er brukt i presentasjonen av de empiriske funnene:

- Entydig indikasjon på et mønster
- Sterk indikasjon på et mønster
- En indikasjon på et mønster
- Svak indikasjon på et mønster
- Variasjon, og ingen indikasjon på et mønster

Nedenfor gis det en forklaring på hvordan selve konkluderingen er gjort.

For å kunne konkludere må en si; *hva som er funnet (1) og hvor representativt/gjeldende dette funnet er for det empiriske utvalget (2)*.

Et funn (1) i utredningen er i hovedsak *fokus på en faktor*. Fokuset har fått tre graderinger, "lav", "middels" eller "høy". Et eksempel på et funn kan være "fokus på lønn" (lønnsfokus).

En indikasjon (2) sier altså utelukkende bare noe om graden av konsistens i funnet. Eksempelvis, i tilfeller hvor eksakt samme type funn (1) er gjort hos alle aktører er indikasjonen (2) entydig.

Eksempler på hvordan konkluderinger kan og vil se ut:

- Det er funnet en *sterk indikasjon (2)* på et *lavt lønnsfokus (1)* blant aktørene.

- Det er funnet en *entydig indikasjon* (2) på et *middels fokus på lønn* (1) blant aktørene.

Som antydnet, er det i noen tilfeller slik at et funn ikke nødvendigvis er fokus på en faktor, eller kan fremstilles enklere. Det gis her et slikt eksempel.

- Det er funnet en indikasjon på at aktørene har en kontinuerlig dialog med kreditorene.

Lav, middels eller høy

Det anses som nødvendig å forklare nærmere hva som legges i de ulike begrepene "lav", "middels" og "høy".

"Lav" tilsier følgelig at aktøren i liten grad tilegger faktoren fokus, og har ingen metoder som fremmer dette fokuset. I noen tilfeller kan dette innebære tilnærmet ingen fokus i det hele tatt, et indirekte fokus, eller en faktor som har lav prioritering. Eksempelvis forteller en sterk indikasjon på at aktørene har et lavt lønnsfokus, at en aktør ikke er opptatt av lønnsnivået i porteføljebedriften, og ikke har noen metoder for å påvirke lønnsnivået, og at det er et område aktøren ikke bruker tid på.

"Middels" tilsier følgelig at aktøren i en viss grad tillegger faktoren fokus, og at den har metoder som fremmer dette fokuset, samtidig som metodene er begrenset til et visst omfang. Typisk for denne type kategorisering er at aktøren kun fremmer det gjeldende fokuset i tilfeller hvor det er nødvendig, men ikke noe de kontinuerlig jobber aktivt med. Det kan også være tilfeller hvor aktøren mener at faktoren bør fokuseres på, men primært fra ledelsens side, og ikke direkte fra aktøren selv.

"Høy" tilsier følgelig at aktøren tilegger faktoren fokus, og har konkrete metoder som fremmer dette fokuset, samt at disse metodene har høy prioritering og fremmes direkte av aktøren selv.

10.2 Aktiv eierstyring

10.2.1 Organisering og tilrettelegging av eierskap

Alle aktører gir et utvalg av ansatte ansvar for enkelte investeringsporteføljebedrifter. Disse personene er hovedsakelig fra ulike nivå, hvorav som regel en person med stillingstittel partner,

sitter med hovedansvaret. Størrelsen på disse teamene varierer fra to til tre personer, mens det i prefase og i oppkjøpet kan være flere involvert. Det er blitt antydnet at antall personer i teamet vil variere med hensyn til kapital og relasjon.

Det varierer noe hvor vidt alle personene i teamet tildeles formell styreplass. I mange tilfeller operer aktørene med å tildele en eller to av personene i teamet en observatørrolle i styret. Det bør likevel nevnes at i de tilfellene hvor noen av personene i teamet gis en slik observatørrolle, er de på alle måter like delaktige i styremøtene, bortsett fra at de formelt sett ikke har stemmerett.

Mange av bedriftene tilsetter også ekstra personer fra egen arbeidsstokk i noen tilfeller. Dette kan typisk være medarbeidere og såkalte "juniors" som deltar på et prosjektarbeid i porteføljebedriften. I noen tilfeller hentes det også inn eksterne konsulenter.

Alle private equity-aktørene har formelle eller uformelle møter ved eget kontor med sine egne ansatte. I disse møtene gjennomgås investeringsporteføljen, og de enkelte investeringsteamene kan få kommentarer og råd i forhold til porteføljebedrifter de har ansvar for.

10.2.2 Styret - viktigste styringsorgan

Entydig for alle aktører er at styret er hovedorganet i eierstyringen. Styret er det besluttsende organ, og det er her tiltak formelt sett forankres. Å bestemme strategi og sette retning for selskapet er styrets oppgave, og det innebærer å sette agenda, definere og prioritere.

S5-respondenten forklarer enkelt og greit at det er meget essensielt i styret å avdekke "hvor vi skal, hva vi skal være, og hva vi skal bli – forskjellige ambisjonsnivå krever forskjellige strategier". Styret er et meget profesjonelt og effektivt forum, og en viktig ressurs for ledelsen i bedriften, som på sin side i hovedsak er ansvarlig for å gjennomføre de tiltak som blir bestemt. Styret har som hensikt å hjelpe bedriften og drive frem utviklingen.

I stor grad sees styret på som et samarbeidsforum, hvor forskjellige personer med ulik kompetanse er satt sammen for å fullføre styrets oppgave optimalt og for å veilede ledelsen. Et sitat fra S2-respondenten er representativt for utvalget; "vi er meget aktive eiere, men det er veldig viktig å utføre det aktive eierskapet i de riktige organene, og i sånn forstand vil styret være det viktigste organet for å legge den ønskede strategien fra vår side. Dersom du ikke formelt sett

går gjennom styret, vil det virke veldig kaotisk. Det forhindrer ikke tett oppfølging, men det som gjennomføres forankres i styret for å sende signaler videre inn til ledelsen og bedriften. Men selvfølgelig, det foregår mye arbeid utenom styret også,”.

PE-aktørene jobber altså primært gjennom styret, og det er de selv som danner styret og styreinstrukser. I tillegg har de en dialog med administrasjonen utenom styremøtene. Det virker å være vanlig at porteføljebedriftene opererer med en fast beslutningsmatrise som viser når styret skal involveres.

10.2.3 Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften

Det er funnet en relativt sterk indikasjon på at aktørene har et høyt fokus på samarbeid med ledelsen i porteføljebedriftene. Samtidig ser vi en relativt sterk indikasjon på et fokus på relasjon til ledelsen i bedriften, hvor tillit anses som essensielt for å kunne samarbeide.

Det er en tilnærmet entydig indikasjon på at aktørene har en frekvent og kontinuerlig dialog med ledelsen. Denne dialogen strekker seg fra ukentlig til daglig blant aktørene, og kommunikasjonen begrenses altså ikke til styremøtene. Hyppigheten avhenger naturlig nok av utfordringer i bedriften. Utfordringene er spesielt store i tidlig fase, og dialogen er derav hyppigere i tidlig fase.

Kommunikasjon foregår i flertall av tilfellene per telefon, men også i form av fysiske møter med ledelsen. Det varierer hvor ofte slike fysiske møter finner sted, alt fra ukentlig til et par måneders mellomrom. Entydig for alle aktørene er at tiltak som de kommer frem til gjennom slike dialoger, alltid formelt sett forankres i styret. I noen tilfeller er dette gjennom et raskt ekstraordinært styremøte, eksempelvis også per telefon, hvor det avslutningsvis skrives en styreprotokoll.

Flertallet av aktørene forteller at de også deltar på andre aktiviteter i porteføljebedriften enn styremøter, slik som kunde- og leverandørmøter, og ulike sosiale arrangement. Fire av de seks aktørene deltar i høy grad, mens to i middels og middels til lav grad. Slik sett ser vi altså en indikasjon på at aktørene deltar på andre aktiviteter enn styremøtet.

Aktørene er entydige når det gjelder beslutningstaking. Som majoritetseiere gjør de viktige beslutninger.

Det er en noe variasjon hvor vidt aktørene forteller at de gir ledelsen instruksjoner og direktiv, men bare en aktør vurderes som høyere enn "i middels grad". Derfor kan en si at det samlet sett er en indikasjon på at instruksjoner overfor porteføljebedriftene brukes lite. Alle aktører påpeker at dette avhenger av situasjonen i seg selv, da spesielt med tanke på om det er identifiserte utfordringer de må ta tak i eller eventuelt manglende resultater.

På den ene siden påpeker H1 at ingen direkte henvisninger blir gitt, men forslag til tiltak diskuteres i felleskap med ledelsen. På den andre siden påpeker S3 at de kan gi ganske klare direktiv dersom det er nødvendig. Disse to ytterpunktene viser variasjonen blant aktørene. Et annet viktig forhold i denne sammenheng er at aktørene har et sterkt fokus på å sørge for en felles agenda med ledelsen, og slik sett er det ikke ofte det er fravikende synspunkter. Dette vil også avhenge av hver enkelt aktørs fokus på henholdsvis relasjon, samarbeid, rådgivning og deltakelse på andre aktiviteter, og sannsynligvis grad av involvering i drift. Naturlig nok vil det eksempelvis være vanskelig å beholde en god relasjon dersom en utelukkende gir instruksjoner.

10.2.4 Styrets sammensetning og rollefordeling

Størrelsen på styrene i bedriftene varierer mellom tre og åtte. Dette avhenger av hvor mange eksterne aktører henter inn, antall andre eiere, og om de ansatte har en egen representant. Det viser seg at dersom aktøren eksempelvis eier hundre prosent av bedriften, tenderer styrene til å ligge nærmere tre enn åtte.

Antall PE-representanter med formell stemmerett i styret varierer fra en til to.

Aktørene er som regel pliktet å ha en ansatt-representant i styret når bedriften er av en viss størrelse. Mens flertallet av aktørene uttaler at de har en ansatt-representant enten fordi de er lovpålagt eller ønsker en ansatt-representant, forteller S3 og S4 at dette i utgangspunktet ikke er noe de operer med. Funnene er for øvrig noe uklare på dette området. Det kan nevnes at H1 uoppfordret fortalte at de ville valgt å ha en ansatt-representant selv om de ikke var pliktig til det.

Vi ser et entydig mønster på at aktørene alltid gjør relativt store endringer i styret. Formelt sett skjer dette gjennom generalforsamlingen, hvor følgelig PE-aktørene har majoritet. Det er naturlig at det skjer utskiftninger ettersom tidligere eiere med styreplass har solgt sin andel og

dermed skal ut. I tillegg påpeker samtlige aktører at flertallet av oppkjøpene er av familiebedrifter hvor styret karakteriseres som lite velfungerende og passivt. I noen tilfeller kjøpes det også opp "non-core" bedrifter av større konsern hvor det tidligere enten ikke har vært et eget styre eller bare et smalt ett. Som majoritetsiere velger aktørene å gjøre endringer for å skape et bredere styre angående erfaring og kompetanse. Det varierer for øvrig blant aktørene hvorvidt hele styret endres, eller om de beholder eksempelvis en eller to personer. S2, S4 og S6 forteller at de endrer hele styret, mens H1, S3 og S5 forteller at de ofte beholder en eller to personer dersom de har en ønsket profil. Totalt sett ser vi uansett en indikasjon på at hele styret skiftes ut etter oppkjøpet. Aktørene påpeker også at CEO, som eneste interne fra bedriften i styret, vil delta i utvelgelsen av nytt styre.

I tilnærmet alle tilfeller gjør aktørene styrene større i størrelse, spesielt ettersom de primært kjøper opp familiebedrifter. Alle aktører forteller også at styret vurderes kontinuerlig, og ved behov gjøres det endringer, dog dette virker å være på årsbasis eller sjeldnere.

Når det gjelder antall eksterne i styrene, henter samtlige aktører inn minst én, og gjerne to, et fåtall opp mot tre. De eksterne hentes i høy grad inn for å bidra med enten bransje- eller fagkompetanse og et eget nettverk som er relevant for bedriften. Aktørene ønsker å få inn en annen kompetanse enn hva de selv og eventuelt andre eiere besitter. S2-respondenten sier det slik; "de eksterne styremedlemmene vi henter inn har en annen kompetanse og ekspertise, de bidrar, tenker og utfordrer på en annen måte". Det kommer også frem at eksterne personer hentes inn fordi utfordringene i bedriften alltid er større en hva en først antar, og da kommer relevant og god kompetanse meget godt med. Om eksterne personer har en tidligere relasjon med bedriften eller ikke, anser aktørene som irrelevant ettersom de utelukkende er ute etter de best egnede personene.

I de tilfellene aktørene ikke selv tar styreledervervet, settes en ekstern person til jobben.

Antall styremøter per år i bedriftene varierer blant aktørene fra seks til ti møter.

10.2.5 PE-representantenes rolle i styret

Entydig for alle aktørene er at de sikrer seg kontroll over nødvendige og ønskede områder gjennom aksjonæravtalen. Likevel er det stor variasjon hvorvidt de etablerer seg med

majoriteten i styret. Dette avhenger av preferansene og investeringsfilosofien til aktørene. Halvparten av aktørene sitter ikke med majoritet i styrene, og H1 begrunner dette eksempelvis med at styret skal være en reell beslutningstaker. S4, S5 og S6 sitter alltid med majoriteten. Det gjøres oppmerksom på at de aktører som innehar majoritet i styret, normalt sett også besitter styrelederrollen. Mens det på den andre siden er slik at i tilfeller hvor aktørene ikke innehar majoritet i styret, besitter de normalt sett heller ikke styreledervervet.

S6-respondenten forteller at de i halvparten av tilfellene tar styreledervervet, og følger opp med noen gode poeng som er verdt å nevne. Det kan nemlig være vanskelig å ha en ekstern styreformann når en har veldig aktive eiere. Eierne har en aktiv dialog med ledelsen, og det kan være vanskelig for en ekstern styreleder å helt forstå hva som skjer mellom styremøtene. Samtidig kan det være godt for en CEO å ha et tredje ben å støtte seg på, gjerne med industrispesifikk kompetanse.

Når det gjelder arbeidende styrelederverv og overtakelse av lederroller i bedriften i perioder, ser vi at de aktørene som har ansatte med ikke bare finansiell og strategisk kompetanse, men også operasjonell kompetanse, er mer tilbøyelig til å ta slike roller.

S4 og S5 forteller at de tar arbeidende styreledervervet dersom det er nødvendig. S5 forteller at de gjør det ofte, mens S4 på sin side forteller at det forekommer ved behov. S6 forteller at de aldri gjør det, men har en egen operasjonell avdeling som kan hentes inn ved behov. Det opprettes prosjektgrupper i form av styrekomiteer og liknende, men de er veldig klare på aldri å ta lederroller selv, og i likhet med S3 henter de i stedet inn selvutplukkede eksterne i form av "CEO for hire". H1 på sin side gjør heller ikke dette. S2 kan gå inn lederroller i bedriften ved behov, men tar i utgangspunktet ikke styreledervervet, dog det kan forekomme unntaksvis. Det påpekes av aktørene at dette er et nyansert forhold. Selv om investeringsprinsippene til aktørene fremstår som bestemte og konkrete, forekommer det unntak i forhold til styrelederverv og hvorvidt de går inn i bedriften og tar lederroller i perioder. Nyansen går ut på at i noen tilfeller er man rett og slett nødt, eller andre forhold tilsier at en må gjøre et unntak. En holdning som virker å være representativ er at det er viktig med balansegang i slike vurderinger. Dersom en velger å gå inn og jobbe fulltid i bedriften, vil en eksempelvis ha mindre tid til andre investeringer.

10.2.6 PE aktørens generelle rolle

Alle aktørene har representanter i styret, og derav jobber de konkret med å fullføre styrets oppgave. På et overordnet nivå uttrykker aktørene at deres oppgave er å foredle, skape verdi og vekst. Det nye eierskapet og private equity-aktøren virker å bringe inn en ny dimensjon som stimulerer til ytterligere vekst, i felleskap med administrerende direktør.

Alle aktørene forteller at en av de viktigste oppgavene deres er å finne riktige og dyktige ledere til å fylle utvalgte posisjoner. Dette begrunnes blant annet med at det er ledelsen som skal gjennomføre selve strategien.

Videre tilbyr aktørenes team profesjonelle analyser og finansiell og strategisk kompetanse. Det gjøres meget omfattende analyser i forkant av et oppkjøp, og strategien har utgangspunkt i disse. Strategien foredles etter hvert i investeringsperioden, og ved behov bidrar teamene med sin verktøykasse innen analyse, for å kunne stille en diagnose og komme med anbefalinger.

Samtlige av respondentene forteller at det i veldig høy grad er de som utfører oppkjøpstransaksjoner i bedriften. Det er som kjent svært typisk for porteføljebedriften å kjøpe opp andre bedrifter for å oppnå ytterligere vekst. I tillegg pleier de ofte bankforbindelsen til bedriften, og bidrar med et stort nettverk som åpner dører som vanligvis ville vært lukket. Det er tilnærmet entydig at aktørene bidrar i høy grad med rådgivning, dog det varierer mye i hvilken grad de bidrar med annen kompetanse enn finansiell og strategisk. Dette er korrelert med om aktøren selv besitter en slik kompetanse.

S2 forteller at de bevisst har ansatte med forskjellig bakgrunn, og har i så måte personer med fartstid og erfaring på operasjonelt plan. S5 skiller seg ut ved å ha ansatte med veldig tung operasjonell erfaring i tillegg til finansiell og strategisk. S4 forteller at de innehar en slik kompetanse også, men det uttrykkes at de i all hovedsak besitter finansiell og strategisk kompetanse. S6 har som tidligere nevnt tilgang til et eget operasjonelt team, mens H1 og S3 kun bidrar faglig innenfor strategi og finans, og fungerer som sparringspartner på andre områder. Totalt sett ser vi en indikasjon på at aktørene i tillegg tilbyr annen kompetanse enn finansiell og strategisk kompetanse.

Det er altså i hovedsak finansiell og strategisk kompetanse aktørene besitter. Men respondentene påpeker at de har en solid bakgrunn og evne til å sette seg inn i ulike bransjer på

relativt kort tid, og da gjerne gjennom analyser de gjør, hvor detaljer i bransjen avdekkes på et nivå ikke en gang ledelsen behersker.

Representantene trapper opp arbeidsinnsatsen i perioder hvor det er nødvendig. I noen tilfeller henter representantene inn andre personer fra PE-aktøren, eller hyrer eksterne konsulenter. Aktørene har en kontinuerlig dialog med ledelsen, og fungerer som sparrings- og samtalepartnere utenom styret, hvor det samarbeides for å nå et felles mål om å gjøre bedriften best mulig.

Private equity-representantene deltar på aktiviteter i forskjellige sammenhenger. Dette kan eksempelvis være møter med en potensiell oppkjøpskandidat eller en leverandør, hvor private equity-representantene bidrar med en type kompetanse som bedriftsledelsen selv ikke innehar, og som er relevant for møtet.

Et annet viktig aspekt er at PE-aktørene har et stort nettverk, som kan åpne nye dører for bedriftene, og opprette kontakt som vanligvis ikke ville funnet sted.

Samtlige av respondentene uttrykker at dersom ledelsen anses som optimal og effektiv, og rapporteringen er tilfredsstillende, vil deres innblanding reduseres. Satt på spissen så ønsker de i utgangspunktet høyest mulig avkastning på investeringsporteføljebedriften, med minst mulig arbeidsinnsats fra deres side. Til syvende og sist er det for øvrig bedriften selv som er ansvarlig for utviklingen.

10.2.7 Rådgivning vs overvåkning

Det varierer noe i hvilken grad aktørene forteller at de overvåker ledelsen av bedriften. Først og fremst vil den tette dialogen aktørene påstår de har med ledelsen gi jevnlige oppdateringer på utfordringer og utvikling i bedriften. Samtidig vil et behov for å overvåke først og fremst gjøre seg mer gjeldende når utviklingen ikke går som den skal.

I tillegg påpeker aktørene at de sørger for å ha tilstrekkelig, god og hyppig rapportering, og at dette er en faktor som bidrar til en kontinuerlig oppdatering på utviklingen i bedriften, samt at høy grad av overvåkning ikke er spesielt forenlig med en god relasjon.

I utvalget finner en for øvrig en indikasjon på at overvåkingen er lav. Kun S3 forteller at de konkret overvåker ledelsen, etterfulgt av S5 som også forteller at noe overvåking finner sted. S3 har eksempelvis en seanse i hvert styremøte, uten CEO, hvor en diskuterer CEO og hans/hennes teams arbeid. De fire øvrige aktørene, og flertallet slik sett, forteller at de i liten eller tilnærmet ingen grad direkte overvåker ledelsen. H1 på sin side skiller seg ut som en aktør som ikke en gang vil bruke ordet overvåking.

Som presentert i forrige kategori ser samtlige av aktørene på seg selv som *rådgivere*, med unntak av S3 i en viss grad. Rådgivning gis etter behov, enten etter initiativ fra aktøren eller ledelsen.

10.2.8 Langsiktighet i investeringen og exit-strategi

Samtlige av aktørene i utvalget karakteriseres som langsiktige. Dette er et entydig mønster. Samtlige gir incentiv til ledelsen for langsiktig vekst i form av aksjeprogram og opsjoner til eierskap. Slike incentiv er svært typisk av en art som innebærer at ledelsen får høyere avkastning ved god prestasjon, og lavere avkastning enn aktørene ved svak(ere) prestasjon. Tilnærmet alle aktørene understreker at porteføljebedriftens ledelse selv må investere i bedriften og inneha en viss eierandel. I tillegg etablerer aktørene også mekanismer i forhold til oppsigelser, både i investeringsperioden og eventuelt i en periode etter salg (her: exit).

Tidshorisonen til aktørene varierer noe, typisk "target duration" er 3-5 år, men tidshorisonen er ikke absolutt, og det hender det går både kortere og lenger tid før exit. Dette vil avhenge av hvordan utviklingen har gått, og eventuelle endringer i et business-case. Eksempelvis uttaler H1-respondenten at hovedfokuset i investeringsperioden ikke ligger på å nå en exit, men å foredle, skape verdi og vekst for bedriften. Det er først når målene er nådd, og bedriften har kommet på et tilfredsstillende nivå, at en aktivt søker nye eiere. S6-respondent trekker for eksempel frem at det nå til dags ikke er mulig å "melke" en bedrift, og dersom en unnlater å gjøre strategiske viktige og nødvendige investeringer, vil det oppdages, og slik gjenspeiles i bedriftsverdi og eventuell transaksjonspris.

Ingen av aktørene legger skjul på at en exit måles utelukkende finansielt, i "times money back". Men samtlige av aktørene er av den oppfatning av at de skal bygge en bedrift for fremtiden, og er i høy grad opptatt av å gjøre permanente forbedringer. Det er slik de vil gjøre et godt salg, og

indirekte oppnå en god avkastning finansielt sett. For øvrig sikter ingen av aktørene på en bestemt type exit, alle alternativer blir holdt åpne. Følgelig er det høyest mulig avkastning som vektlegges. Det er altså en høy grad av langsiktighet, og med dette utgangspunktet vil en godta at det kan gå utover tidlige perioderesultater.

Det er i den empiriske undersøkelsen funnet en indikasjon på et lavt exitfokus i investeringsperioden blant aktørene og deres porteføljebedrifter. Dette er i samsvar med faktorene nevnt i avsnittet ovenfor. Hovedfokuset ligger på å lage konkurransedyktige og suksessfulle bedrifter, og derav vil verdien komme etter.

10.2.9 Endring av ledelse

Samtlige av aktørene forteller at de gjør endringer i ledelsen ved oppkjøp, først og fremst styrker de ledelsen med nye personer, hvorav andre fjernes eller går over i andre stillinger i bedriften.

Hvor vidt CEO blir byttet ut eller ikke, varierer mellom aktørene, og det er ingen indikasjon i den ene eller andre retningen. Ofte er det naturlig å bytte ut ledelsen ved kjøp av familiebedrifter, ettersom det legges til grunn en stor vekst, noe som krever betydelig høy kompetanse og motivasjon. På den andre siden anses det som risikabelt å bytte ut ledelsen. S2 og S4 forteller at de tilnærmet alltid bytter ut CEO, mens S3 og S5 i utgangspunktet ikke ønsker dette. H1 på sin side forteller at de alltid beholder CEO, og ser på det som et kriterium at sittende administrerende direktør er med videre. S6 påpeker at det varierer, og at det er en balansegang mellom behov for kompetanse og risiko.

Aktørene gjør som regel en management diligence ved oppkjøp, hvor blant annet innleide rekrutteringsrådgivere produserer lister med profesjonelle mennesker som de går gjennom. Det ønskelige er at en ny ledelse skal være klar når transaksjonen gjennomføres, dog om den er klar eller ikke varierer.

Det er en relativ sterk indikasjon på at det i middels grad forekommer endring av ledelsen i investeringsperioden. Bedriften vokser fort, og gjøres mer kompleks i så måte, og hvilken leder som er riktig, vil avhenge av hvilken fase bedriften er i. Investeringsperioden kan oppleves som veldig intens for daglig leder, og det hender at vedkommende ikke har den nødvendige motivasjonen for konstant å stå på tærne, eller at vedkommende ikke er effektivt nok. S4-

respondenten uttaler at de kan oppleve tilfeller hvor en leder sier seg fornøyd med bedriftens situasjon, hvor en har opplevd betydelig vekst og har gode resultater. Dette er en holdning S4 ikke ønsker velkommen, med tanke på at de konstant ønsker å foredle og vokse.

Det er entydig at CEO er svært delaktig i ansettelsen av andre personer i toppledelsen. Det anses som meget viktig at CEO deltar i denne type prosess, samtidig som aktørene aldri ansetter noen de selv anser som uegnet. Det kommer imidlertid frem at kvaliteten på de som hentes inn, er betydelig høyere enn tidligere, og CEO er derfor ofte meget positiv til utskiftelser.

10.2.10 Grad av involvering i drift

Grad av involvering i drift varierer blant aktørene. Denne variabelen avhenger blant annet av preferansene og investeringsfilosofien til aktørene, hva slags type kompetanse de innehar, hva slags rådgivning de gir, om de tar lederrollen i bedriften i perioder, og i hvilken grad de er opptatt av relasjon.

Entydig blant aktørene er at ledelsen sitter med selve ansvaret for utviklingen av bedriften, men aktørene fraskriver seg ikke ansvar, og de involverer seg når det er nødvendig.

Primært er det to aktører som forteller at de involverer seg i den daglige driften. S2 og S5 involverer seg i høy grad i daglig drift, forutsatt en formell fremgangsmåte. Det observeres i denne sammenheng en korrelasjon mellom denne innvolvingen og at disse aktørene besitter en operasjonell kompetanse, og har som mål å hjelpe bedriften til en effektiv, selvstendig styring av kjernedriften. De går derfor inn i bedriften og tar lederstillinger i perioder. Hvorvidt det i slike tilfeller gjelder bedrifter som har og har hatt problemer relatert til dette, kommer imidlertid ikke frem.

H1 er av den oppfatning at ledelsen selv vet best hvordan en skal lede den daglige driften, og involverer seg ikke på noen måte. Som eier, er de ansett av ledelsen, som den mest aktive i eiergruppen, noe som virker å være representativt for hele utvalget. I så måte, kommer det frem at de i noen tilfeller deltar i rådgivning og diskusjon med ledelsen på driftsrelaterte utfordringer, men kun i de store linjene. S3 er meget bevisste på ikke å involvere seg i den daglige driften, men legger til at i helt prekære situasjoner vil det være aktuelt. S6 forteller at de ikke blander seg inn i den daglige driften, men er involvert på noen områder i en viss grad, og hovedgrunnen

for dette er at alternativ kostnaden er for stor. S4 involverer seg hvis de må, men normalt sett ikke, og peker på at det kan være et hinder for å opprettholde en god relasjon med ledelsen.

En kan altså ikke avdekke at aktørene involverer seg i den daglige driften, og vi kan se en svak indikasjon på at slik involvering ikke finner sted, samtidig som dette varierer med preferansene til aktørene.

10.3 BALANSERT MÅLSTYRING

10.3.1 Den typiske eierstyringen og fokus i eierstyringen

Felles for alle aktørene er at de kjøper opp modne bedrifter, som i de fleste tilfellene har en positiv kontantstrøm og vekstpotensial. Samtlige av aktørene forteller at de bedriver "buy and build", hvor fokuset på vekst er enormt, og det realiseres gjennom organisk vekst og tilleggsoppkjøp.

Entydig for samtlige av aktørene er at de er krevende eiere. De legger opp til intensiv rådgivning og stimuli til vekst.

Når det gjelder hvor vidt de ulike aktørene har konkrete strategiske tiltak som i alle transaksjoner blir innført, er det funnet en sterk indikasjon på at aktørene iverksetter internasjonal satsing, samt en svak indikasjon på at aktørene iverksetter innovative tiltak. Utenom dette, er det ikke avdekket noe ytterligere, og flere av aktørene trekker frem at motiv for å innføre strategiske tiltak vil avhenge sterkt av bedrift, bransje og situasjonen i seg selv. I de ulike business-casene må en alltid tilpasse. Imidlertid fremstår mange av aktørene som opptatt av å forbedre interne prosesser, men metodene varierer.

Av aktørene kan det nevnes at H1 og S5 har ingen slike sterke tiltakspreferanser. De legger opp til å skape en ledende bedrift, og uttaler at en må tilpasse hvert enkelt oppkjøp etter forholdene. S3, likhet med H1 og S5, har heller ingen slike preferanser, og S3-respondenten uttaler følgende: "Hvordan vi skaper en konkurransedyktig og suksessfull bedrift vil variere. Det vi kommer med er en *verktøykasse* til å utføre grundige analyser av konkurrenter, marked, posisjon, kunder og kjøpskriterier. Basert på det lager vi en vekstplan som bygger videre på styrkene til bedriften, og

som sørger for at en vokser der bedriften har størst mulighet for det. En må se flere år fremover i tid, og gjøre de nødvendige grepene i dag for å nå de fastsatte målene”.

På den andre siden er S4 og S2, og til dels også S6, som andre aktører opptatt av å skape en konkurransedyktig bedrift, men de forteller at de i utgangspunktet alltid er opptatt av å forbedre interne prosesser og i tillegg finne nye og bedre prosesser, og at de satser på produktutvikling.

10.3.2 Rapportering og strategisk fokus

Entydig for samtlige av aktørene er at de har høyt fokus på å foredle rapporteringssystemet i tidlig fase av eierskapet. Kravene til rapportering øker, og foredlingen finner sted i tidlig fase etter oppkjøpet. Typisk må eksempelvis nye måleparametere identifiseres. Flere av aktørene velger å ansette en ny CFO når de har kjøpt opp en bedrift, ettersom det skjer et taktskifte i forhold til rapporteringen og systematikk, og rutineene må bedres betydelig.

Rapporteringshyppigheten kan anses som frekvent, men den varierer noe fra aktør til aktør. Det blir påpekt at dette varierer i forhold til behov, som vil variere med fase og utfordringer. Rapporteringshyppigheten blant aktørene strekker seg fra ukentlig til annen hver måned. I tillegg bør det nevnes at gjennom den tette dialogen aktørene stort sett har med CEO, gis det kontinuerlige oppdateringer på bedriftens utvikling.

Det er entydig at samtlige av aktørene krever mer spesifikk og detaljert rapportering i perioder, eksempelvis fra en utvalgt enhet som opplever problemer eller manglende resultater. Informasjonen de da mottar bruker de til å gjøre egne vurderinger og analyser, og foreslår deretter tiltak som kan forbedre prestasjonen til den enheten det gjelder. Informasjonen er på alle måter grunnlaget for å utføre det aktive eierskapet.

Det er en relativ sterk indikasjon på at kravene til rapportering går utover tradisjonell regnskapsføring. Det virker å være en relativt stor mengde informasjon som rapporteres. I hvor stor grad rapporteringen inneholder ikke-finansiell informasjon, varierer mellom aktørene, men en finner en indikasjon på at rapporteringen også inneholder kvalitativ informasjon. En typisk rapporteringspakke er i hovedsak nøkkeltall, men også markedsutvikling, konkurrentatferd og liknende.

S3, og spesielt S5, skiller seg fra flertallet med å fortelle at rapporteringen de krever og mottar er primært finansiell. S5, på sin side, forteller imidlertid at etter hvert som porteføljebedriftene vokser i størrelse, vil det gradvis settes i gang prosesser for å rapportere mer ikke-finansiell informasjon. S3 påpeker at finansiell rapportering ofte er tilstrekkelig med tanke på at bakenforliggende årsaker innenfor marked og annet relatert utkrystallieres i nøkkeltallene. Det gjøres oppmerksom på at selv om rapporteringen i hovedsak er finansiell, vil det likevel være mindre elementer av ikke-finansiell informasjon.

S2 og S6 forteller at rapporteringen er finansielt drevet, men det rapporteres også kvalitativ informasjon. H1 og S4 forteller at de mottar store mengder med ikke-finansiell rapportering, og da også frekvent. S4 trekker blant annet frem at den faste rapporteringspakken inneholder nøkkeltall, informasjon i forhold til prosesser, kunder og utviklinger, og mye annet knyttet opp mot bakgrunnen for utvikling i tallene.

Kunder

Samtlige av aktørene uttaler å ha et strategisk fokus på kunder. Dette gjenspeiles i strategien, som bygger på omfattende analyser av markedet, hvor eksempelvis markedsandel tenderer til å være en viktig faktor for aktørene. Spesielt S5 skiller seg ut som en aktør med særskilt fokus på kundene, hvor dette begrunnes i at deres interesse er i det finansielle, og det er kundene som skaper det finansielle.

H1, S4 og S2 forteller at de er opptatt av kundetilfredshet – et område de får konkret rapportering på og følger opp.

S3, S5 og S6 mottar rapporter i form av indirekte tall, slik som eksempelvis segmentert salg, og de påpeker at dette gjenspeiler det viktigste i forhold til kunder.

Vi kan derfor oppsummere at det er en sterk indikasjon på at aktørene har middels eller høyere kundefokus strategisk sett, mens det er variasjon når det gjelder direkte rapportering på kundetilfredshet og andre relaterte tall, og altså ingen klare mønstre her. Samtidig er det slik at rapportering på kunder gjenspeiles i eksempelvis salg og omsetning, noe det utelukkende i høy grad mottas rapportering på.

Det gjøres oppmerksom på at kundefokus, rapportering og oppfølging vil variere sterkt med bransjen. Innenfor for eksempel retail vil kundene vies mindre oppmerksomhet, og rapporteringen være mer indirekte. Derav vil oppfølgingen og eventuelle tiltak fra aktørens side være redusert. I tilfeller hvor en har få og store kunder, vil en meget fort merke, som en økonomisk konsekvens gjennom rapporteringen, om forhold eventuelt ikke er tilfredsstillende.

Interne prosesser og innovasjon

Mange av aktørene påpeker at de forsøker å forbedre interne prosesser etter oppkjøpet. Flertallet uttaler at de har mer enn "lavt" fokus på innovasjon, med unntak av H1. I så måte kan en si at det er en sterk indikasjon på middels (til høyt) innovasjonsfokus. Innovasjon i denne sammenhengen betyr utvikling av helt nye prosesser, og utvikling av nye produkter og/eller tjenester. Det påpekes at dette ofte er et resultat av langsiktig tenking og ønske om å bli ledende, ta sterke posisjoner og vokse. Fokus på produktutvikling er sterkeste driver av fokus på innovasjon i utredningens utvalg.

I klassifiseringen "høy" finner vi S2, som er veldig opptatt av produktutvikling, og S4, som er veldig opptatt av utvikling av nye interne prosesser, samt S6 som ser på innovasjon som helt nødvendig for å bli "best i klassen".

S3 og S5 har ingen sterke preferanser for å stimulere til innovasjon, men er selvfølgelig positive til tiltak som kan skape organisk vekst. Disse tiltakene vil da i all hovedsak komme fra andre enn de selv. Denne beskrivelsen gjelder også H1.

Rapportering på prosessene internt i bedriftene gis jevnlig. Videre finner en blant aktørene at rapportering på innovasjon ikke forekommer i spesielt høy grad. Selvfølgelig vil nye produkter bli rapportert på lik måte som andre produkter, men slike prosjekter og tiltak under utvikling blir i høyere grad rapportert til styret med betydelig lengre tidsintervall, og i form av kvalitative innlegg og fremdriftsrapporter fra personer. S2 og S4 er de som skiller seg ut i denne sammenheng, ettersom de forteller at de i tilfeller setter konkrete mål på de nyskapende tiltakene, og slik får en jevnlig rapportering. Et eksempel fra en av disse to aktørene: Som eier av en bedrift innenfor farmasi ble det satt et årlig mål på å ha x antall studier med en viss suksessrate når det gjaldt utvikling av preparater og medisin.

Læring og vekst

Samtlige av aktørene uttaler at de innfører nye systemer og rutiner etter et oppkjøp. I hvilken grad varierer noe blant aktørene, men en observerer en indikasjon på at investeringer i system og rutiner gjennomføres i høy grad. ABC fremstår som et grunnleggende system, som enten brukes som analyseverktøy for å gi mer innsikt, eller innføres som et system. På denne måten ser vi et fokus på å identifisere alle relevante kostnader, og aktørene bruker også denne type system til andre relaterte sammenhenger, slik som i ulike evalueringer.

S6, S2 og S4 uttaler at de er meget opptatt av å heve nivået på systemene, og innfører alltid nye systemer. I tillegg jobbes det mye med å etablere de riktige rutinene. S6-respondenten påpeker for øvrig at det i noen tilfeller er en gradvis prosess, og en må samtidig passe på at prosessene er etablert, og at riktig kompetanse er på plass. Den høye gjelden gjør at en ikke har råd til å mislykkes i slike sammenhenger.

H1, og til en viss grad S5 og S3, forteller at de i mindre grad innfører nye systemer. H1 trekker frem at en skal være noe forsiktig med å innføre konkrete system av hensyn til relasjonen med ledelsen.

PE-aktørenes fokus på kompetanseutvikling fremstår som lavt. S4, H1 og S3 på den ene siden forteller at de ikke gjør noe spesifikt for å utvikle ansattes kompetanse. På den andre siden forteller S2 at de sørger for en god HR-funksjon for bedriften som kan ta seg av kompetanseutviklingen. S5 tilbyr kurs i egen regi til ledergruppen, og S6 forteller at kompetanseutvikling er toppagenda. Kursene til S5 er typisk forhandlingsteknikk og lederutvikling.

På den andre siden er det entydig blant aktørene å hente inn nye personer til lederstillinger, med høyere kompetanse og tyngre erfaring ofte, og slik sett gjøres det store investeringer i mennesker og kompetanse.

En ser at de omfattende analysene som aktørene gjør i forkant av oppkjøp ofte innebærer en kartlegging av kompetansenivået i bedriften. De aktørene, som i dette tilfellet er flertallet, som ikke har konkrete initiativ for kompetanseutvikling, virker å se på kompetanse som et relativt statisk bilde.

Det er verdt å nevne i denne sammenheng at selv om aktørene ikke *selv* har et fokus kompetanseutvikling, så forventes det i mange tilfeller at administrerende direktør i porteføljebedriften har det, og at vedkommende følger det opp. S6 uttaler eksempelvis at "vår jobb er ikke å fortelle hvordan en skal gjennomføre kompetanseutvikling, men å fortelle ledelsen hvorfor".

Ansatte

I hvilken grad det fokuseres på de ansatte varierer noe mellom aktørene. Flertallet ligger enten på "middels" eller over "middels". Bare S3 forteller at fokuset ikke er direkte stort, og at ansvaret er lagt i hendene på administrasjonen. I så måte ser vi en klar indikasjon på et høyt fokus på ansatte i porteføljebedrifter blant de ulike aktørene. Spesielt sykefravær er en viktig indikator for aktørene.

Samtlige av aktørene får rapportert jobbtilfredshet, sykefravær, skadetall og relatert informasjon. S2 forteller at dette får de månedlig, mens S4 og S3 får kvartalsvis rapporter og H1 årlig. S5 og S6 ga ingen konkrete svar.

10.3.3 Proaktivitet og identifikasjon av langsiktige lønnsomhetsdrivere

Entydig for samtlige av aktørene er at de fremstår som proaktive. Aktørene fokuserer på langsiktig lønnsomhet. Det er vanlig å gjøre tunge investeringer i tidlig fase, og det går ofte utover den kortsiktige lønnsomheten. Aktørene ser da på dette som nødvendig for å nå de langsiktige målene. I så måte skiller bedrifter eid av private equity-aktører seg fra børsnoterte bedrifter, hvor det kortsiktige fokuset er betydelig større, som blant annet H1 aktøren uttalte.

Samtlige av aktørene er i tillegg svært opptatt av å identifisere drivere av langsiktig lønnsomhet. Dette gjøres gjennom omfattende analyser som aktørene gjør i forkant av oppkjøpet. Aktørene er følgelig meget opptatt av hvordan en skaper verdi, og hvordan forretningsmodellen fungerer. Disse driverne brukes aktivt i utvikling av mål.

10.3.4 Målsetting, utvikling og bestemmelse av strategi

Strategiutvikling og overordnede mål

Aktørene utarbeider en strategi for bedriften, som regel allerede før selve oppkjøpet. Dette strategiske dokumentet er en overordnet plan for hvordan skape verdi. Planen behandles vanligvis i styret og sammen med ledelsen i etterkant av oppkjøpet, og mål fastsettes. Planen må verifiseres og finnes troverdig, og det kan derfor forekomme noen endringer. Målene revideres normalt sett gjennom budsjettmøter, som finner sted hvert år. Flere av aktørene påpeker at en alltid ender opp med å endre mye på slike strategier, og planen er i så måte et levende dokument. Denne overordnede planen virker å være både et strategisk og operativt dokument, men ikke spesielt detaljert, for eksempel inkluderer den ikke detaljer ned på daglig drift-nivå.

De overordnede målene aktørene setter i porteføljebedriftene gir en tilnærmet sterk indikasjon på å være i høy grad finansielle mål. Mens S3 og S5 tilnærmet utelukkende setter finansielle mål, forteller H1, S2 og S6 at de også i noen tilfeller inkluderer et fåtall ikke-finansielle mål. S4 på sin side skiller seg ut med å fortelle at flere av de overordnede målene er ikke-finansielle.

En sterk indikasjon på at de overordnede målene er finansielle innebærer likevel ikke at de *utelukkende* er finansielle. Rene finansielle mål dominerer i høy grad, men det finnes spor av ikke-finansielle mål også.

De overordnede målene for investeringsperioden søker i høy grad å maksimere egenkapitalverdien av bedriften. Typiske finansielle mål aktørene bruker er EBITDA og relaterte nøkkeltall, omsetning og marginer. Typiske ikke-finansielle mål som brukes er posisjon i markedet og globalisering.

Denne planen er altså et utkast til hvordan fremtiden kan se ut. En setter mål for hele perioden, fra oppkjøp frem til exit, og får et komplett bilde av hvordan en mener at fremtiden skal se ut. Aktørene rapporterer deretter til sine investorer om hvordan det går i forhold til planen.

Noen av aktørene forteller at de lager handlingsplaner, typisk en 100-dagers plan, hvor alle verdidrivere er identifisert, og det konkretiseres hva en ønsker å oppnå. En slik periode er intensiv, og alle nødvendige tiltak for å nå de langsiktige målene iverksettes. Det kommer ikke

frem at flertallet av aktørene bruker en slik fremgangsmåte. Men det er funnet en indikasjon på at aktørene har tilnærmede handlingsplaner, hvor det settes både overordnede og lokale mål, kortsiktige og langsiktige mål, med tidspunkter for utførelse. Samtlige av aktørene trekker også frem at det er mest arbeid i starten, og noen respondenter påpeker at det er svært essensielt å legge et godt grunnlag i tidlig fase.

Mål på underordnet nivå

Strategien som utvikles og de overordnede målene går typisk fem år frem i tid. Det blir satt opp en overordnet plan, og samtlige av aktørene uttaler at de, dog i ulik grad, bryter denne planen ned i mer konkrete mål på eksempelvis produkt- og divisjonsnivå.

Hvorvidt aktørene følger opp selve målsettingen på underordnet nivå varierer noe, men en indikasjon på at aktørene, gjør dette i minst middels grad, er avdekket. I tilfellene der aktørene ikke deltar i høy grad når det gjelder målsettingen på detaljert nivå, har administrasjonen ansvaret.

S2, og i noe mindre grad S5, er meget opptatt av å sette mål på underordnet nivå. S2 trekker frem at en må målsette i veldig høy grad for å sikre gjennomføring, implementering og oppnåelse av fastsatte planer. S5-respondenten påpeker at de er opptatt av å bevisstgjøre og måle lønnsomheten, primært gjennom budsjettarbeidet. S6 forteller at dette er noe som varierer i forhold til type bedrift og bransje, men poengterer at de er opptatt av det overordnede, samtidig som det alltid er et behov for å sette mål på underordnet nivå, noe de følger opp.

H1, S3 og S4 er ikke like opptatt av å delta i målsettingen på underordnet nivå, og legger mer av dette ansvaret over til ledelsen. S4-respondenten uttaler eksempelvis ”i planen vi utarbeider, settes de overordnede målene, og vi går ikke inn på detaljnivå i spesielt høy grad. Som eier lager vi på en måte et kart, strategisk sett. Målet er å gjete ledelsen, og for ledelsens del er det flere veier til Rom”.

Det varierer i hvilken grad disse målene på detaljert nivå er ikke-finansielle, men en ser at det er en indikasjon på at de til dels er kvalitative også.

Mål på ulike nivå

Angående mål på kundenivå, ser vi at tilnærmet alle aktører, setter mål på markedsandel og relaterte faktorer. Imidlertid er det observert manglende mål på faktorer som kundetilfredshet og lojalitet. Selv om eksempelvis flere aktører måler og får rapportert kundetilfredshet, er dette ofte en faktor som det bare holdes et visst øye med, og dersom den virker å være fallende eller for lav, vil det iverksettes undersøkelser og tiltak. På den måten virker dette ikke å være noe de har konkrete mål på. Samtidig trekkes det frem av aktørene at mål på kundenivå, i dette tilfellet eksempelvis antall nye kunder og gjenkjøp fra eksisterende kunder, vil variere sterkt avhengig av bedrift og bransje. I noen segment er det et fåtall store kunder, og derav mer naturlig å sette konkrete mål, mens i andre segment er det ekstremt mange små kunder, og det settes da mer indirekte salgsmål.

Spesielt S4 og S5 trekker frem at de har et sterkt kundefokus og klare målsettinger mot kundene. De andre setter mål på kundenivå, men ikke særlig mangfoldig, og det varierer mye etter type bransje og bedrift.

Oppsummer er det avdekket en indikasjon på at det settes mål på kundenivå i henhold til hva presentert teori omtaler som *kundeperspektiv*.

Aktørene er opptatt av å forbedre interne prosesser og setter mål i den forstand. Men når det gjelder mål mot å identifisere og etablere nye prosesser, og skape nye produkter og tjenester, er det noe mer vagt. Aktører som har vist at de har et strategisk fokus på å identifisere nye prosesser og utvikle nye produkter og tjenester, uttaler at de ikke i like høy grad setter konkrete mål på disse tiltakene.

Oppsummert er det avdekket en indikasjon på at det settes mål i henhold til hva presentert teori omtaler som *prosessperspektiv*. Det virker for øvrig å være mer naturlig for aktørene å følge opp denne type prosjekter gjennom statusrapporter, hvor styret får en oversikt over utviklingen. Dette kan anses som mer krevende å målsette, og prosessens utfall er svært usikker.

Det er et entydig mønster i at samtlige aktører forsøker å sette mål på å forbedre og innføre nye rutiner og systemer. På den andre siden uttaler bare to av aktørene på en klar måte at de setter

mål på utvikling av kompetanse. Oppsummert er det avdekket en relativt sterk indikasjon på at aktørene setter mål i henhold til hva presentert teori omtaler som lærings- og vekstperspektiv.

Aktørene setter ingen konkrete mål i henhold til sykefravær, skadetall og medarbeidertilfredshet. Dette er tall og informasjon de følger opp med jevnlig mellomrom, men H1 trekker blant annet frem at de absolutte tallene betyr ikke så mye, det er utviklingen som er viktig å se på og forstå.

Ledelsens deltakelse og synspunkt

Samtlige av aktørene forteller at ledelsen i høy grad deltar i utviklingen av strategien og målsettingen. Det anses som viktig at ledelsen selv anser målene som mulige, og ledelsen har ofte best innsikt i akkurat dette. I de fleste tilfeller vil ledelsen i tillegg til de overordnede målene, og de målene som settes opp sammen med private equity-aktøren og eieren, ta frem egen "verktøykasse" og sette mål på et lavere nivå for å kunne nå de overordnede målene.

Samtlige av aktørene forteller at de anser det som meget viktig at administrasjonen har tiltro til strategi og mål. Å gjennomføre et business-case med en leder som ikke fullt ut har tro på den strategiske planen, oppfattes som svært risikabelt. Ledelsen kjenner ofte bedriften mye bedre enn aktøren, og blir derfor hørt når de kommenterer hvor vidt strategisk plan og målsettinger er gjennomførbart.

10.3.5 Ansvar for måloppnåelse og evaluering

Alle aktørene er entydige i forhold til at administrasjonen i høy grad er ansvarlig for å nå målene som er satt. Spesielt i forhold til underordnet nivå er det ledelsen som er ansvarlig for utførelse og operasjonalisering. Ledelsen blir, som tidligere gjort rede for, fulgt tett opp, og ved behov bistått. Men det er ledelsen som skal skape verdiene og utviklingen. For øvrig er det på overordnet nivå gitt retningslinjer til hvordan det skal gjøres.

Private equity-aktøren fungerer på mange måter som en positiv bidragsyter til kvalitetssikring. De følger ledelsen tett opp, men balanserer sitt bidrag etter behov, og lar ledelsen skape verdiene, så lenge det går etter planen.

Samtlige av aktørene forteller også at de har en høy grad av nyansering i evalueringen av ledelsen og måloppnåelse. Aktørene gjør grundige analyser for å stille egne diagnoser, hvor det legges stor vekt på å forstå hva som faktisk har skjedd. Deretter jobber de sammen med ledelsen, som også får muligheten til å forklare. Det blir stilt spørsmål, og en diskuterer eventuelle tiltak dersom nødvendige grep må gjøres. Det legges ikke skjul på at aktørene ikke nøler med å bytte ut en ineffektiv ledelse, men dette er ingen "sort-hvitt"-prosess.

10.3.6 Kommunisering av strategi og implementering

I hvilken grad administrasjonen er ansvarlig for kommunikasjon av eksempelvis strategi ut til de ansatte er tilnærmet entydig for aktørene. I disse tilfellene legges hele ansvaret til administrasjonen. Det er for øvrig ett unntak. S5, som eneste aktør, forteller at de både sammen med ledelsen og alene har store møter med ansatte i bedriften. I disse møtene gjøres det rede for blant annet strategi og visjon. På sin side forteller S2-respondenten at "kommunisering og implementering av strategi er 100 prosent opp til ledelsen". S4-respondenten uttrykker for øvrig at "vi er opptatt av at strategi blir kommunisert ut til de ansatte, vi vil at de skal vite hva bedriften gjør og hvor bedriften skal, men dette er lederens ansvar". S4 sin uttalelse kan sies å være representativ for flertallet i utvalget. Selv om ansvaret legges til administrasjonen, er aktørene likevel veldig opptatt av at det faktisk blir kommunisert ut.

Entydig for aktørene er at implementering er ledelsens ansvar, og dette blir fulgt opp og holdt øye med gjennom tett dialog, eventuelle utfordringer som dukker opp, og rapportering.

10.4 Hovedcase - verifisering

Hovedcaset består av innsamling av data gjennom intervju fra to ulike informantgrupper. I hovedsak er data hentet fra private equity-aktøren, men det er også foretatt et intervju med administrerende direktør i den spesifikke porteføljebedriften som hovedcaset har omhandlet. I dette delkapitlet vil det gjøres rede for om det finnes samsvar mellom de to informantgruppene.

Det er ingen observerte, direkte avvik i hva som blir sagt fra de ulike sidene av eierstyringen. I meget høy grad bekrefter administrerende direktør det som representanten for private equity-aktøren har uttalt. Det gis likevel et noe mer nyansert bilde på visse områder.

Detaljerte data fra porteføljebedriftsintervjuet kan undersøkes nærmere i Appendiks 3.2.

Kort oppsummert fremstår administrerende direktør i porteføljebedriften som meget opptatt av å ha de riktige eierne. Private equity-aktøren er den mest aktive eieren i eiergruppen, og bedriften ville ikke vært der den er i dag uten private equity-aktøren som eier. Administrerende direktør er like opptatt av vekst som private equity-eieren, men ikke like opptatt av det finansielle. I tillegg er lederen spesielt opptatt av den gode relasjonen mellom ledelsen og private equity-representantene. De rådene som representantene gir, oppleves som svært kvalifiserte og gode anbefalinger som ofte resulterer i nye tiltak.

10.5 Tabell – oppsummering av de empiriske funn

I dette avsnittet presenteres en tabell som oppsummerer de empiriske funnene.

10.5.1 Fremgangsmåte

De kvalitative data som er samlet inn gjennom intervju med de forskjellige aktørene er fremstilt i en tabell for å skape god oversikt over hovedlinjene. Hver faktor er nøye valgt ut, og skal være beskrivende og av viktig karakter i forhold til utredningens hypoteser og problemstillingens natur.

Alle aktører er vurdert isolert sett, og vurderingen baseres på intervjudata, som er detaljert gjengitt i Appendiks 3.

De ulike aktørene betegnes i henhold til kapittel 10.1 Fremgangsmåte i konkludering og presentasjon av funn.

10.5.2 Kriterier for vurdering

Tabellen har ulike svaralternativer. I ett tilfelle består svaret av kortfattet *tekst*, og i noen tilfeller i form av *tallfakta*. En del svar er av type *ja* eller *nei*, mens flertallet av kolonnene har en vurdering i form av tre grader; *lav*, *middels*, og *høy*.

De ulike gradene *lav*, *middels*, og *høy*, er gjort rede for i kapitel 10.1 Fremgangsmåte i konkludering og presentasjon av funn.

I noen få tilfeller vil en ha to kombinasjoner av disse gradene, slik som for eksempel "Middels/Høy". Legg merke til at det er en forskjell mellom "Middels/Høy" og "Høy/Middels". Den første graden som nevnes skal vektlegges mest.

Det gjøres videre oppmerksom på at når en fremstiller store mengder kvalitative data i en tabell, med svært begrensede muligheter for beskrivelse, faller mye av nyansene bort, slik at svarene kan få preg av å være mer "sort eller hvitt" enn det som er tilfellet.

Mange av faktorene har et faktabasert svar, og det stilles derav ingen krav til utrederen i forhold til vurdering. På den andre siden stilles det krav til objektivitet og analyse- og tolkningsevner i vurderingen av de øvrige faktorene. For å skape en høyest mulig validitet er vurderingen kvalitetssikret gjennom følgende metoder:

- Data fra intervju
- Forfatterens vurdering
- Offentlig og/eller konfidensiell informasjon om aktør
- Validering fra respondent der nødvendig
- Validering fra en utenforstående og objektiv person

Gjennom den empiriske analysen og arbeid med utredningen har forfatteren fått god innsikt i private equity-aktørens metoder. Det er lagt vekt på en helhetlig sammenheng i tabellen og at relaterte faktorer står i henhold til hverandre.

Samtlige av PE-aktørene har offentlig tilgjengelig informasjon om deres forretningskonsept, og tabellen er verifisert mot dette der det er mulig og relevant. I tillegg er det i noen tilfeller mottatt diverse prospekter og tilhørende dokumenter fra aktøren selv. I tilfeller hvor det har vært usikkerhet knyttet til en eller flere faktorer, er respondenten det gjelder kontaktet.

Til sist er tabellen verifisert gjennom å la en annen objektiv person med tilgang til samme rammeverk gjøre en egen vurdering.

10.5.4 Oppsummeringstabellen

Oppsummeringstabellen er todelt. Tabell 4 tar for seg *aktiv eierstyring*, mens Tabell 5 tar for seg *balansert målstyring*.

Tabellene presenteres på de neste to sidene.

Tabell 4 – Aktiv eierstyring

	H1	S2	S3	S4	S5	S6
VIKTIGSTE STYRINGSORGAN OG DETS OPPGAVE						
Hovedorgan i eierstyring	Styret	Styret	Styret	Styret	Styret	Styret
Styret og styrets oppgave	I samarbeid bestemme agenda og definere prioriteter for bedriften	Bestemme og godkjenner strategi. Iverksette tiltak. Utarbeide prosesser	Sette strategisk plan. Sikre høy sannsynlighet for suksess gjennom å overvåke og sparre med ledelsen	Gjennom samarbeid definere saker og prioritere. Bidra med kunnskap	Bestemme strategi, sette agenda og prioritere, og kommunisere det ut. Sette retning for bedriften, definere ambisjonsnivå	Bestemme agenda og prioritere. Lage strategi og bidra med kunnskap. Utarbeide prosesser
KOMMUNIKASJON MED ADMINISTRASJONEN I BEDRIFTEN						
Grad av hyppighet - dialog med CEO	Høy	Middels	Middels	Høy	Høy	Høy
Deltakelse på aktiviteter utenom styremøte	Høy	Middels	Lav / Middels	Høy	Høy	Høy
Grad av fokus på samarbeid	Høy	Høy	Middels	Høy	Høy	Høy
Grad av dialog - hyppighet med CEO	Høy	Høy	Middels / Høy	Høy	Høy / Middels	Høy
Grad av beslutningstaking	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Grad av direkte instruksjon	Lav	Lav	Middels	Lav	Middels / Høy	Middels
STYRETS SAMMENSETNING OG ROLLEFORDELING						
Ant styremedlem	7	5 - 7	3-5	4 - 8	5 - 7	4 - 8
Ant PE-rep i styret, med stemmerett	2	1	1 / 2	1	2	2
Ant eksterne i styret (evt inkl styreleder)	2	3	1 - 2	1 - 2	1 - 2	2 - 3
Ekstern styreleder	Ja	Ja	Ja	Nei	Nei	Ja/Nei
I hvilken grad eksterne hentes inn for å bidra med bransjekunnskap/fagkompetanse	Høy	Høy	Middels / Høy	Høy	Høy	Høy
Ansatt representant i styret (lovpålagt etter størrelse)	Ja	Ja	Nei	Nei	Ja	Ja
Grad av endring av styret ved oppkjøp	Middels	Høy	Høy / Middels	Høy	Høy / Middels	Høy
PE-REP ROLLE (I STYRET OG GENERELT)						
Majoritet i styret (uavhengig av sikret kontroll gjennom aksjonæravtale)	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja	Ja
Ant totalt som jobber med bedriften fast	2	3	2 / 3	2 / 3	2	2 - 3
Ant "observatører" i styret	0	2	1	1 / 2	0	0 - 1
Styrelederverv	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja	Ja / Nei
Tar arbeidende styrelederverv	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja	Nei
Påtar seg lederansvar i bedrift, heltid, ved behov	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Nei
Grad av annen kompetansebasert rådgivning enn finansiell og strategisk	Lav	Middels / Høy	Lav	Middels	Middels / Høy	Middels
RÅDGIVNING VS OVERVÅKNING						
Grad av overvåking	Lav	Lav	Høy / Middels	Lav	Middels	Middels / Lav
Grad av rådgivning	Høy	Høy	Middels / Høy	Høy	Høy	Høy
LANGSIKTIGHET I INVESTERINGEN. EXIT-STRATEGI						
Grad av langsiktighet i investeringen	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Ledelsen gis incentiv for langsiktig vekst	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Fokus på exit i investeringsperioden	Lav	Lav	Middels	Lav	Lav	Lav / Middels
ENDRING AV LEDELSE						
Endring av CEO ved oppkjøp	Nei	Ja	Nei	Ja	Nei	Ja / Nei
Styrkelse av ledelsen ved oppkjøp	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Endring av ledelse i investeringsperioden	Middels	Middels	Høy	Høy	Middels / Høy	Høy
I hvilken grad CEO er delaktig i ansettelse av ledelsen	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
GRAD AV INNVOLVERING I DRIFT						
Grad av innvolvering i daglig drift	Lav	Middels / Høy	Lav	Middels	Høy	Lav / Middels
Grad av innvolvering i kjernedrift	Lav	Middels / Høy	Lav	Middels	Høy	Lav / Middels

Tabell 5 – Balansert målstyring

	H1	S2	S3	S4	S5	S6
PREFERANSER - STRATEGISKE TILTAK						
Grad av tiltakspreferanse	Lav	Middels / Høy	Lav	Høy	Lav	Middels
RAPPORTERING OG STRATEGISK FOKUS						
Rapporteringshyppighet generelt	Månedlig	Ukentlig / Mnd	5. - 8. uke	Ukentlig / Mnd	Månedlig	Ukentlig / Mnd
Krav til rapportering utover tradisjonell regnskapsføring	Høy	Høy	Middels	Høy	Middels	Høy
Grad av ikke-finansiell rapportering	Middels / Høy	Middels	Lav	Middels / Høy	Lav	Middels
Krav om spesifikk rapportering i perioder	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Fokus på å foredle rapporteringssystem i tidlige fase	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Ja
Ansetter ny CFO ved oppkjøp	Ja	Ja	Ja	Ja / Nei	Ja / Nei	Ja / Nei
Fokus (her: i strategi og rapportering) på finansielle resultater	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Fokus (her: i strategi og rapportering) på kunder	Middels	Middels	Middels	Høy	Høy	Middels
Fokus (her: i strategi og rapportering) på innovasjon, interne prosesser	Lav	Høy	Middels	Høy	Middels	Høy
Fokus (her: i strategi og rapportering) på innovasjon, produktutvikling	Lav	Høy	Middels	Høy	Middels	Høy
Fokus (her: i strategi og rapportering) på kompetanseutvikling	Lav	Middels	Lav	Middels / Høy	Høy	Høy
Fokus (her: i strategi og rapportering) på innføring av systemer	Middels / Lav	Høy	Middels	Høy	Middels	Høy
Fokus (her: i strategi og rapportering) på rutiner	Middels	Høy	Middels	Høy	Middels	Høy
Fokus (her: i strategi og rapportering) på ansatte	Høy	Høy	Lav	Middels / Høy	Høy	Middels
PRO-AKTIVITET - ID. AV LANGSIKTIGE LØNNSOMHETSDRIVERE						
Grad av pro-aktivitet	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Grad av fokus på identifikasjon av langsiktige lønnsomhetsdrivere	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
STRATEGIUTVIKLING, MÅLSETTING OG EVALUERING						
I hvor stor grad overordnede mål i strategien er av finansiell karakter	Høy / Middels	Høy / Middels	Høy	Middels	Høy	Høy / Middels
I hvor stor grad PE-aktøren følger opp i målsettelse av mer underordnet karakter	Middels	Høy	Middels	Middels	Middels / Høy	Middels / Høy
I hvor stor grad de underordnede målene er av ikke-finansiell karakter	Middels	Høy	Lav / Middels	Middels / Høy	Lav / Middels	Middels
Mål i henhold til det finansielle perspektivet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Mål i henhold til kundeperspektivet (grad av)	Middels / Lav	Middels / Lav	Middels / Lav	Høy / Middels	Høy / Middels	Middels / Lav
Mål i henhold til prosessperspektivet (grad av)	Lav	Høy / Middels	Lav	Middels / Høy	Middels	Middels / Høy
Mål i henhold til læring og vekst perspektivet (grad av)	Middels	Høy / Middels	Middels	Høy / Middels	Middels	Høy / Middels
I hvilken grad administrasjonen deltar i målsettelsen	Høy	Høy	Middels	Høy	Høy	Høy
I hvilken grad administrasjonen er ansvarlig for måloppnåelse	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
I hvilken grad PE aktøren ønsker at administrasjonen har tiltro til strategi og mål	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Grad av nyanse i evalueringer	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
STRATEGIIMPLEMENTERING						
I hvilken grad ledelsen er ansvarlig for implementering og komm. ut til ansatte	Høy	Høy	Høy	Høy	Middels	Høy

DEL VI: AVSLUTNING

11. Konklusjoner

Kapittel 11 består av tre delkapitler. Kapittel 11.1 behandler aktiv eierstyring, og kapittel 11.2 behandler balansert målstyring. Kapittel 11.3 gir forslag til videre forskning.

11.1 Aktiv eierstyring

Dette delkapitlet vil gi et kort sammendrag av hovedtrekkene i den empiriske analysen, 10.3 Aktiv eierstyring. Deretter gjøres det rede for hvilke avvik det er funnet mellom den empiriske analysen og det teoretiske rammeverket, og det gjøres en vurdering av utredningens hypotese. Til slutt konkluderes det i henhold til utredningens problemstilling

11.1.1 Sammendrag empiriske funn

Private equity-aktørene sikrer seg i hovedsak kontrollerende andel i bedrifter, mens de i noen tilfeller kjøper opp hele selskap. De danner som regel et helt nytt styre og etablerer styreinstrukser. I tillegg plasserer de selv egne representanter i styret. Aktørene deltar i høy grad i beslutningstaking, og eierrollen utøves i kraft av eierandelen. Det varierer hvor vidt aktørene opererer med formell majoritet i styret eller ikke, og dette avhenger i høy grad av de ulike aktørers preferanser. Aktørene er av den oppfatning at størrelsen på styrene bør holdes på et fornuftig nivå, og ikke bli for store. Flere egenkapitaleiere tenderer til å gjøre styrene større.

Styret er hovedorganet i eierstyringen, og er et profesjonelt og effektivt forum. Det er det besluttede organ, og bestemmer agenda, definerer saker og prioriterer, og setter slik retning for bedriften og driver frem utviklingen. I tillegg gir styret råd til ledelsen. Det kommer frem at aktørene justerer styrets sammensetning og bytter ut styremedlem ved behov. Drivere av slike endringer går som regel ut på hvilken kompetanse som er nødvendig. Det kommer ikke klart frem om aktørene justerer sin egen styrerepresentasjon etter utfordringer i bedriften, men heller at grad av involvering justeres, hvor det også i noen tilfeller hentes inn andre personer til å delta i styrerelatert arbeid i en viss og kortsiktig periode.

Aktørene henter alltid inn eksterne personer til styrene sine, utelukkende basert på kompetanse, erfaring og nettverk. Utfordringer og kompleksitet øker behovet for kompetanse, og kan føre til at flere eksterne personer hentes inn. Dette kan føre til at aktørene velger å hente inn nye

personer til styret etter hvert, ved behov, men det fokuseres i høy grad på å etablere et bærekraftig og kompetent styre i tidlig fase. CEO er eneste interne i styrene.

Samtlige av aktørene gjør store endringer i ledelsen etter oppkjøp, og i hovedsak fjernes personer dersom de ikke har nødvendig kompetanse, erfaring og motivasjon. I samtlige tilfeller styrker aktørene ledelsen, og det er svært vanlig å bytte CFO. Det er ikke avdekket et klart mønster på om CEO byttes ut eller ikke, og en ser altså at dette er noe som varierer. Det har imidlertid kommet frem at det gjøres endringer av ledelsen i investeringsperioden.

Aktørenes representanter har en meget tett, direkte og effektiv dialog med ledelsen, og det er betydelig fokus på samarbeid og relasjon. I tillegg følger representantene opp implementering og utvikling. Det er tilnærmet entydig at aktørene i høy grad gir rådgivning til ledelsen. Aktørene bidrar særskilt med finansiell og strategisk kompetanse, samt bedriftsutvikling. En typisk private equity-representant er tidligere konsulent, og besitter sterke analytiske evner. Gjennom den tette dialogen fungerer PE-representantene som sparringspartnere. Typiske oppgaver som de involverer seg i er strategiutvikling, effektivitetsfremmende tiltak, ledelsesrekruttering og finansielle analyser og transaksjoner. Det er i tillegg kommet frem en indikasjon på at aktørene tilbyr annen kompetanse, innenfor ledelse, operasjonelle utfordringer, bransje og sektor. Dessuten tilbyr de ofte et relevant nettverk for bedriften. Kun et fåtall av aktørene påtar seg i utgangspunktet lederansvar i styret, mens grovt sett halvparten av aktørene påtar seg lederansvar i bedriften i perioder og ved behov. Hvor vidt aktørene tar slike roller, avhenger for øvrig av både preferanser og investeringsfilosofi, samt om aktøren og representantene innehar den nødvendige kompetansen og erfaringen, og om det er nødvendig.

Overvåkningsbehovet fremstår som forholdsvis lavt. Aktørene oppdateres kontinuerlig gjennom sitt aktive eierskap, den tette dialogen og en god relasjon med ledelsen, samt effektive rapporteringssystem. Det er et entydig mønster at ledelsen eier en andel av egenkapitalen, og det innføres incentiv for langsiktig vekst og prestasjon.

11.1.2 Avvik fra teori

Dette avsnittet vil trekke frem på hvilke områder mine funn fraviker fra teorien, og jeg vil påpeke de sannsynlige årsaker.

I hovedsak viser de empiriske funnene i høy grad å stemme overrens med det teoretiske utgangspunktet. Imidlertid gir empirien noen nyanser.

Først og fremst viser de empiriske funnene at styrets rolle er noe mer nyansert enn hva teorien har tilsagt. Grad av overvåkning er lav, og behovet for å sikre at eierne tar handlinger i samsvar med eierens interesser er følgelig betydelig redusert som en følge av at eierne selv sitter i styret. Men eierne velger selv ut den administrerende direktøren, som i tillegg vil ha en eierandel i bedriften. Felles agenda og tro på fremtiden er tilnærmet et kriterium. På denne måten er styrets arbeid i høy grad et *samarbeid* med ledelsen, om å drive frem en utvikling og skape en suksessbedrift.

Teorien tilsier at det er relativt få eksterne personer i styrene. Empirien samsvarer i en viss grad med dette, men det finnes også tilfeller hvor antall eksterne personer utgjør så mye som halvparten av styret. I denne sammenheng kan det virke som om aktørene er opptatt av å være "føre var" i forhold til å etablere et optimalt styre med en gang, og i høyere grad unngå å hente inn en ny ekstern person ved store utfordringer. En ser eksempelvis også av den empiriske analysen at styrets turnover er lavere enn hva teorien har gjort rede for. Dette er for øvrig en faktor som vil avhenge av type oppkjøp. Videre sier teorien at aktørene justerer sin styrerepresentasjon i utfordrende faser, mens empirien viser at det er først og fremst involveringen som øker, da gjennom aktiviteter som ikke begrenses kun til styret. Empiriske funn viser også at det er vanlig at representantene i mange slike tilfeller heller velger å hente inn kompetente personer fra eget selskap i perioder, eller hyrer inn eksterne konsulenter for tidsbegrensede oppdrag.

Det kommer også frem at hele ledelsen ikke alltid byttes ut, og at CEO i noen tilfeller beholdes. Ifølge teorien er dette noe mindre vanlig, men at det kan forårsakes av at aktører identifiserer en oppkjøpskandidat med et urealisert potensial og ikke en underprestasjon, og derfor ikke anser ledelsen som ineffektiv. Funnene i empirien kan støtte seg på dette, spesielt ettersom det viser seg at de fleste oppkjøp innenfor segmentet virker å være av bedrifter som ikke nødvendigvis underpresterer, men besitter et stort vekstpotensial. Men i tillegg viser de empiriske funnene, og gir en nyanse som teorien ikke har forklart, at private equity-aktørene er av den oppfatning at en tar en stor risiko når en velger å bytte ut administrerende direktør. For det første fjernes en person med dyp kunnskap om bedriften, og det er sjelden en ny leder står klar til å overta med

en gang. En kan risikere å få et tomrom på flere måneder, og noen ganger opptil et halvt år. For det andre vil en ny leder måtte bruke en del tid på å sette seg inn i bedriften og arbeidsoppgavene, noe som vil forårsake at ytterligere tid går tapt. Derfor påpeker respondentene at det må vurderes om denne risikoen er verdt forventet gevinst av å bytte ut lederen og eventuelt flere i ledelsen.

Selv om CEO-turnover ikke er målt på lik måte som de tidligere empiriske undersøkelser teorien viser til, kommer det frem i utredningens empiriske analyse at turnoveren i etterkant av oppkjøpet ikke virker å være like høy som teorien har hevdet. Funnene viser at det forekommer endringer av ledelsen, men det skyldes ofte at kravet til tynge kompetanse og erfaring er økt, etter hvert som bedriften har vokst i både størrelse og kompleksitet. I tillegg kan det ha dukket opp andre typer utfordringer som ikke var ventet. Først og fremst kan dette forklare bakgrunnen for en noe lavere turnover, men i tillegg kan det støtte opp om antakelsen om at private equity-aktører er langsiktige, noe som teorien stiller spørsmålsteget etter avdekking av høy CEO-turnover.

Ifølge teorien kan en kan forvente at private equity-aktører besitter erfaring og lederkompetanse til å gå inn i lederstillinger i bedriften og styret, og at en derfor vil observere dette. I den empiriske analysen er det funnet en indikasjon på at type rådgivning ikke er begrenset til finansielle og strategiske oppgaver, men det varierer hvorvidt aktørene tar lederstillinger i bedriften og styret. Det er ikke funnet støtte for at aktørene involverer seg i den daglige driften. Teorien er for øvrig heller ikke helt klar på dette området, hvor det trekkes frem at dette er noe som blant annet vil avhenge av hvilke type aktører som er involvert i oppkjøpet. Dette er noe som virker å samsvare med de empiriske funnene, hvor det er funnet antydninger til at grad av involvering vil avhenge av hvilken kompetanse PE-aktøren besitter, samt preferanser og investeringsfilosofi.

I den empiriske analysen ble det avdekket en indikasjon på at aktørene ikke gir direkte instruksjoner til ledelsen. Teorien er ikke klar på dette området, men impliserer indirekte at dette i høyere grad forekommer. Først og fremst kan lav grad av instruksjon sannsynligvis forklares gjennom det høye fokuset på relasjon og samarbeid med ledelsen, som ble avdekket i den empiriske analysen. Dialogen mellom PE-aktør og porteføljebedriftens ledelse består av diskusjoner og problemløsning i felleskap, hvor begge parter har en felles interesse i bedriftens

beste. I tillegg kom det i hovedcaset eksempelvis frem at administrerende direktør anså forslag til tiltak fra PE-aktøren som meget kompetente, og derav noe som ofte resulterte i iverksettelse.

Vurdering av hypotese

Den teoretiske hypotesen fra kapittel 4.11.2 Forventning til virkelighet – hypotese er som følger:

Det aktive eierskapet er i høy grad aktivt. PE-aktører går i høy grad inn for å påvirke ledelsen, og gjennom involvering på flere områder påvirker de den daglige driften.

Empirien viser at aktørene er aktive eiere i høy grad. Oppkjøpene har en klar styringsrolle. Ledelsen blir byttet ut eller forsterket, styret endres i stor grad, og det innføres en rekke ulike tiltak. Det utarbeides en ny strategi for bedriften, og fokuset på vekst økes betraktelig. Aktørene er krevende, intensive og utfordrende, og bidrar med en relativt bred rådgivningskompetanse. Gjennom å være hovedeier, og kontrollere styret, har de makt som kan utøves dersom nødvendig.

Empirien viser også at private equity-aktørene i høy grad påvirker ledelsen, først og fremst gjennom etablering av en ny styringsstruktur i bedriften og innrettelse av felles agenda. Samtidig som de sørger for at påvirkningen skjer gjennom samarbeid, og med forbehold om at det ikke går negativt utover relasjonen mellom PE-representantene og ledelsen. I denne sammenheng er det funnet at PE-aktørene har en lav grad av direkte instruksjon ovenfor ledelsen.

Utredningen finner for øvrig ingen støtte for at aktørene involverer seg i daglig drift, dog påpeker at det forekommer. Dette er noe som avhenger av aktørenes preferanser, investeringsfilosofi og tilgjengelig kompetanse. Bakgrunnen for dette virker å være at aktørene setter en grense mellom å være en aktiv eier, og la en administrerende direktør gjøre den jobben han eller hun er satt til.

Det bør også påpekes at det har kommet frem av den empiriske analysen at aktørene i utgangspunktet ønsker så lav grad av involvering som mulig, forutsatt en effektiv og selvstendig ledelse som leverer gode resultater. Høy involvering vil kreve en større arbeidsinnsats som i tilfeller kan være bedre anvendt i andre investeringer.

11.1.3 Konklusjon

I dette avsnittet gis en konklusjon i forhold til utredningens problemstilling. Det gjøres imidlertid oppmerksom på at denne konklusjonen kun er representativ for utredningens utvalg, og gir ikke grunnlag for å gjøre noen ytterligere generaliseringer.

Den overordnede problemstillingen er som følger: *Hvor aktiv er den aktive eierstyringen?*

Den underordnede problemstillingen er som følger: *Hvor aktivt går aktørene i den norske private equity-bransjen inn for å påvirke ledelsen og den daglige driften i de bedriftene de kjøper opp eller investerer i?*

Utredningens konklusjon er som følger:

Utredningen finner en klar støtte for at den aktive eierstyringen i høy grad er aktiv.

Private equity-selskapene påvirker ledelsen i sine porteføljebedrifter gjennom å etablere en ny styringsstruktur, innrette felles agenda med en ny eller forsterket ledelse som aktøren selv har valgt ut, sterkt fokus på samarbeid og relasjon, en noe bred kompetanse og høy grad av rådgivning, og lav grad av instruksjon.

Utredningen finner ikke støtte for at aktørene går aktivt inn for å påvirke den daglige driften av selskapene de går inn i. Funnene er for øvrig ikke entydige, og vil avhenge av den enkeltes aktørs preferanser og investeringsfilosofi, samt tilgang til kompetanse i egen rekke.

11.2 Balansert målstyring

Dette delkapitlet vil gi et kort sammendrag av hovedtrekkene i den empiriske analysen, 10.4 Balansert målstyring. Deretter vil det gjøres rede for hvilke avvik det er funnet i forhold til teori og hypotese, før det til slutt konkluderes i henhold til utredningens problemstilling.

11.2.1 Sammendrag empiriske funn

Aktørene har et langsiktig investeringsperspektiv og et sterkt fokus på å vokse. De videreutvikler bedriftene gjennom en rekke ulike tiltak. Internasjonal satsing virker å være noe alle aktører

iverksetter. En ser også antydninger til at nyskapning gis oppmerksomhet, men utover dette er det ikke funnet noen klare indikasjoner på at aktørene har noen sterke tiltakspreferanser. Dette er noe som vil avhenge av både bedrift, bransje og situasjon, og aktørene tilpasser deretter. Aktørene legger utelukkende opp til å skape en konkurransedyktig og suksessfull bedrift, og det kan og vil ta ulike former. Det virker som aktørene legger opp til at porteføljebedriftene skal fokusere på det de kan best, og bygge videre på det, men det er ikke avdekket grunnlag for å påstå at porteføljebedriftene får et høyere forretningsmessig fokus mot kjernedrift. Det oppfattes som svært sannsynlig at bedriftene får en raskere adoptering til markedet, spesielt ettersom PE-aktørene gjør omfattende markedsanalyser i forkant av oppkjøpet og gjør store endringer i bedriften etter oppkjøpet.

Det er avdekket at virksomhetsstyringen er helhetlig, og ikke fragmentert. Den empiriske analysen viser at det finansielle fokuset fremdeles står sterkt, men aktørene har også betydelig fokus på andre områder. Prinsippene i helhetlig virksomhetsstyring virker å være oppfylt, og en observerer både overordnede og underordnede mål, identifisering av målevariabler og fastsettelse av mål, bruk av målesystemer og tiltak for å sikre operasjonalisering av strategien.

Et meget konsistent funn er at aktørene i samtlige tilfeller alltid foredler rapporteringssystemet i bedriftene de kjøper opp. En taktskifte innen rapportering forekommer, og er en viktig brikke i det aktive eierskapet og sikring av måloppnåelse. Det brukes tid på å identifisere de riktige måleparameterne og endre og forbedre rutiner, og i mange tilfeller blir CFO byttet ut. I tillegg er det avdekket en relativt sterk indikasjon på at kravene til rapportering går utover tradisjonell regnskapsføring, hvor det i noen perioder både rapporteres hyppigere og mer i detalj. Det virker å være betydelig mengder med informasjon som rapporteres, og en typisk rapporteringspakke inneholder i hovedsak finansielle nøkkeltall, men også kvalitativ informasjon, både intern og ekstern.

Aktørene fremstår som svært opptatt av å sikre sammenheng i strategi, planprosesser, gjennomføring og oppfølging. Sammen med ledelsen oversetter aktørene strategien til overordnede mål, som regel i et femårsperspektiv. Deretter følger aktørene opp målsetting på underordnet i middels grad. Det settes mål både på lang og kort sikt, og det sørges for at målene er linket opp mot budsjettet. De overordnede målene er i høy grad finansielle, men det er

avdekket elementer av ikke-finansielle mål også. Selv om det varierer noe, er det funnet en indikasjon på at målene på underordnet nivå til dels også er ikke-finansielle.

Målene som settes berører ulike deler av organisasjonen, og settes gjennom en "top down"-prosess fra bedriftens strategi og ut gjennom hele virksomheten. Målene virker å være en balanse mellom resultatmål med utgangspunkt i historikk, og mål som skal skape suksess i fremtiden. Aktørenes representanter følger bedriftens utvikling kontinuerlig, og i tilfeller hvor det observeres avvik, gjøres det nyanserte evalueringer for å kunne stille en diagnose og deretter eventuelt anbefale og innføre nødvendige tiltak. Det er på ingen måte bare de faktiske resultatene som diskuteres. Den langsiktige strategiske planen fremstår som et levende dokument som endres gjennom investeringsperioden.

Det har kommet frem at samtlige av aktørene produserer planer, som i tillegg til å identifisere ulike tiltak som må iverksettes for og nå fastsatte mål, har konkrete frister for måloppnåelse og progresjon angående tiltak og prosesser, eksempelvis på avdelingsnivå.

Aktørene har et sterkt fokus på å skape felles mål, hvor både de og ledelsen skal finne strategi og mål troverdige og oppnåelige, og hvor en sammen skal jobbe mot å nå målene. Aktørene er opptatt av at strategien implementeres og kommuniseres ut til de ansatte, men dette er ledelsens ansvar, og det forventes at de har evne til å samle individene og organisasjonen om de fastsatte målene.

Det kommer klart frem at aktørene er proaktive i eierstyringen av bedrifter, bedriver målstyring og ikke detaljstyring, og er opptatt av å identifisere drivere av langsiktig lønnsomhet. I tillegg fremstår aktørene å ha et verdifokus. Samtlige av aktørene har et fokus på operasjonell effektivitet, men ikke utelukkende. Det er nemlig avdekket en indikasjon på at aktørene har fokus på nyskapning, både identifisering av helt nye prosesser og spesielt produktutvikling.

Sett i forhold til teoriens fire perspektiv innenfor målstyring, kommer det frem at aktørene tar hensyn til samtlige perspektiver. Indikasjoner er funnet, men i de fleste tilfeller verken entydige eller sterke. Først og fremst er det ingen tvil om at alle aktører setter mål i et finansielt perspektiv, mens det er avdekket en indikasjon på at det settes mål på kundenivå. Videre er det en grad av indikasjon på at det settes mål på prosessnivå. Det er også avdekket en grad av

indikasjon på at aktørene setter mål i henhold til hva som omtales som læring- og vekstperspektivet.

Videre er aktørene meget opptatt av å etablere nødvendig infrastruktur for å nå målene, og gjør investeringer i system og rutiner. Det gjøres investeringer i mennesker og kompetanse i form av ansettelse, men det er funnet at fokus på kompetanseutvikling er svært lavt.

Aktørene setter slikt sett primært mål i det finansielle perspektivet, og følger opp med å sette mål i de andre perspektivene. En finner en klar sammenheng i målsettingen, hvor en eksempelvis å nå målene i et perspektiv er virkemiddelet for å nå målene i et annet perspektiv. Dersom det dukker opp uventede hendelser, gjør aktørene nyanserte og grundige evalueringer, og nye tiltak diskuteres og iverksettes. I tillegg justerer aktørene sine fremtidsforventninger i henhold til utviklingen.

11.2.2 Avvik fra teori

Dette avsnittet vil trekke frem på hvilke områder funnene i mitt materiale fraviker fra teorien, og jeg vil påpeke de sannsynlige årsaker.

I hovedsak viser de empiriske funnene sterke likhetstrekk med det teoretiske utgangspunktet. Imidlertid er det noen avvik og visse nyanser.

Ifølge teorien er det typisk at restruktureringer, rasjonaliseringer og outsourcing finner sted etter oppkjøp. I restruktureringer står blant annet kostnadsreduksjon sentralt. Imidlertid viser funnene i den empiriske analysen at det iverksettes flere tiltak som innebærer restruktureringer, men aktørene foretrekker ikke å omtale det som restruktureringer, ettersom dette tradisjonelt oppfattes som et negativt begrep. Kjernen i funnet, er at rasjonaliseringer, outsourcing, og kostnadsreduksjon ikke alltid finner sted uavhengig av type bedrift, bransje og situasjon. Aktørene trekker frem at det kan være behov for å minimere kostnader, og dette kan derfor inngå i deres eierstyring. Men det vil variere etter behov og ikke noe de iverksetter uavhengig og uansett. Eksempelvis har det høsten 2008 vært behov for å gjøre grep på kostnadssiden som følge av krisen i kredittmarkedet. Egenkapitalinnskuddet i porteføljebedriften er som tidligere gjort rede for, støttet av en høy andel gjeld.

Det er som nevnt avdekket et verdifokus blant private equity-aktørene. I den empiriske analysen fremkommer det, i tillegg til et naturlig sterkt fokus på det finansielle, en sterk indikasjon på fokus på kunder, en indikasjon på fokus på interne prosesser og innovasjon, og en indikasjon på fokus på infrastrukturen (læring- og vekst-perspektivet) i bedriften. En ser altså et balansert fokus, men det er ikke funnet sterk indikasjon på interne prosesser og infrastruktur.

I forhold til overgangen fra det strategiske fokuset til målstyring, ser vi at aktørene følger opp med å sette mål under de ulike perspektivene. Det er avdekket en indikasjon på at det settes mål på kundenivå, en indikasjon på at det settes mål på prosessnivå, og en indikasjon på at det settes mål på infrastrukturnivå. Disse funnene viser at den balanserte målstyringen er tilstrebet, men ikke fullstendig i teoretisk forstand. I tilfellene vises det bare en indikasjon, altså ikke en sterk eller entydig indikasjon. I denne sammenheng gjøres det videre oppmerksom på at det forekommer unntak i utvalget, hvor noen aktører skiller seg ut med blant annet både høyere grad av fokus og målsettinger innenfor de ulike perspektivene.

Ifølge teorien gir bruk av ikke-finansielle måltall mulighet for å praktisere kontroll ikke bare i det store og overordnede, men også som et supplement til finansielle måltall. Videre sier teorien at flere bedrifter sliter med å forstå hvordan disse ikke-finansielle måltallene har innvirkning på lønnsomhet, og de har derfor blitt mest brukt som relative prestasjonsmål. Funnene i denne utredningen antyder at ikke-finansielle måltall også brukes som supplement til finansielle måltall, og at det er de finansielle måltallene som i høy grad dominerer. Det kan virke som om aktørene også lider av ikke helt å kunne innføre selvstendige ikke-finansielle måltall, samtidig som dette ikke er noe en kan si med sikkerhet. Selv om de finansielle måltallene dominerer, ser en at noen aktører opererer med ikke-finansielle måltall på overordnet nivå. Det er avdekket en indikasjon på at det forekommer ikke-finansielle mål på overordnet nivå. Dessuten har vi i tillegg sett en indikasjon på at aktørene i en viss grad følger opp målsetting på underordnet nivå, og en grad av indikasjon på at disse målene til dels er kvalitative også. Oppsummert gir empirien ingen klare svar, men bringer frem interessante nyanser.

Angående strategisk fokus og målsetting når det gjelder læring og vekst-perspektivet, er det gjennom den empiriske analysen avdekket et stort avvik i forhold til teorien når det gjelder investering i mennesker og kompetanseutvikling. Det skal trekkes frem at aktørene bruker mye tid og ressurser på å finne dyktige lederskikkelser til bedriften, og i så måte er opptatt av

kompetanse. Men når det gjelder kompetanseutvikling av bedriftens arbeidere, virker dette å være et område som gis særdeles lite oppmerksomhet. Mangel på oppmerksomhet betyr likevel ikke at det ikke forekommer, men ansvaret legges til ledelsen. En finner for øvrig en sterk indikasjon på at aktørene har fokus på de ansatte, gjennom faktorer som medarbeidertilfredshet og sykefravær. Det har også kommet frem at fokus på kompetanse vil avhenge av type bedrift, hvor det for eksempel i type tjeneste- og servicebedrifter innenfor høyteknologi vil være meget viktig med kompetanseutvikling. Det har for øvrig likevel ikke fremkommet noen klare tendenser til et høyere fokus på kompetanseutvikling, selv om flere av aktørene er involvert i et mangfold av bransjer.

En sterk indikasjon på at aktørene har fokus på de ansatte, kan implisere at en har elementer av det teorien kaller "medarbeider perspektiv". Men det er ikke grunnlag for å si noe ytterligere på dette området. Selv om flere aktører uttaler at de er opptatt av eksempelvis sykefravær, fremstår dette som en faktor en kun holder et øye med.

Et svært viktig punkt innenfor teorien er å kommunisere strategi og mål ut til de ansatte, slik at deres arbeidsbidrag er forståelig, og slik at alle jobber mot felles mål. Funnene i empirien viser imidlertid at dette er en prosess aktørene ikke deltar i, og et ansvar som er tillagt ledelsen. Aktørene er for øvrig opptatt av at informasjonen kommuniseres ut, selv om de ikke selv gjør det. Prosessen virker typisk, å starte med at aktøren og ledelsen i fellesskap danner strategi og setter mål, deretter kommuniserer lederen dette ut til en ledergruppe, som på sin side kommuniserer videre til sin avdeling og sine ansatte. En slik prosess ble blant annet avdekket i hovedcasen.

Rapporteringen er funnet å inneholde hva teorien om helhetlig virksomhetsstyring og balansert målesystem anser som nødvendig for å være effektiv. Men de empiriske funnene viser at rapportering i henhold til strategisk fokus, og i så måte noe som burde være målfestet og derav rapportert, er noe varierende og til tider fravikende i forhold de ulike perspektivene.

Som det er blitt fortalt i sammendraget ovenfor, er det funnet indirekte antydninger til at aktørene setter mål med et balansert utgangspunkt mellom historiske resultatmål og mål som skal skape fremtidige resultater. Uten grunnlag for å kunne fastslå en sterk indikasjon på dette virker aktørene å ha størst fokus på hva en kan nå av fremtidige resultater med nøkkeltall for

omsetning og vekst, og gjerne i høyere grad enn historikk. På den andre siden finner en at tall av mer statistisk natur, slik som sykefravær og skadetall, utelukkende baseres på historikk.

Vurdering av hypotese

Den teoretiske hypotesen fra kapittel 5.9.2 Forventning til virkelighet – hypotese er som følger:

Den balanserte målstyringen er i høy grad balansert. Rapporteringen som kreves går betydelig utover hva konvensjonell regnskapsføring generer.

Utredningen finner støtte for at den balanserte målstyringen i en viss grad er balansert, og at styringen av porteføljebedrifter er helhetlig.

I tillegg finner utredningen en klar støtte for at rapporteringssystemene generer betydelig mer enn hva konvensjonell regnskapsføring gjør.

I så måte vil en kunne si at virkeligheten stemmer tilfredsstillende overrens med teorien. Men som nevnt kan ikke den balanserte målstyringen karakteriseres som i høy grad balansert, av årsaker diskutert i avsnittet ovenfor.

I henhold til dette er det viktig å trekke frem en svært sannsynlig årsak. Det kommer frem av den empiriske analysen at de aktive eierne i høy grad tilrettelegger for en helhetlig styring, med balansert fokus og målstyring. Samtidig virker det som private equity-aktørene setter et skille mellom å være eier og leder av en bedrift. Med utgangspunkt i dette, kan en si at private equity-aktørene i aller høyeste grad oppfyller kravene om balansert målstyring, men setter en grense for involvering. Grensen gjelder spesielt kommunisering, implementering og utføring. Disse oppgavene oppleves tydeligvis som lederens ansvar, og er derfor områder aktøren kun setter retningslinjer og i svak grad bidrar. Denne grensen virker i hovedsak og begrunnes med hensyn til relasjon og alternativkostnad. Eksempelvis vil en svekket relasjon grunnet for kraftig involvering og instruksjon skade bedriften på flere måter, og en høyere grad av involvering krever økt arbeidsinnsats som i tilfeller kan være bedre anvendt i andre investeringer.

Et annet meget viktig moment er flere av aktørene uttaler at mål må settes ut fra selskapets natur, konkurransesituasjon og den vekststrategi som er definert, hvor det kritiske er å definere gode måltall som måler hva en ønsker, samtidig som ansatte i organisasjonen kan ha et forhold til dem.

I tillegg, slik teorien gjør rede for, er balansert målstyring en mekanisme som først og fremst brukes for å operasjonalisere strategien i klare mål, målevariabler og virkemidler, og gi mulighet til å overvåke innføringen av strategien. Samtidig som det ikke er en erstatning for virksomhetens daglige målesystemer, skal det hjelpe bedriften å rette oppmerksomheten mot alle nivåer i organisasjoner for å realisere strategien.

Avslutningsvis gjøres det oppmerksom på at respondentene i utvalget i noen tilfeller har trukket frem at ren teoretisk balansert målstyring ikke er noe som vil la seg implementere i virkeligheten, i tillegg til at begrepet virker å være noe uklart. Eksempelvis uttales det at balansert målstyring inkluderer målevariabler som ikke er spesielt relevante, blant annet fordi aktørene opplever store eksterne endringer hver dag, og betingelsene endres og en mottar ny og annen informasjon.

11.2.3 Konklusjon

I dette avsnittet gis en konklusjon i forhold til utredningens problemstilling. Det gjøres imidlertid oppmerksom på at denne konklusjonen kun er representativ for utredningens empiriske utvalg, og det er ikke grunnlag for å gjøre noen ytterligere generaliseringer.

Den overordnede problemstillingen er som følger: *Hvor balansert er den balanserte målstyringen?*

Den underordnede problemstillingen er som følger: *Krever aktørene i den norske private equity-bransjen mer informasjon enn det som normalt genereres gjennom konvensjonell regnskapsføring/årsrapportering?*

Utredningens konklusjon er som følger:

Den balanserte målstyringen til private equity-aktørene er balansert, og porteføljebedriftene styres i henhold til helhetlige styringsprinsipper. Sammenliknet med en rendyrket teoretisk

balansert målstyring, er den balanserte målstyringen noe svakere. Aktørene er pragmatiske i hvordan de setter mål, og det varierer med bedriftens egenart. I tillegg oppfattes det som om aktørene setter en nødvendig og fornuftig grense mellom eierskap og direkte ledelse av porteføljebedriften.

Private equity-aktørene krever betydelig mer informasjon enn det som normalt genereres gjennom konvensjonell regnskapsføring. Det gjøres et betydelig taktskifte i rapporteringen, og system og rutiner foredles etter initiativ fra private equity-aktørene.

11.3 Forslag til videre forskning

Hovedteamet i denne utredningen er eierstyring innen private equity. I forhold til kapasitet og tid tilgjengelig er utredningen begrenset i sitt omfang. Et spennende område for videre forskning ville være å øke antall aktører i utvalget til å omfatte hele bransjesegmentet, og i tillegg gjennomføre intervju med minst en av aktørens respektive porteføljebedrift. Som en oppfølging ville det videre vært interessant å sammenlikne funn mellom aktivt og passivt eierskap innenfor samme bransje og med tilnærmet like bedrifter. I tillegg kunne det være svært interessant å avdekke hvor vidt de ulike bedriftene i utvalget presterer bedre som følge av det aktive eierskapet.

Et annet og meget interessant tema for videre forskning er å avdekke drivere og grensesetting i forhold til eierskap og ledelse blant private equity-aktørene. Det er eksempelvis funnet antydninger i denne utredningen til at aktørene setter en grense for involvering, med hensyn til relasjon med ledelsen og alternativkostnad.

Andre spennende områder for videre forskning ville være å gå i dybden på ulike tema berørt i utredningen, og avdekke mer konkret de ulike driverne. Eksempelvis er det interessant å undersøke i nærmere detalj; kategorisering av type oppkjøp og justeringer i den forstand, utarbeidelse og gjennomføring av handlingsplaner, grad av involvering gjennom observasjon av dialog og samhandling mellom PE-aktør og porteføljebedrifter, samt bakgrunn og drivere for lavt fokus på kompetanseutvikling blant utvalgets PE-aktører.

LITTERATURLISTE

Bøker

Anthony, R.N. og V. Govindarajan (2004) – Management control systems. 11 ed. Mcgraw-hill, Boston, Massachusetts, USA.

Bergstrand, Jan (2006): A book on Management control, bokmanuskript, benyttet ved Norges Handelshøyskole, Bergen.

Dalen, M. (2004): Intervju som forskningsmetode - en kvalitativ tilnærming. Universitetsforlaget, Oslo.

Deloach, J. (2000): Enterprise-Wide Risk Management: Strategies for Linking Risk & Opportunity. FT Prentice Hall, Boston, Massachusetts, USA.

Douma S. og H. Schreuder (2002): Economic approaches to organizations. Prentice Hall, Financial Times. 3 ed. Essex, England.

Ghauri, T. og K. Grønhaug (2002): Research methods in business studies. A practical guide. Pearson Education Limited. 2 ed. London, England.

Goold, M. et al. (1994): Corporate-level strategy. Multibusiness company. John Wiley & Sons Ltd. West Sussex, England.

Grønmo, S. (2004): Samfunnsvitenskapelige metoder. Fagbokforlaget, Bergen.

Johannessen, A., P. A. Tufte og Kristoffersen, L. (2006): Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode. 3. utg. Abstrakt forlag, Oslo.

Kaplan, R.S. og A.A. Atkinson (1998): Advanced management accounting. 3 ed. FT Prentice Hall, Boston, Massachusetts, USA.

Kaplan, R.S. og D. P. Norton (2004): Strategy maps. Converting intangible assets into tangible outcomes. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Kaplan, R.S. og D.P. Norton (1996): The Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Keasey, K. et al. (2005): Corporate governance. Accountability, enterprise and international comparisons. John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, England.

Ryen, A. (2002): Det kvalitative intervjuet. Fra vitenskapsteori til feltarbeid. Fagbokforlaget, Bergen.

Trost, J. (1993): Kvalitative intervjuer. Studentlitteratur, Lund, Sverige.

Troye, S.V. og K. Grønhaug (2005): Utredningsmetodikk. Hvordan skrive en utredning til glede for både deg selv og andre. 3. utg. Tano/Universitetsforlaget, Oslo.

Yin, R. K. (2003): Case study research – Design and methods. Sage publications, California, USA.

Artikler, rapporter og publikasjoner

Bergstrand, J. (2007): Styring av større foretak (I: Kompendium, BUS400, august 2007. Bergen NHH)

Bjørnenak, T. (2003): Strategisk økonomistyring – en oversikt. (I: Magma Nr.2–2003. Bergen)

Boone, A.L., et al (2007): The Determinants of Corporate Board Size and Independence. An Empirical Analysis. (I: Journal of Financial Economics, utg. 85, s 66- 101).

Cornelli, Francesca og Öguzhan Karakas (2008): Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective board? (I: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, s 65-84.) World Economic Forum, Geneve, Sveits.

Coles, J.L., N.D. Daniel og L. Naveen (2007): Boards: Does One Size Fit All? (I: Journal of Financial Economics, kommende utgave).

Gertner, R og S. Kaplan (1996): The Value-Maximizing Board, upublisert artikkel, første utkast, University of Chicago, Chicago, USA.

Globalization of Alternative Investments. The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008. Red.: Gurung, Anuradha og Josh Lerner. World economic forum, Geneve, Sveits.

Grünfeld, Leo A. og Erik W. Jakobsen (2007): Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster? (I: Norsk Økonomisk Tidsskrift 121(1), s 39–54. Oslo)

Hermalin, B. og M. Weisbach (1988): Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO (I: American Economic Review, utg. 88, 96-118).

Hermalin, B. and M. Weisbach (2007): Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature (I: FRBNY Economic Policy Review, utg. 9, s 7-26, New York, USA).

Jan Bergstrand (2007): Balansert styrkort”, ”Økonomisk styrning med nyckeltal”. (I: Forelesningsnotat, Bus400, Bergen. NHH)

Jensen, M. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems (I: Journal of Finance, utg. 48, 831-880).

Kaplan, R.S. og D. P. Norton (2000): Having trouble with your strategy? Then map it. (I: Harvard Business review. September-oktober 2000, Boston, Massachusetts, USA)

Kaplan, R.S. og D. P. Norton (2004): How strategy maps frame an organization’s objectives. (I: Financial Executive, nr 2, mars-april 2004, New Jersey, USA)

Kaplan, R.S. og Norton, D.P. (2001): Transforming the balanced scorecard from performance measurement to strategic management: Part 1. (I: Accounting horizons. Vol 15. Nr.1 mars 2001)

Kester, W.C. and T. A. Luehrman (1995): Rehabilitating the Leveraged Buyout (I: Harvard Business Review, May-June 1995, Boston, Massachusetts, USA, s 119-130).

Meier, Degenhard (2005): Post-investment value addition to buyouts. A study on European private equity firms' post-investment value addition to buyouts. Deutscher Universitäts-Verlag, Tyskland.

Lerner, J. (1995): Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms (I: Journal of Finance, utg. 50, 301-318).

Stemsrudhagen, J.I. (2003): Balansert målstyring: fra måling til strategisk ledelse. (I: Magma Nr.2-2003. Bergen)

Walker, D. (2007): Disclosure and Transparency in Private Equity. Consultation document.

Weisbach, M. (1988): Outside Directors and CEO Turnover (I: Journal of Financial Economics utg. 20, s 431-460).

Yermack, D. (1996): Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors (I: Journal of Financial Economics, utg. 40, s 185-212).

Internettsider

Argentum Fondsinvesteringer, <<http://www.argentum.no/index.php?struct=11&lang=nor>> (1.12.2008)

Bedin, <http://www.bedin.no/cwobjekter/Guide_styre_kap5.shtml> (1.12.2008)

Eniro Norge, <www.proff.no>, ulike bedriftssøk (01.09.08 – 1.12.08)

NHD, <<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/19971998/Stmeld-nr-41-1998-/5.html?id=191766>> (5.12.2008)

Norsk Venturekapitalforening, < www.nvca.no > (01.09.08 – 1.12.08)

PE-aktørene i utvalgets respektive hjemmesider

Porteføljebedriften i hovedcase sine respektive hjemmeside

Senter for virksomhetsstyring,

<<http://www.virksomhetsstyring.no/presentations/Erik%20Fossum.pdf>> (1.12.2008)

Intervjuer

14.10.2008 Intervju med "Investment Director" hos private equity-aktør

16.10.2008 Intervju med "CFO" hos private equity-aktør

17.10.2008 Intervju med "Managing partner" hos private equity-aktør

17.10.2008 Intervju med "COO" hos private equity-aktør

23.10.2008 Telefonintervju med "Managing partner" hos private equity-aktør

23.10.2008 Telefonintervju med administrerende direktør i hovedcase porteføljebedrift

11.11.2008 Telefonintervju med "Partner" hos private equity-aktør

APPENDIKS 1 – Spørreskjema

HVOR AKTIV ER DEN AKTIVE EIERSTYRINGEN?

Organisering og tilretteleggelse av eierskap

- Hvordan organiseres og tilrettelegges eierskapet i porteføljebedrifter?
- Hvordan arbeides det mot porteføljebedrifter for å utføre aktivt eierskap?

Viktigste styringsmekanisme/organ og dets oppgave

- Er styret det viktigste styringsorganet?
- Anses styret som en viktig ressurs i styringen av bedriften (og på hvilken måte)?

Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften

- Hvordan opprettholdes kommunikasjonen mellom PE-representanter og ledelsen i bedriften?
- Hvordan karakteriseres denne kommunikasjonen? I hvilken grad gir PE-aktøren direkte instruksjoner?

Styrets sammensetning og rollefordeling

- Velger PE-aktøren selv ut styret? I hvilken grad deltar administrerende direktør på utvelgelsen av øvrige styremedlemmer?
- Hvordan organiseres styret i forhold til størrelse, representasjon fra PE aktør, ledelsen, og eksterne styremedlemmer? Inkluderes en ansattes representant?
- Hva er rollen til de eksterne styremedlemmene?
- Hvordan er styre-turnover?

PE-representantenes rolle i styret

- Hva er PE-representantenes rolle i styret?
- Er det naturlig å ta styreleder verv?

PE-aktørens generelle rolle

- Hvilken rolle spiller PE-representanter utover styreplass?
- Hvilken kompetanse bidrar de med?

Rådgivning vs overvåkning

- I hvor stor grad overvåkes ledelsen? Hvordan tilrettelegges eventuelt denne overvåkingen?

Langsiktighet i investeringen

- Hvordan måles suksess i exit?
- Hvordan preger den åpenbare exit-strategien eierstyringen i seg selv, i hvilken grad og på hvilken måte?
- Innføres det incentiv for langsiktig vekst?

Endring av ledelse

- Gjøres det alltid endringer i ledelsen ved oppkjøp? Hvilke, og hvorfor?
- Hvordan er ledelse-turnover?
- Hvordan foregår eventuelle ansettelsesprosesser?

Grad av involvering i drift

- Hvor aktivt går en inn for å påvirke ledelsen?
- I hvor stor grad involverer PE-aktøren seg i drift? Hvilke faktorer spiller inn i denne sammenheng?
- Tar PE-aktøren arbeidende styrelederverv, og/eller lederstillinger på heltid i bedriften i perioder? Hvis ja, hvorfor og hvordan?

HVOR BALANSERT ER DEN BALANSERTE MÅLSTYRINGEN?

Den typiske eierstyringen og fokus i eierstyringen

- Hvilke tiltak innføres alltid i en porteføljebedrift etter oppkjøp (restruktureringer og kostnadsreduksjon, innovasjon etc)?

Rapportering og strategisk fokus

- I tillegg til det finansielle, hvor stort er strategisk (og derav rapportering) fokus på:
 - Kunder
 - Interne prosesser i bedriften og innovasjon (identifisering av nye prosesser vs forbedring av eksisterende prosesser)
 - Læring og utvikling (kompetanseutvikling, innføring av rutiner og systemer)

- I hvor stor grad krever PE-aktøren rapportering utover tradisjonell regnskapsføring? Hvor mye av rapportering er kvalitativ? Inneholder den både ekstern og intern informasjon?
- Hvor hyppig rapporteres det?

Proaktivitet og identifikasjon av langsiktig lønnsomhetsdrivere

- Hvor opptatt er PE-aktør av å identifisere drivere av langsiktig lønnsomhet?
- I hvor stor grad har PE-aktør et proaktivt fokus?

Målsetting, utvikling og bestemmelse av strategi

- Hvordan settes overordnede mål? I hvilken grad er disse ikke-finansielle?
- I hvor stor grad settes det underordnede mål? I hvilken grad er disse ikke-finansielle?
- I hvilken grad settes det mål på følgende nivåer: kunde, interne prosesser og nyskaping, infrastruktur
- For hvor lang tid fremover settes det mål? Settes det kortsiktige mål?
- Deltar administrasjonen på målsettingen?

Ansvar for måloppnåelse og evaluering

- Er bedriftens ledelse alene ansvarlig for måloppnåelse?
- Hvordan foregår evalueringen i forhold til måloppnåelse?

Kommunisering av strategi og implementering

- Er PE-aktøren delaktig i kommuniseringen av strategi og målsettinger ut til bedriftens avdelinger og ansatte?
- Hvordan sikrer PE-aktøren at strategi blir implementert?

APPENDIKS 2 – Begrep og forklaringer

BEGREP	FORKLARING
Balanced scorecard	Balansert målstyring
Business-case	Et strukturert forslag til et foretaks utvikling som inkluderer en analyse av forretningsprosessen, med behov, utfordringer og foreslåtte løsninger.
Buy and build	En strategi som innebærer å kjøpe opp en bedrift, og skape verdi gjennom å tilføre kapital for ytterligere oppkjøp eller ekspanderinger
Designkvalitet	Kundens opplevelse av om et produkt tilfredsstiller kundens behov
EBITDA	Earnings before interest, depreciation and amortization. Kan oversettes som driftsresultat før avskrivninger og spesielle poster.
Kommitert kapital	En kontraktfestet avtale mellom (her) investor og private equity-aktør som forplikter investor å bidra med et fastsatt kapital-beløp til fondet. Dette beløpet kan betales i sin helhet med en gang, eller i bidrag over en periode.
Kongruens kvalitet	Den tekniske kvaliteten som sier noe om produktet tilfredsstiller spesifikasjonene og forventningene knyttet til produktet.
Performance	Prestasjon/ytelse eller resultat/utvikling
ROI	Return on investment. Kan oversettes til avkastning på investert kapital.
Target duration	Målsatt periode for investeringen (her: antall år mellom oppkjøp og salg av bedrift). Kan også bety gjennomsnittlig gjenværende løpetid i en portefølje
Value proposition	Verdierklæring
Yield	Direkte avkastning på investering

APPENDIKS 3 – Innsamlet data

Appendiks 3 består av:

- 3.1 Intervjudata – Hovedcase private equity-aktør (H1)
- 3.2 Intervjudata – Hovedcase porteføljebedrift (PB)
- 3.3 Intervjudata – Sekundærcase (S2-S6)

Introduksjon og formål

I de tre delene gjengis innsamlede data fra de ulike personlige intervjuene. Dette fremlegges for å vise hva som ligger bak den empiriske analysen, og for å gi anledning til å se nærmere på utvalgte områder dersom det skulle være ønskelig.

Lyddopptak av de fleste intervju har gjort det mulig å gjengi dataene i presentert detalj og omfang.

Til informasjon - viktig

De tre delene er delt inn på lik måte som den empiriske analysen. Utover dette er det kun tilstrebet en lik struktur og underinndeling. Det gjøres oppmerksom på at dataene i utgangspunktet er råmateriale, og derav i mindre grad bearbeidet.

Det gjøres spesielt oppmerksom på at data som presenteres her heller ikke utgjør alle intervjudata totalt sett. I tillegg har det eksempelvis forekommet korrespondanser per e-post og oppfølging per telefon i etterkant av selve intervjuene.

Vær i tillegg oppmerksom på at Appendiks 3 er trykt tosidig.

Appendiks 3.1.

Intervjudata – Hovedcase, private equity-aktør (H1)

Forord

Appendiks 3.1 er en gjengivelse av intervju med private equity-aktøren i hovedcasen. Her er respondenten instruert til i hovedsak å snakke om en utvalgt porteføljebedrift. Det forekommer også mer generelle utsagn, men dette er ikke skilt ut. Den utvalgte porteføljebedriften er for øvrig et typisk tilfelle, og derav noe som i høy grad vil gjelde generelt for aktøren.

Aktiv eierstyring

Organisering og tilrettelegging av eierstyring

H1-aktøren velger som regel ut to ansatte til å jobbe med og opp mot bedriften som er kjøpt opp. Begge tildeles styreplass. En partner sitter med det overordnede ansvaret, hjulpet av en ikke-partner. I noen tilfeller kan det være flere, noe som avhenger av kapitalhensyn og relasjon.

I tillegg bruker de ved behov andre ressurser fra eget selskap, slik som personer med tittelen junior, på mer prosjektrelaterte oppgaver.

Styret – viktigste styringsorgan

H1-aktøren ser på styret som det viktigste styringsorganet for å utføre ønsket eierstyring, og H1-respondenten uttaler at "styret er hovedorganet, i tillegg til generalforsamlingen". Det aktuelle oppkjøpet var et familieeid selskap, hvor styret ikke var optimalt, og H1-respondenten påpeker at "det er ikke noe tegneseriestyre vi har" og "styret skal være et effektivt forum".

"Styret er det besluttede organ, og er den reelle beslutningstaker, og jobber sammen med administrasjonen" uttaler H1-respondenten. H1-respondenten uttaler videre at "styrets jobb er å sette agenda og definere prioriteter" og sier at "alle tiltak blir forankret i styret".

"Organisasjonen har selv ansvaret for utviklingen, men styret som besluttede organ skal hjelpe bedriften og drive utviklingen frem," understreker H1-respondenten, og "styret er et organ som skal styre bedriften fremover".

Styret møtes åtte ganger i året etter planen, men det kalles også inn til ekstraordinære styremøter ved behov. Styret velges av generalforsamlingen.

Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften

"Vi har nesten en daglig dialog med bedriften på forskjellige områder, normalt sett som en diskusjonspartner rundt utviklinger som skjer eller strategiske spørsmål som skal utredes", uttaler H1-respondenten og følger opp med å påpeke at en nær dialog sikrer bedre kvalitet, og er et reelt korrektiv til styret. Tiltak forankres i styret, men når det kommer frem til at en skal iverksette tiltak som må skje hurtig, vil en ta et kjapt ekstraordinært styremøte som regel over telefon, for å forankre tiltaket og gjøre det formelt.

Den daglige kommunikasjonen opprettholdes både på finansielt og operasjonelt plan, og typisk er det å være en diskusjonspartner rundt utviklingen som skjer eller strategiske spørsmål som skal utredes. Dialogen er veldig tett, og skjer i hovedsak per telefon, i tillegg deltar H1-aktøren på forskjellige aktiviteter utenom styremøtet, slik som divisjonsbesøk og utvalgte viktige kundemøter, samt også sosiale aktiviteter relatert til bedriftsarrangementer. H1-respondenten uttaler at en god relasjon og tillit er viktig for H1-aktøren, og en deltar derfor på slike aktiviteter.

H1-respondenten forteller at "som hovedeier vil vi alltid kommunisere hva vi tenker. Vi jobber jo på et lag". Administrerende vil vite hva vi som eiere tenker, og hva som kommer i styremøtene, og hvilke spørsmål som kommer til å bli stilt".

H1-respondenten opplyser at det ikke gis instruksjoner til ledelsen i bedriften, de har "stor respekt for ledergruppen" og ser på samhandlingen som et samarbeid. Ved uenigheter fortelles det ikke sort på hvitt at H1-respondenten og hans kollega fra H1-aktøren er uenige, men det synliggjøres hvorfor de ikke er enige, og

setter slik i gang en diskusjon. Dersom det er oppgaver som H1-respondenten og H1-aktøren ønsker at administrerende direktør skal se nærmere på, foreslås dette som noe interessant og det spørres om hva administrerende direktør synes. Grunnet sammenfallende interesser vil da administrerende direktør se på dette, ettersom han vet at det er av stor interesse for bedriften.

H1-respondenten legger også til at eiere og lederen har sammenfallende interesser, som går ut på å utvikle selskapet videre og til det bedre. I så måte kommer det frem at H1-aktøren og ledelsen sjelden er uenige. PE-representantenes kompetanse anerkjennes av ledelsen.

Styrets sammensetning og rollefordeling

I bedriftens styre sitter det syv representanter, to fra H1-aktør, to fra andre eiere, en representant for de ansatte og to eksterne, hvorav den ene eksterne er styreleder. Administrerende direktør deltar på alle styremøter. H1-respondenten uttaler at "vi har rett til å ha majoritet i styret, men har valgt å avstå fra det. Styret skal ha en reell beslutningsmakt, og det er ingen vits å sitte i et styre der beslutninger er tatt på forhånd".

H1-aktøren endret i stor grad på styret etter oppkjøp. To tidligere eiere ble skiftet ut, H1-aktøren tok selv to plasser i styret og foreslo å hente inn en ekstern person til med en spesifikk kompetanse, som skulle inneha styrelederrollen. De ønsket også å beholde en av de eksisterende og eksterne styremedlemmene, som på et tidligere tidspunkt har arbeidet i bedriften. I tillegg ønsket H1-aktøren å ha en representant fra de ansatte med i styret, og H1-respondenten understreket at det å inkludere de innsatte og la de delta i diskusjonen, er noe de er opptatt av, og understreker at dette også er lovpålagt i forhold til selskapets størrelse.

I dette tilfellet ble bedriftens styre gjort større, men H1-respondenten sier at de svært sjelden har større styrer enn syv, og innrømmer at ved færre utfordringer kan det være gunstigere med ett smalere styre. H1-respondenten poengterer at ved oppkjøp er det stort sett endringer, da flertallet av oppkjøpet er av familieeide bedrifter som ofte ikke har et velfungerende styre.

H1-aktøren har stor tro på å ha eksterne styremedlemmer i styret, det gir et litt annet aspekt og enn annen kompetanse enn bedriften og eierne besitter, uttaler H1-respondenten. Dette er noe H1-aktøren har erfart gjennom flere år innen aktiv eierstyring, ettersom utfordringene ofte er større enn H1-aktøren først antar. De eksterne har en nødvendig og viktig ekspertise, og et eget og stort nettverk til nytte for selskapet. I noen tilfeller er det også fagpersoner som jobber innenfor relevante områder. H1-respondenten trekker frem at i denne bedriften er den eksterne styrelederen en tidligere banksjef, noe som kommer bedriften til gode, ettersom det er en meget kapitalintensiv bedrift. H1-respondenten uttaler at "når vi er mer fremoverlente, er styrelederen mer tilbakeholden, og det skaper en god balanse". I tillegg er det andre eksterne styremedlemmet en tidligere fylkesordfører for relevant fylke, og det er en stor ressurs for bedriften ettersom flere og flere av kundene er offentlige aktører.

H1-respondenten forteller at de vanligvis ikke tar styreledervervet (et unntak i investeringsporteføljen), og derav ikke arbeidende styreleder. Først og fremst fordi de ønsker en reell beslutningsmakt i styret, og fordi de ser stor nytte av å ha eksterne personer i styret, og dessuten av hensyn til tidsbruk.

PE-representantenes rolle i styret

Som styremedlem og representanter for H1-aktøren går jobben ut på å klargjøre saker for styret, slikt som for eksempel tilleggsoppkjøp og investeringsanalyser. Disse analysene skal gjøres, men i tillegg må det fokuseres på risiko, organisatoriske forhold og hvem som skal håndtere og utføre de ulike rollene og oppgavene. H1-respondenten sier at "vår jobb er da å definere hvem som skal gjøre dette". Det vil alltid være bekymringer, og en må fjerne nedsiden i casenivået. H1-respondenten følger videre opp med å si at "vår jobb er å stille spørsmål som administrasjonen må ta stilling til, uten på noen måte klage, men for å pushe videre". Et eksempel i denne sammenheng er at en internasjonal satsing ble satt på agendaen, og det ble prioritert å ansette en egen internasjonal direktør. Hvis ansvaret skulle bli overlatt til administrerende direktør, ville det gå utover kjernedriften som er lokalisert i Norge.

"Styret er et kollegium og ett lag, der alle har samme plikter og retter" uttaler H1-respondenten. Det er forventninger til at visse personer har mer kunnskap og kan bidra mer på spesifikke områder, og vil da naturlig jobbe med relaterte oppgaver, som kan være å selv gjøre en jobb, eller i noen tilfeller hente inn eksterne konsulenter. Et viktig moment som H1-respondenten trekker frem, er at i styret er det ingen som representerer

noe. Det er en grunn til at du sitter der, og du er valgt inn for en spesiell hensikt. Administrasjonen kan ikke avsette et styremedlem, det må skje gjennom de korrekte formelle organer.

H1-respondenten påpeker at det er viktig at en ikke direkte skal presse saker på administrasjonen, og sier at "styret er det besluttede organ, og det er administrasjonen som skal fremme saker derfra, og hvis du eventuelt skal presse saker på administrasjonen, må det skje gjennom styret. Men en må gjerne hjelpe administrasjonen å gjøre noe", og henviser tilbake til eksemplet med internasjonal satsing. En del av vekststrategien er oppkjøp og samarbeid med andre aktører i markedet, og ved et tilfelle deltok H1-respondenten, sammen med administrerende direktør og en annen person fra systemet, i et møte med en interessant samarbeidspartner og eksternt selskap. H1-respondenten forteller at da er hans oppgave å forstå det økonomiske fundamentet for samarbeidet, og vurdere om H1-aktørens (og bedriftens) interesser er ivaretatt, og de forbereder en eventuell styresak på et senere tidspunkt.

PE-aktørens generelle rolle

"Vi driver med rådgivning og veiledning, og beslutningstaking. I et aktivt eierskap er noe av det viktigste vi gjør å sette agenda" forteller H1-respondenten og påpeker at ledergruppen og strukturen har endret seg mye siden oppkjøp, "det gamle regimet var ikke villig til å gjøre nødvendige tunge investeringer for å vokse".

Arbeidet gjøres utenom styremøtene, og det H1-aktøren er gode på og kan tilby, er analyse, spesielt ettersom flertallet av de ansatte i H1-aktøren har tung konsulentbakgrunn. I bedrifter som er i vekst, er det ofte problemer med kapasitet, og det er veldig viktig å ikke havne på etterskudd. Bedriften er alltid i en presset situasjon, og H1-aktøren er opptatt av at bedriften skal ha fokus på den daglige driften, og tilbyr derfor denne type analysearbeid som er viktig for en bedrift som søker å øke vekstfaktoren. H1-respondenten forteller at bedrifter i vekst har to knappe ressurser, og det er generelt tid og penger.

H1-respondenten trekker også frem et annet viktig moment på eget initiativ, og det er det nettverket H1-aktøren bidrar med – ekstremt viktig for bedriften. "Vi får til møter som ikke vill ha funnet sted, og kan løfte diskusjoner til et annet nivå", uttaler H1-respondenten, og understreker at i så tilfellet er det viktig å vite hvorfor H1-aktøren er den rette eier.

Rådgivning vs overvåkning

H1-aktøren gir porteføljebedriften og ledelsen rådgivning ved behov, og griper inn ved behov. H1-respondenten uttaler at i utgangspunktet ønsker de å bidra med så lite som mulig til bedriften, det er administrasjonen som selv er ansvarlig for veksten. H1-respondenten trekker også inn at i den tette dialogen faller mye av behovet for overvåkning bort, og understreker at de ser på eierstyringen som et samarbeid.

Langsiktighet i investeringen og exit-strategi

Exiten måles utelukkende på multippelen "times money back", som vil tilsi at EK-verdien skal maksimeres. I tillegg påpeker H1-respondenten at vekst i eksempelvis inntekt og omsetning prioriteres høyere. H1-respondenten forteller at det er stor langsiktighet i investeringen, og at en slik maksimering i noen tilfeller går utover tidlige perioderesultater, og at det er naturlig.

H1-aktøren anser exit-mulighetene som mange i porteføljebedriftens tilfelle, og H1-respondenten sier at børs er et naturlig alternativ, men ikke et mål i seg selv. Industrielle salg, eller salg til andre investeringselskap er like aktuelt. "I noen tilfeller må en gi fra seg stafettspinnen da beløpet alene i det ene investeringsobjektet blir for høyt", sier H1-respondenten.

Ledelsen gis incentiv for langsiktig vekst, og H1-aktøren krever at ledelsen skal eie aksjer selv, i tillegg gir de ofte opsjoner til eierskap og/eller såkalte ansvarlige lån. Det kan også være aktuelt å gi "stay-on"-bonuser for å sikre at ledelsen ikke forsvinner ved H1-aktørens exit. På denne måten er også ledelsen eiere av bedriften, og dette styrker de sammenfallende interessene økonomisk sett. Ved å ta del i eierskapet legges det et press på at ledelsen skal gjøre jobben sin bra, og ha tro på den strategiske planen som blir satt (mer om dette under Målsetting, utvikling og bestemmelse av strategi).

Endring av ledelse

H1-respondenten uttaler at "dersom vi ikke har tiltro til ledelsen, investerer vi ikke". H1-aktøren og H1-respondenten trekker her inn viktigheten av en god relasjon og tillit og påpeker at hvis en må bytte en leder, vil det skape et stort vakuum. Det kan ta opptil seks måneder og kanskje lenger før en erstatter er på plass, noe

som vil være meget uheldig for bedriften. H1-respondenten sier at H1-aktøren i noen tilfeller er med på management buy-ins/buy-outs, men at de da ofte krever større eierandeler.

I utvalgt bedrift ble administrerende direktør sittende, og ledelsen ble ikke byttet ut, men styrket. H1-respondenten forteller at H1-aktøren ikke ofte gjør endringer i ledelsen ved oppkjøp, og at det ofte er på grunn av manglende kapasitet at de må hente inn en ny CFO, og slik styrke ledelsesteamet. Konsolidering og oppkjøp av datterselskap, ofte internasjonale, gir økte kompetansekrav og spesielt erfaring, som ofte ledelsesteamet i bedriften ikke besitter. I dette tilfellet ble det ansatt ny CFO og en internasjonal direktør. I en slik ansettelsesprosess deltar H1-aktøren, og uttrykker sin mening, men H1-respondenten understreker at det er administrerende som tar den endelige avgjørelsen, og det er viktig at han eller hun ikke føler seg overkjørt ved at en ansetter noen som ikke er ønsket i stillingen fra administrerende direktørs side.

Videre uttaler H1-respondenten at en "kommer til situasjoner der du må vurdere om du har rett management, og har du ikke rett, så må du bytte. Lærdommen er at en ikke reagerer raskt nok på ineffektiv ledelse". Videre sier H1-respondenten at H1-aktøren og han selv har erfart at "gode ledere leverer gode resultater alltid, mens dårlige ledere alltid har gode forklaringer på hvorfor de gode resultatene ikke ble nådd", og de følger i så måte mye med på unnskyldningene på hvorfor resultater eventuelt ikke ble nådd. H1-respondenten uttrykker også at alle forklaringer er i utgangspunktet plausible, og en kan ikke betvile dem, men det står mye større respekt av å være en leder som innrømmer at målene ikke ble nådd, og at det utelukkende skyldes en dårlig jobb. Videre sier H1-respondenten at "hele det norske system har problem med å kalle en spade for en spade. Men reaksjon på ineffektiv ledelse går mye raskere i et selskap med aktive eiere enn ved spredt eierskap". I tillegg peker H1-respondenten på at en dyktig leder i en periode, nødvendigvis ikke er den rette lederen i en annen fase. I vekstselskaper øker kompleksiteten, og slik sett kan en leder med tyngre kompetanse og erfaring være nødvendig. Videre uttaler H1-respondenten at de flere ganger må bytte ut leder (og ledelsen), men de har ikke kommet i en slik situasjon med den utvalgte bedriften.

Grad av involvering i daglig drift

H1-respondenten uttaler at det aktive eierskapet har høy grad av involvering, men ikke i den daglige driften. Han forteller at når en eier blander seg inn i administrasjonen, så er det uheldig både med tanke på tillit og relasjon, og i forhold til at et av kriteriene for oppkjøp er at bedriften innehar en god evne til å skape resultater. De vet best hva de gjør og må gjøre, mens H1-aktøren ikke sitter på denne kompetansen. Som tidligere nevnt er jobben til H1-aktøren å være rådgiver ved behov på operasjonelt og strategisk nivå, og å være med og sette retning for bedriften gjennom styret, men bedriften selv er ansvarlig for utviklingen. Fokuset til bedriften skal i høy grad være konsentrert om den daglige driften. H1-respondenten understreker at "det er ikke i involvering i drift vi bidrar, *det* er administrasjonens ansvar. Vi fungerer som en diskusjonspartner og rådgiver, og i noen tilfeller kan styret og jeg (og PE-kollega) be om mer direkte rapportering fra en enhet, for å vurdere og eventuelt komme med forslag til tiltak, som da administrerende direktør er positiv til, ettersom både eier og ledelse har sammenfallende interesser. Slike tiltak blir da forankret i styret".

H1-respondenten forteller at de ikke setter seg selv i rollen som en eventuelt arbeidende styreleder eller styremedlem hvis det ikke er prekärt og ytterst nødvendig. Deres måte å styre bedriften på gjør at en i høy grad unngår situasjoner der en mangler ledelse.

Balansert målstyring

Den typiske eierstyringen og fokus i eierstyringen

H1 sin grunnpilar er foredling. Å skape sunn vekst. H1-respondenten forteller at de setter den strategiske agendaen og utfordrer dem. H1-aktøren går ikke inn med en preferanse for å kutte kostnader eller skape innovasjon i form av å forbedre og/eller utvikle interne prosesser. Hovedmålet er å skape vekst, organisatorisk og gjennom oppkjøp. I den organisatoriske veksten vil flere tiltak være nødvendig, men det avhenger av investeringens og situasjonens art. I den utvalgte bedriften har de ikke konkret gått inn for å skape innovasjon eller gjøre restruktureringer, og H1-respondenten uttaler at bedriften selv sitter på den beste kompetansen.

I kontrast til selskaper med spredt eierskap har de mindre fokus på kvartaler, de har langsiktige mål. H1-aktøren er mer opptatt av å forstå for eksempel resultatene, og H1-respondenten gir eksemplet "vi er ikke så opptatt av om tallet er tjue eller tretti, heller grunnen til at tallet er tjue".

Rapportering og strategisk fokus

Ved spørsmål om H1-aktøren krever mer informasjon enn det som normalt genereres gjennom konvensjonell regnskapsføring, svarer H1-respondenten utelukkende ja. Rapporteringen er hyppig, og månedlig.

Det første H1-aktøren gjør, og gjorde i denne bedriften, var å sikre et godt etablert rapporteringssystem. De måtte i dette tilfellet gjøre endringer, og blant annet ansette en ny CFO.

Som styremedlem mottar PE-representantene rapporter av både operasjonell og finansiell karakter, i høy grad regnskap og operative nøkkeltall, men også redegjørelser for markedsutvikling, konkurrentatferd og liknende, uttaler H1-respondenten. I tillegg påpeker H1-respondenten at gjennom den daglige dialogen med bedriften, blir de kontinuerlig oppdatert med relevant informasjon i forhold til bedriftens utvikling. I noen tilfeller vil H1-respondenten og hans PE-kollega be om mer detaljert og grundig rapportering fra en enhet. H1-respondenten gir et eksempel som gjelder lagerstatus, hvor det har forekommet at de har ønsket å få mer detaljerte rapporter og flere tall, samt i en viss grad mer kvalitativ informasjon. H1-respondenten trekker frem at i denne bedriftens tilfelle, hvor det tilbys et bredt spekter av produkter, ønsker de å vite mer enn hva konvensjonell rapportering gir, de ønsker for eksempel å vite lagerutvikling, lagerbinding, forpliktelser i forhold til nyinnkjøp, innkjøp per mekaniker osv. Videre trekker H1-respondenten frem at ettersom H1-aktørens jobb er å hele tiden stille spørsmål, er slik rapportering nødvendig. H1-aktørens representanter er alltid bekymret, og ønsker å fjerne nedsiden i casenivået, og vil da ønske informasjon knyttet til enkelte saker, både på et generelt plan og i utvalgte perioder fra spesifikke enheter. I tillegg viser han tilbake til jobben med å definere hvem som skal gjøre hva, og påpeker at dette også er et område som krever rapportering.

Kunder

Videre påpeker H1-respondenten at i tillegg til ønske om finansiell rapportering, er de opptatt av å måle kundetilfredshet. De ser stadig på hvilket forhold bedriften har til de store kundene sine. Når det gjelder kundetilfredshet, er de i gang med innføring av et nytt system som vil gjøre denne målingen enklere og mer valid. Samtidig trekker H1-respondenten frem at å måle kundelojalitet er vanskelig, og han stiller spørsmål om hva kundelojalitet egentlig er.

Når det gjelder rapportering av kundetilfredshet, vil dette være mer dynamisk dersom de ser at bedriften begynner å tape kontrakter. Da vil de fort se at de har et problem som må tas tak i, spesielt ettersom "det ikke er så mange store fisker". I tillegg vil en del tall knyttet til kunder gjenspeiles i salg og omsetning, noe det mottas omfattende rapportering på.

Læring og vekst

Når det gjelder kompetanseutvikling, så er ikke dette noe bedriften direkte rapporterer, men noe som blir gått gjennom i forkant av oppkjøpet. De kartlegger kompetansen i bedriften i form av antall med høyere utdanning etc. H1-respondenten forteller at dette er et statisk bilde, og H1-aktøren driver ikke veldig bevisst for å øke kompetansen. Hver termin blir en ansatt fra bedriften utdannet innen strategi ved en høyere utdanningsinstitusjon. Bedriften har en egen skole med ulike tilbud, fra grunnskole, kultur, introduksjonskurs, til fagskole og lederskole. H1-aktørens representanter har selv deltatt på skolen, først og fremst for å forstå mer av hvordan selskapet fungerer, samt bygge relasjoner.

Systemer og rutiner er områder som vies oppmerksomhet fra H1. Spesielt forbedring og effektivisering av rutiner er noe de er opptatt av.

Ansatte

H1-aktøren er også opptatt av medarbeidertilfredshet, og H1-respondenten understreker at dette er en del av styrets agenda. Medarbeidertilfredsheten måles minst en gang i året, og styret jobber også bevisst opp mot HMS, sykefravær og skadetall. H1-respondenten forteller at de "er ekstremt opptatt av å unngå høyt sykefravær", og gir et eksempel. Dersom de opplever to kvartaler med høyt sykefravær, vil de straks sette i gang tiltak. Videre uttrykker H1-respondenten at H1-aktøren har et veldig godt forhold til de ansattes representanter. "Vi ønsker at de ansatte skal ha det bra, vi er krevende å jobbe for, men veldig opptatt av at ting skal være rettfærdig", sier H1-respondenten.

Proaktivitet og identifikasjon av langsiktige lønnsomhetsdrivere

H1-aktøren er proaktiv i eierstyringen. Dette gjenspeiles i tidshorizonten som går opp mot 10 år, incentiv til ledelsen, og uttalelsen om at resultater på lang sikt er viktigere enn på kort sikt. H1-respondenten forteller at i starten vil resultatene gå nedover, deretter flate ut, og så stige, og at det slik likner på en "hengekøye-form". Det koster å vokse. En gjør en del tunge investeringer i starten som vil gå utover resultatene på kort sikt, men når disse etter hvert nedskaleres og en begynner å høste godene, vil pilen peke oppover igjen. H1-respondenten gir et eksempel som gjelder ansettelse. På ledernivå kan det koste en til halvannen million i lønn. Rekruttering forsvarer seg aldri første året, og det tar lang tid før en går break-even.

Dersom de tunge investeringene gjentas, vil en aldri få oppturen, understreker H1-respondenten. Videre uttaler H1-respondenten at dette er likviditetsstyring, og forholdet til banken er viktig. De fører derfor en tett dialog med tilknyttede bankforhold.

H1-aktøren har alltid fokus på å identifisere drivere av langsiktig lønnsomhet. H1-respondenten understreker at det er veldig viktig at de forstår bedriften. De investerer aldri uten å forstå forretningsmodellen. Angående utvalgt bedrift, som blant annet i hovedproduktkategorien driver med utleie, har de analysert lønnsomheten og markedsdriverne. H1-respondenten trekker frem at det er to effekter som er viktige i denne sammenheng, nemlig demografiske endringer og global og internasjonal handel.

Målsetting, utvikling og bestemmelse av strategi

Som nevnt tidligere måles suksess i investeringen utelukkende på multippelen "times money back". Men det lages alltid en handlingsplan med overordnede mål. Det kan være slikt som å oppnå en bestemt EK-verdi ved investerings slutt, og/eller en bestemt (minimum) IRR på investeringen. Men målene kan også være posisjon i markedet, definering av høy-pris segment, volum-mål og finansielle nøkkeltall slik som EBITDA, EBITDA-omsetning og andre EBIT-mål og marginer.

Det settes i første omgang en 100-dagers plan for å iverksette de nødvendige tiltakene strategien tilsier. Denne planen behandles i styret, og alle felles interesser blir definert.

Målene som settes på strategisk nivå er altså av overordnet karakter, og i høy grad finansielle, med noen få innslag av ikke-finansielle elementer. H1-respondenten trekker frem at verdiskapning gjennom vekst i inntekt og marginforbedringer verdsettes ofte høyere enn ren multippeløkning, og at de setter delmål og knytter utviklingen til ulike nøkkeltall for å oppnå dette. Det settes deretter mål på mer detaljert plan, i høy grad sammen med ledelsen, gjennom budsjettmøtet. Som tidligere nevnt er bedriften ansvarlig for å oppnå målene, altså selve utviklingen av selskapet i den retningen styret (og dermed H1-aktøren) har bestemt. I utgangspunktet legges dette ansvaret over på administrasjonen, som finner best mulig måter for å oppnå dette. Samtidig bidrar H1-aktøren gjennom kontinuerlig dialog på de områdene administrerende direktør ønsker å sparre (i noen tilfeller kan det være omvendt).

H1-respondenten uttrykker at det settes mål på produktnivå, i form av omsetning og dekningsbidrag på divisjonsnivå, for å nevne noe.

Hvorvidt det settes mål på kundenivå varierer. Det vil avhenge av flere faktorer.

H1-respondenten uttaler at de ikke følger opp i konkrete tall for nyskaping, men etter en oppdatering "ber vi de ansvarlige å komme tilbake om seks måneder for å fortelle hvordan det går". Videre påpeker H1-respondenten at dette vil variere. I noen tilfeller vil omsetning knyttet til et nytt produkt, være et viktig delmål, i andre tilfeller mindre viktig. Målene settes ut fra selskapets natur, konkurransesituasjon og definert vekststrategi.

Som nevnt er H1-aktøren opptatt av medarbeidertilfredshet, sykefravær og skadetall. I denne sammenheng uttaler H1-respondenten "det er ikke de absolutte tallene som betyr så mye, det er utviklingen".

Ledelsens deltakelse og synspunkt

H1-aktøren har som krav at sittende ledelse før oppkjøp har tro på at H1-aktørens strategiske plan er gjennomførbart, altså at ledelsen tar eierskap til strategien som legges. Det innebærer også at de tar en økonomisk risiko i forhold til krav om at ledelsen skal eie aksjer i bedriften. Dette var følgelig tilfellet ved oppkjøp av gjeldende porteføljebedrift.

Ansvar for måloppnåelse og evaluering

Ansvaret for å nå målene legges på administrasjonen i porteføljebedriften.

H1-respondenten uttaler at evalueringene er meget nyanserte. H1-aktøren har full forståelse for at budsjett kan endre seg, og utfordringen i seg selv er å se nyansene. "Alle bilder er veldig nyanserte, selv om budsjetter blir nådd, betyr ikke det at jobben er god. I noen tilfeller kan alt avhenge av ett prosjekt, som ble mye større enn først forventet", forteller H1-respondenten. Han understreker videre at en må se på de ulike forretningsområdene, og ha en god oversikt og følelse på hva som skjer rundt disse. Han følger opp med å si at "vi er kritiske til alt som skjer, det er en balanse mellom kritikk og å engasjere. Det er ofte åpenbart at bedriften har gjort en dårlig jobb, og din jobb er da å finne det positive – en vei ut av uføret". Han påpeker videre at alle klarer å si at et negativt resultat er dårlig, men det er lite nyttig. Vi aksepterer det ikke, men undersøker det, og styret må rette blikket fremover og ta tilfellet som en åpen diskusjon i styret.

Ved problemer forteller H1-respondenten at de i mange tilfeller lar de ansvarlige i bedriften møte styret direkte, slik at styret får mulighet til å stille spørsmål, og de ansvarlige blir gjort oppmerksom på eiernes synspunkter. De er opptatt av synliggjøring nedover i organisasjonen, og H1-respondenten sier at de ønsker "å la ansatte både skinne og ruste litt".

Kommunisering av strategi og implementering

H1-respondenten forteller at de sikrer at fastsatt og planlagt strategi blir implementert gjennom handlingsplanen, hvor felles interesser er definert gjennom styret. Det opprettes en kontinuerlig dialog som er legitim, og H1-respondenten uttaler at det er viktig med kvalitet i tidlig fase.

Det er videre viktig at strategien blir kommunisert til hele bedriften, men H1-respondenten uttaler at dette ansvaret ligger i hendene til ledelsen.

Appendiks 3.2

Intervjudata – Hovedcase, porteføljebedrift (PB)

Forord

Appendiks 3.2 gjengir data fra intervju med administrerende direktør i porteføljebedriften (PB) i hovedcasen. Her vil en ikke fullt ut på samme måte som i Appendiks 3.1 ta for seg alle kategoriene. Intervjuet er utført for å kontrollere H1s uttalelser og forklaringer, samt gi et nyansert bilde på adresserte problemstillinger og gi mer utfyllende informasjon på relevante områder.

Til informasjon er porteføljebedriften et voksende industriselskap, som har ekspandert kraftig, og satset internasjonalt. Omsetningen ventes å være i milliardklassen neste år.

Aktiv eierstyring

Viktigste styringsorgan og dets oppgave

PB-respondenten forteller at styret er et kollegium. "Styret drar det hele videre, og er slik en viktig ressurs", understreker han, og følger opp med at det er i dette organet de utfordrer hverandre. "Medlemmene er kreative og har strategiske evner – styret må ikke bare være et kontrollsystem", sier PB-respondenten. På den andre siden påpeker PB-respondenten at også "eierskapet er et kollegium", ettersom ledelsen har eierandeler i bedriften.

Det er laget en beslutningsmatrise i forhold til nivå, angående når styret skal involveres eller ikke. Beslutninger kan forankres gjennom styret i løpet av et kort uformelt telefonmøte. PB-respondenten uttrykker at det er viktig at styret og eierne ikke er en bremsefaktor, og dersom det dukker opp et business case som trenger hurtighet, så har de mulighet for å ta et ekstraordinært styremøte.

Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften

PB-respondenten uttaler at "H1 er de mest aktive eierne i eiergruppen, de andre er mer involvert gjennom styret. H1 snakker jeg med løpende, og vi har en daglig dialog, et tett forhold og god forståelse for hverandre", og han følger opp med å si at "vi liker hverandre, vi utfordrer hverandre, og har en felles agenda".

PB-respondenten forteller at han opplever at H1 er relasjonsorienterte, og at de forstår hva begrepet innebærer. H1 kom inn med en ny dimensjon, og alle som kan bidra til å skape vekst, ønskes hjertelig velkomne til det, sier PB-respondenten, og påpeker at bedriften var meget selektiv i utvelgelsen av nye eiere – "du må treffe de riktige folkene og skape kjemien", sier PB-respondenten.

H1 snakker også med andre i bedriften, men aldri uten at PB-respondenten er orientert, og det er ingen barrierer. Dette kan være for eksempel samtale med økonomisjef eller markedssjef. PB-respondenten uttaler at "det er kjempebra. De bidrar på en måte som jeg ikke kan bidra på, og det gir merverdi".

PB-respondenten forteller også at H1 aldri gir direkte henvisninger. Alle prosesser er gode, og det er faglig sett dyktige innspill som kommer frem, med god takhøyde, og hvor sparringen har høy grad av åpenhet. PB-respondenten følger opp med å si at "åpenhet er veldig viktig, vi diskuterer og finner ut av hva som er best, det ligger ingen prestisje i det". Han uttaler at han "ikke sitter på sin høye hest", og at det er viktig. H1 skal hjelpe meg på det jeg er svak på, og derfor er det viktig å skape en god kjemi og bygge lag, og suge til deg tilbudt kraft. Det er da du blir bedre".

PB-respondenten sier at "H1-representantene er som en del av oss", og de er selv opptatt av denne relasjonen, blant annet gjennom å delta på sosiale arrangementer, slik som fotballturer til England med ansatte. PB-respondenten sier at "jeg tror PE-representantene trives godt med gjengen, og vi har den rette relasjonen. Vår bedriftskultur smitter".

Når tiltak forankres og skal gjennomføres, er det ledelsen og ledergruppen som tar seg av kommunikasjonen nedover i bedriften. PB-respondenten påpeker at slik informasjon må ut på en måte som de ansatte forstår.

Styrets sammensetning og rollefordeling

PB-respondenten forteller at han er høyst delaktig i utvelgelsen av nye medlemmer til styret. Han blir både hørt og spurt, og gir anbefalinger gjennom en tett dialog. Han sier at de ikke ofte gjør endringer i styret, i hvert fall ikke årlig, men det gjøres endringer når de føler at de må. Slike endringer kan være betimelige og nødvendige for å ha det riktige styret for fremtiden.

PE-representantenes rolle i styret

H1s styremedlemskap er aktivt, understreker PB-respondenten.

PE-aktørens generelle rolle

PB-respondenten uttaler at "H1 er først og fremst en god og positiv samtalepartner, og vi er sammen om å gjøre det best mulig. Som PE-fond generelt er deres oppdrag å kjøpe opp, foredle, skape verdi og vekst."

H1 anses som en viktig ressurs. De bidrar på strategifronten, og også noe i den daglige driften, men denne type dialog omfatter ingen detaljer. H1 bidrar ikke bare på finansielle spørsmål, men også i diskusjon om markedsføring og liknende tema. PB-respondenten sier at "H1 ser på bedriften som en helhet - du kan si de er en bidragsyter allround, med hovedvekt på økonomi og finans". PB-respondenten gir et eksempel hvor han brukte en av PE-representantene som en ressurs i forhold til finansielle spørsmål ved en oppkjøpskandidat (verdsetting og prising av aktuell kandidat).

H1 bidrar når de ser at noe må gjøres, og PB-respondenten poengterer at det da er kvalifisert og helt riktig. Han forteller at "jeg ser på H1 som mitt tredje ben. De bidrar med kompetanse og et kontaktnettverk som går utover mitt eget. De gir meg en ny dimensjon, og en tilleggskompetanse som fungerer som en kraft i stimulering til ytterligere vekst". Han følger deretter opp med å si "jeg elsker vekst, og det innebærer at jeg må jobbe utover mitt eget mandat, og bruke kraft fra eierskapet også". Videre understreker PB-respondenten at bedriften er veldig opptatt av et aktivt eierskap: "En vellykket bedrift må ha gode eiere, og får da et godt styre, som videre gir en god daglig ledelse. Svikter du på ett punkt, mister du mye av kraften".

Rådgivning vs overvåkning

PB-respondenten føler seg i liten grad overvåket, og ser på både styret og eierskapet som et kollegium med en tett dialog, og viser til at styret ikke bare er et kontrollorgan, men også en pådriver for vekst til beste for bedriften.

Langsiktighet i investeringen

I forhold til H1s planlagte exit, så er PB-respondenten helt avslappet og sier at "slik er verden. De er inne, og de skal ut". Han påpeker at PE-fond ikke driver med "hit and run", og at det må være en kultur som overrekkes til nye eiere – det ligger en ære i å overlevere et stykke arbeid som alle kan være stolte av, enten det er børs, industrielt eller et nytt PE-fond. Videre understreker PB-respondenten at det i så måte er veldig viktig med en felles forståelse.

I tillegg forteller han at dette er en prosess han allerede har begynt å påvirke gjennom å snakke med andre større aktører i markedet bedriften opererer i. Han prøver å gjøre bedriften så attraktiv som mulig for slike aktører. Han uttaler at "vi skal rigge oss til slik at mange i markedet er interessert i oss". Han har også sammen med ledelsen diskutert en strategi for exit, og påpeker at børs ikke nødvendigvis er det riktige. Det er viktig å ha flere muligheter åpne. Han gir et eksempel på at et industrielt salg kan gi bedre avkastning. Videre sier PB-respondenten at på et tidspunkt kan det være slik at eieren ikke lenger er den beste eier for bedriften.

Grad av involvering i drift

PB-respondenten understreker at H1 ikke er involvert i den daglige driften. Det skjer utelukkende ved behov, og da gir de gode råd. Han viser til at H1 er den mest aktive eieren i eiergruppen, og at de har en tett dialog.

Videre forteller PB-respondenten at forholdet som ligger til grunn for denne tette dialogen var en forutsetning for H1s inntreden. Han understreker at i tilnæringsfasen sa han direkte at "hvis jeg ikke liker dere (H1), så blir jeg ikke med på dette", hvor H1 fulgte opp med å si at "hvis du ikke er med, så kjøper vi ikke". På denne måten trekkes viktigheten av å ha en god kjemi frem. PB-respondenten understreker at H1 på ingen måte har en intensjon om å si noe på hva bedriften og ledelsen gjør, fordi det kan de best selv.

Balansert målstyring

Den typiske eierstyringen og fokus i eierstyringen

PB-respondenten forteller at før oppkjøpet var bedriften fullt ut et familieeid selskap med et ineffektivt styre, hvor styremøtene tenderte til å være et "familieslabberas". Som administrerende direktør måtte han sikre et godt styre, og han utfordret tidligere eiere på å vanne ut eierskapet og få inn nye eiere i en uformell bearbeidelsesprosess. PB-respondenten så eierskapet som en begrensning til vekst. Da H1 kom inn, var tidligere hovedaksjonær ikke lenger dominerende. Han uttaler at tidligere dominerende eier ikke lenger hadde noe å bidra med. PB-respondenten eier selv andeler sammen med andre kollegaer, og ser på dette som helt nødvendig for å skape den videre veksten. Han påpeker at "det er viktig å finne nye plattformer, og påvirke utover mandatet for hele veien å trigge til et optimalt eierskap, og deretter et optimalt styre". Han understreker at "H1 kom inn i 2006, og det har vært helt avgjørende for å komme dit bedriften er i dag".

Videre sier PB-respondenten at bedriften ønsker seg krevende og utfordrende eiere, og det er H1. Bedriften vil opp og frem, og da må vi utfordre og bli utfordret hver dag. En hele tiden må ha de rette eierne til rett tidspunkt.

Bedriften har opplevd stor organisk vekst, og det er betinget av eierskap og styret. Bedriften, med ledelsen i spissen, og eierne har en felles agenda. Bedriften ansetter personer med en preferanse for å skape og vokse, og det gis stor frihet innenfor fastsatt ramme. PB-respondenten sier at de bevisst søker denne type mennesker når de ansetter i linjeledelsen, en prosess de for øvrig har ansvaret for selv, med lav grad av involvering fra H1. Ansettelser gjøres gjennom administrasjonen, men de sparrer med og snakker med H1, og presenterer kandidater og gir innsyn i profiler. Slik får administrerende direktør hjelp hvis og når han trenger.

Som nevnt er H1 en aktiv eier, og først og fremst en god og positiv samtalepartner. PB-respondenten påpeker at i samarbeid søker de å gjøre det best mulig. H1 har ikke hatt noen konkrete preferanser når de kom inn for å gjøre kostnadsutt og innovere. Som et hvert annet PE-fond har de som oppdrag å komme inn for å foredle, skape verdi og vekst. Utfordringen for bedriften er å skape merverdi på det PB-respondenten kaller "hardware", og refererer til det de ansatte gjør – de rette personene, i den rette kulturen. PB-respondenten sier at dette er noe vi må ta alvorlig og tilstrebe, ellers lykkes vi ikke. Akkurat dette er det viktig at PE-fondet skjønner, sier PB-respondenten, og følger opp med å si at H1 skjønner dette.

Bedriften har en enkel visjon; vekst og utvikling.

Rapportering og strategisk fokus

Rapporteringen kommer i høy grad gjennom den meget tette dialogen, og er nesten daglig.

Bedriften har måttet foredle sine måleparametre og sitt rapporteringssystem etter at H1 kom inn som eier. Spesielt gjelder det å rapportere det som er viktig og riktig. PB-respondenten forteller at H1 hadde mange innspill på denne fronten.

På styremøtene gis alle mulige typer rapporter, i stor grad skriftlige rapporter. PB-respondenten fastslår at "Styret, eierne, og da H1, gis full innsikt i bedriften sin. Dette er ekstremt viktig. De må forstå bedriften, kulturen og organisasjonen. Eierne må kle på seg mer enn bare å se på regnskapet hvis de skal påvirke, skape og være på lag. Da må de forstå bedriften, forstå alt og treffe folk for å være dette tredje benet. Du forstår ikke bedriften ved bare å se på tall, og en må forstå for å kunne legge den riktige strategien".

Videre informerer PB-respondenten om at H1 er opptatt av de ansatte i bedriften. I tillegg til relasjonsfremmende aktiviteter er H1 med for å treffe personer også i andre divisjoner.

Proaktivitet og identifikasjon av langsiktige lønnsomhetsdrivere

PB-respondenten fastslår at H1 er proaktive i eierstyringen.

Målsetting, utvikling og bestemmelse av strategi

PB-respondenten sier at da H1 kom inn, ble det på deres initiativ fastsatt en 100-dagers plan, med konkretiseringer og systemer. PB-respondenten uttrykker at han var veldig positiv til dette tiltaket, og poengterer at bedriften trengte det.

I planen presenterte H1 forskjellige vekstscenarier, og PB-respondenten forteller at ledelsen valgte å gå for det aggressive vekstscenariet, som innebar en 20 % organisk vekst per år. Dette ligger i bunn som et mål, og bedriften har levert på dette området hvert år. I 2007 hadde de mer enn dobbelt så mye organisk vekst.

Videre sier PB-respondenten at de mål som settes er omsetning, EBITDA, avkastning på kapital og liknende. Tallene ligger i bunn, og det gis månedlige rapporteringer, med stor hovedvekt på tall, men også resultater på faktorer som lagerbeholdningsutvikling og kapitalkostnadsutvikling.

Ledelsen er meget delaktig i målsettingen, i høyere grad enn H1. PB-respondenten påpeker at det er de som selv vet best hva som kan leveres, men de trenger en kvalitetssikring. Han understreker at teoretiske mål ikke fungerer, de må være forankret, og dette gis det full respekt for. Målene blir satt i en dialog, men dette er problemfritt ettersom både ledelsen og eierne har en felles agenda, og sammenfallende ønsker. PB-respondenten legger til at det hender ledelsen vil ha høyere mål enn H1 også. PB-respondenten har selv i et tilfelle gått ut gjennom et intervju med en stor avis og økt fastsatt mål, litt bevisst for å legge et press på bedriften. Han uttrykker at "vi setter oss ambisiøse mål utover det som er bestemt, og når det er sagt, må det gjøres. Og i år vil vi innfri med over 100 millioner mer enn fastsatt mål for omsetning."

PB-respondenten forteller at "mål om å lande på månen om to år" applauderes i organisasjonen, slik er kulturen. De går for full fart og utvikler seg. "Kanskje vi bommer på månen, men lander på Mars i stedet. Vi har stor tro og glød, og ender ofte opp med å bli mer utviklet – og dermed kvalifisert til å nå enda lenger", sier PB-respondenten. Han forteller at de nå diskuterer saker på et strategisk nivå de ikke selv trodde var mulig for to år siden, "en slik tur er mye kjekkere og bedre, og du tjener mer penger underveis". Høyere omsetning gir bedriften mer og bedre penger, slik at en kan utvikle seg i morgen, og slik går hjulet, sier PB-respondenten.

Ansvar for måloppnåelse og evaluering

Ansvar for å nå målene ligger hos administrasjonen og bedriften. PB-respondenten sier at hvis noe går dårlig, gir H1-representantene råd, og tiltak gjennomføres gjennom administrerende direktør, og deretter gis det tilbakemeldinger. Han understreker at dette er viktig, men det er ikke der mesteparten av tiden brukes. Sammen med H1 må kulturen forstås, og en må tenke strategisk – se oppkjøpsmuligheter og potensielle penetreringer i nye markeder.

Videre nevner PB-respondenten at H1 er en positiv bidragsyter til kvalitetssikring, og at dette ikke bare er "preik". Han og H1 jobber tett og har en løpende dialog om de viktige linjene og strategiske valgene. H1 kommer alltid inn og hjelper PB-respondenten etter hans ønske. Evalueringene er nyanserte, understreker PB-respondenten.

Strategi og Implementering

Når tiltak er forankret og skal gjennomføres, er det ledelsen og ledergruppen i porteføljebedriften som tar seg av kommunikasjonen nedover i bedriften. PB-respondenten mener at slik informasjon må kommuniseres på en måte som de ansatte forstår.

Appendiks 3.3

Intervjudata, sekundærcase (S2-S6)

Forord

Denne delen inneholder data fra sekundærcaset, integrert og samlet. Hver kategori diskuteres, og det gis utdrag fra data fra alle aktører i relevante sammenhenger. I noen tilfeller er ikke data fra alle aktører trukket inn, mens i andre tilfeller vil det mangle informasjon fra en eller flere aktører.

AKTIV EIERSTYRING

Organisering og tilrettelegging av eierstyring

Alle aktører gir et utvalg av ansatte ansvar for investeringsporteføljebedriften, hovedsakelig fra ulike nivå og hvor en partner sitter med hovedansvaret. Størrelsen på disse teamene varierer mellom to og tre, mens det i prefase og i oppkjøpet kan være flere involvert. I tillegg varierer det hvor mange av teamet som har en formell styreplass og hvem som tildeles en observatørrolle i styret.

Det bør nevnes at i de tilfellene hvor noen av personene i teamet gis en observatørrolle, er de likevel like delaktige i styremøtene. Forskjellen er at de formelt sett ikke har stemmerett. Alle aktørene har formelle eller uformelle møter hos PE-aktøren, hvor investeringsporteføljen gjennomgås, og investeringsteamet kan få kommentarer, meninger og tilbakemeldinger.

Styret - viktigste styringsorgan

Entydig for alle aktører er at styret er hovedorganet i eierstyringen. Styret er det besluttede organ, og tiltak forankres formelt sett her. Å bestemme strategi og sette retning for selskapet er styrets oppgave, og det innebærer å sette agenda, definere og prioritere i samarbeid.

S5-respondenten uttaler at det er essensielt å avdekke "hvor skal vi, og hva skal vi være. Forskjellige ambisjonsnivå krever forskjellige strategier".

PE-aktørene jobber primært gjennom styret, men har også dialog med administrasjonen utenom styremøtene.

I stor grad sees styret på som et samarbeid, hvor forskjellige personer med ulik kompetanse er satt sammen for å fullføre styrets oppgave optimalt og veilede ledelsen. Et sitat fra S2-respondenten er representativt; "vi er veldig aktive eiere, men det er veldig viktig å utføre det aktive eierskapet i de riktige organene, og i sånn forstand vil styret være det viktigste organet for å legge den ønskede strategien fra vår side. Dersom du ikke formelt sett går gjennom styret, vil det virke veldig kaotisk. Dette forhindrer ikke tett oppfølging, men det som gjennomføres, forankres i styret for å sende signaler videre inn til ledelsen og bedriften. Selvfølgelig, det foregår mye arbeid utenom styret også."

Kommunikasjon med administrasjonen i bedriften

Flertallet av aktørene har høyt fokus på å samarbeide med ledelsen. Aktørene har fokus på relasjonen med ledelsen i bedriften. S6-respondenten uttaler at tillit er essensielt for å kunne samarbeide, og dette virker å være svært representativt for utvalget.

Kommunikasjonen begrenses ikke til styremøtene. Denne kommunikasjonen avhenger av utfordringer i bedriften. Som oftest skjer slik kommunikasjon over telefon, men også i møter med ledelsen. Dialog med administrerende direktør strekker seg fra ukentlig til daglig blant aktørene. I tillegg ser vi at aktører deltar på andre aktiviteter enn styremøter, som for eksempel i kunde- og leverandørmøter og liknende. Det varierer hvor ofte møter med ledelsen finner sted, avhengig av hvor store utfordringene er, som oftest større i tidlig fase, men det er også avhengig av type bransje. S3-respondenten sier at "vi er hos dem mye", mens S5-respondenten forteller at de møtes hver fjortende dag, og S6-respondenten uttaler at de møtes en gang i måneden utenom styremøtene. S3-respondenten forteller at dette kan skje mer etter behov, og gjerne månedlig. Entydig for alle aktørene er at tiltak som de kommer frem til gjennom slike dialoger, alltid forankres i styret.

Aktørene er entydige når det gjelder beslutningstaking. Som majoritetseiere gjør de viktige beslutninger og påvirker i høy grad.

Kommunikasjonen er i høy grad preget av fokuset på samarbeid og relasjon, men hvorvidt aktørene gir instruksjoner til ledelsen, varierer mye, og ingen klare mønstre kan avdekkes. Alle aktører påpeker at dette avhenger av situasjonen i seg selv. På den ene siden uttaler S2-respondenten at "alle nye tiltak blir kommunisert fra oss inn til styret hvor administrerende direktør deltar, og det diskuteres hvordan dette best kan gjennomføres og tilrettelegges. Mindre forhold tas direkte med ledelsen, hvor det diskuteres. Vi kan pushe på for å få det gjennomført tidligere, men til syvende og sist blir vi alltid enige". S4-respondenten uttaler at "vi gir anbefalinger, ikke direkte instruksjoner. Vi har stor respekt for ledergruppen, og en eier som blander seg for mye inn i lederens ansvar er uheldig". På den andre siden uttaler S3-respondenten at "vi kan gi ganske klare direktiv til ledelsen dersom ting ikke fungerer", og S5 sier at "dersom det vi i samarbeid har kommet frem til ikke fungerer eller blir gjort, gir vi klare instruksjoner". S3-respondenten forteller at "vi er mer rolige og lar administrerende ha mer spillerom om han leverer etter planen og ting går som de skal. Dersom ikke, er det vår plikt og rettighet å ta mer aktiv affære og involvere oss mer, og da åpnes et bredere sett av muligheter, om vi da for eksempel er nødt til å ta et grep".

Et viktig poeng er at PE-aktøren og ledelsen har felles agenda – det beste for bedriften. Begge parter har tiltro til strategien og samarbeider for å oppnå nettopp dette. Et sitat fra S3 er forklarende og representativt; "Som investor er eneste mål å maksimere verdien av selskapet. Verdien er som regel en funksjon av inntjeningsnivå og en eller annen multiplum, og grad og netto gjeld. Det vi da har å jobbe med er å maksimere EBIDTA, sørge for en vekst og nedbetaling av gjeld. Slik sett er det vanskelig å være uenig i det vi foreslår, og det vi forfekter og prøver å gjennomføre".

Styrets sammensetning og rollefordeling

Aktørene gjør alltid store endringer i styret. De aller fleste skifter ut hele styret og oppnevner nye medlemmer, noe som er naturlig ettersom tidligere eiere skal ut. I mange tilfeller er det oppkjøp av familiebedrifter med det som karakteriseres av aktørene som lite velfungerende og passive styrever, og hvor det er et behov for å gjøre styret bredere angående kompetanse og erfaring. I noen tilfeller kjøpes også "non-core"-bedrifter, hvor det tidligere ikke har vært styre. I mange av tilfellene vil andre tidligere eiere som fortsatt har en andel naturligvis beholde en styreplass, dersom ikke hundre prosent av selskapet er kjøpt opp. S3 og S5 uttrykker at de ofte beholder et eller to styremedlemmer dersom de besitter en ønsket profil. S6 forteller at de nesten alltid bytter hele styret, men "mennesker som kan være veldig konstruktive kan bli tatt med videre". I mange av tilfellene vil det også være andre eiere som får en plass i styret.

I de tilfellene aktørene ikke selv tar styreledervervet, settes en ekstern til å gjøre dette.

Flertallet av aktørene poengterer også at de gjør styrene større, spesielt ettersom det primært gjelder oppkjøp av familiebedrifter. Alle aktører forteller at styret vurderes kontinuerlig, og det vil det gjøres endringer ved behov, men ikke oftere enn årlig.

Når det gjelder antall eksterne i styrene, henter samtlige aktører inn minst én og gjerne to, et fåtall opp mot tre. Disse eksterne hentes i høy grad inn for å bidra med enten bransje- eller fagkompetanse og et eget nettverk som er relevant for bedriften. Aktørene ønsker å få inn en annen kompetanse enn hva de selv og eventuelt andre eiere besitter. S4-respondenten sier følgende: "De eksterne styremedlemmene vi henter inn har en annen kompetanse og ekspertise, de bidrar og tenker på en annen måte, og utfordrer på en annen måte". S2-respondenten forteller at "utfordringene er alltid større enn hva du først antar", og mener med det at en trenger mye kompetanse.

Antall styremøter per år i bedriftene varierer blant aktørene fra seks til ti ganger.

PE-representantenes rolle i styret

Det varierer veldig når det gjelder PE-aktør og majoritet i styret. Det som er entydig er at PE-aktørene har sikret seg nødvendig og ønskelig kontroll på viktige områder gjennom aksjonæravtalen.

S2-respondenten uttrykker at de ikke etablerer seg med majoritet, men sikrer sine interesser gjennom aksjonæravtalen. S3-respondenten uttaler at de har som investeringsfilosofi å sitte med majoritet, men at de i dagens investeringer ikke gjør det grunnet delt eierskap, dog er de likevel sikret gjennom aksjonæravtalen når det gjelder viktige beslutninger, som for eksempel å gjøre en exit. S6-respondenten forteller at de alltid sitter med majoriteten i styret, og påpeker også at de har kontrollen selv i de tilfellene de ikke tar styreledervervet: "Styrelederen er vår mann, han er valgt ut av oss, og stemmer alltid i vår favør. Vi kan jo i utgangspunktet sparke han som vi vil".

S4 og S5 etablerer seg alltid med majoritet i styret. De som sitter med majoritet i styret, innehar også styrelederrollen.

Det varierer om aktørene tar styreledervervet eller ikke. S2-respondenten uttaler at de aldri tar styreledervervet, men alltid setter en ekstern til å gjøre det. S4 og S5 tar alltid styreledervervet. S6-respondenten forteller at "i halvparten av tilfellene tar vi styreledervervet, det avhenger rett og slett av hva du liker", og følger opp med å påpeke at ofte er det vanskelig å ha en ekstern styreformann, "ettersom vi som veldig aktive eiere har en veldig aktiv dialog med ledelsen, og det kan være vanskelig for styreformann helt å forstå hva som skjer mellom styremøtene", men samtidig kan det være godt for CEO å ha en tredje å støtte seg på, med en spesifikk industrikompetanse. Det kan av og til oppleves frustrerende for en CEO, å måtte forholde seg til en styreformann som ikke er eier. Respondenten understreker at det derfor er viktig å spille med åpne kort.

S5 forteller at de ofte tar arbeidende styrelederrolle og jobber fulltid i bedriften. S5 understreker at de som PE-aktør har ansatte med mye operasjonell bakgrunn, og de ser også på denne muligheten til å gå inn i sterkere grad enn hva mange andre aktører gjør, som en differensiering. S4-respondenten forteller også at dette forekommer ved behov. S6 forteller at dette gjør de ikke, men ved behov har de en egen ekstern avdeling med sterk operasjonell kompetanse som kan hentes inn, og det kan dannes styregrupper for å gi nødvendig veiledning. Ved prekære behov henter de inn utvalgte eksterne til å fylle midlertidige posisjoner (for eksempel "CEO for hire"). Respondenten understreker at det er PE-aktøren selv som plukker ut akkurat disse lederne. S3 bruker også tilsvarende "CEO for hire" dersom nødvendig, og respondenten forteller at de ikke selv innehar en slik kompetanse til å gå inn og lede bedriften.

En holdning som virker å være representativ er at det er viktig med balansegang i slike vurderinger. Dersom en velger å gå inn og jobbe fulltid i en bedrift, vil en ha mindre tid til andre investeringer.

PE-aktørens generelle rolle

Det er flere ting som viser seg å være sammenfallende hos respondentene i utvalget angående PE-representantenes rolle i det aktive eierskapet.

Alle aktørene forteller at en av de viktigste oppgavene deres er å finne riktige og dyktige ledere til å fylle utvalgte posisjoner. S2-respondenten uttaler at "å velge ledelsen er en av de viktigste jobbene vi gjør. Det er ekstremt viktig at riktig ledelse er på plass, det er de som skal gjennomføre strategien".

Videre kan PE-aktørene tilby profesjonelle analyser og finansiell kompetanse. Det gjøres meget omfattende analyser i forkant av et oppkjøp, og strategien har utgangspunkt i disse. Strategien foredles etter hvert i investeringsperioden, og ved behov bidrar PE-aktøren med sin verktøykasse innen analyse, for å kunne stille en diagnose og komme med anbefalinger. Samtlige av respondentene forteller at det i veldig høy grad er de som utfører selve oppkjøpet av andre bedrifter. Slike oppkjøp er typisk for investeringsporteføljebedrifter, som i alle tilfeller ønsker å vokse, blant annet gjennom oppkjøp. S3 uttaler at ledelsen og bedriften sjelden besitter den nødvendige kompetansen for å utføre slike transaksjoner, og slik kan de som PE-aktør avlaste dem. I tillegg pleier de ofte bankforbindelsen til bedriften, og bidrar med et stort nettverk som åpner dører som vanligvis ville vært lukket. Slik trappes deres arbeidsinnsats opp i perioder når det er nødvendig. I noen tilfeller henter representantene inn andre personer fra PE-aktøren, eller hyrer eksterne konsulenter.

Som vi ser bidrar alle aktørene med høy grad av rådgivning, men det varierer med type rådgivning. S2, og spesielt S5, skiller seg noe ut fra øvrige aktører. De har bevisst ansatt personer med forskjellige bakgrunn, og har personer med lang fartstid og erfaring på operasjonelt plan. Slik bidrar de ikke bare med finansiell og strategisk kompetanse, men også med mer operasjonell kompetanse og industrikunnskap. S2-respondenten forteller at "vi har ikke bygget opp et team som kun skal være finansielt. Vi har mye konsulent- og analysebakgrunn selvfølgelig, men også mye operasjonell. Det er det som gjør at vi kan gå inn og overta lederposisjoner der personer ikke er på plass, og der det er tomrom en kort periode. Det er ekstremt viktig at vi også har operasjonell erfaring, slik kan vi tilby et større spekter og i tillegg forstå selskapene bedre. Vi ser stor forskjell på tilnærming i forhold til bakgrunn når det gjelder strategi og kommunikasjon med bedriften". Som tidligere nevnt bidrar også S6 med mer operasjonell kompetanse dersom nødvendig, mens S4 også i en viss grad har den muligheten. S3 på sin side forteller at deres rådgivning begrenses til finansiell og strategisk, grovt sett.

Det er altså i utgangspunktet finansiell og strategisk kompetanse aktørene besitter. Men det er felles for alle, slik S3-respondenten uttrykker det, at de har en solid bakgrunn og evne til å sette seg inn i ulike bransjer på relativt kort tid, og da gjerne gjennom analyser, hvor detaljer i bransjen for eksempel avdekkes på et nivå bedriftsledelsen selv ikke behersker.

Aktørene har en kontinuerlig dialog med ledelsen, og fungerer som sparringspartnere og samtalepartnere utenom styret, gjennom et samarbeid for å nå et felles mål om å gjøre bedriften best mulig, med ulike metoder og framgangsmåter. Men samtlige av respondentene uttrykker at dersom ledelsen anses som meget effektiv og dyktig, vil deres innblanding bli redusert. Satt på spissen så ønsker de i utgangspunktet høyest mulig avkastning på investeringsporteføljebedriften, med minst mulig grad av arbeid fra deres side.

Rådgivning vs overvåking

I hvilken grad aktørene forteller at de overvåker ledelsen av bedriften varierer. Først og fremst vil den tette dialogen aktørene sier de har med ledelsen gi jevnlige oppdateringer på utfordringer og på utviklingen. Samtidig vil behovet for å overvåke først og fremst gjøre seg gjeldende når utviklingen ikke går som den skal.

På den ene siden uttaler S2-respondenten at "vi overvåker veldig lite, det er ikke det vi er opptatt av", mens S3-respondenten uttaler at "i hvert styremøte har vi en seanse på slutten hvor CEO forlater rommet. Dette er styrets mulighet til hele tiden å sørge for at man er samsnakket om hvor vidt CEO og hans team er på riktig vei, og hvor man fritt kan diskutere rollen til daglig leder og hans team. Vi ønsker å ha en tett oppfølging av overvåking i våre løp, derfor har vi en kort diskusjon i hvert styremøte". S5-respondenten uttaler at overvåking av CEO skjer gjennom økonomisk rapportering til styret, men påpeker også at en "ikke skal sitte på skuldrene deres hvis vedkommende leverer". S6 forteller at grad av overvåking vil avhenge av bedriften, og påpeker at de er relativt intensivt rådgivende, og ikke overvåkende, men "vi vil se tall veldig hyppig. Vi mottar og vurderer "management accounts" hver måned, samt følger opp per telefon". S2-respondenten forteller at de "har en slags kontinuerlig overvåking i forhold til eventuelle gap i strategiprosessen De som ikke ønsker å være med på en endring, blir byttet ut, men det er viktig å vite at vi samtidig er opptatt av et godt forhold".

Som presentert i forrige kategori ser samtlige av aktørene på seg selv som rådgivere, alle utenom S3 i høy grad.

Langsiktighet i investeringen og exit-strategi

Det er et entydig mønster i at samtlige av aktørene i utvalget karakteriseres som langsiktige.

Alle aktører gir incentiv til ledelsen for langsiktig vekst i form av aksjeprogram og opsjoner til eierskap. I høy grad sees det på som viktig, og i de fleste tilfeller er det et krav at ledelsen selv investerer i selskapet. S2-respondentens metode er på mange måter representativ for alle; "ledelsen må kjøpe aksjer til samme pris som oss, altså markedsverdi. De må inn med egne penger. Aksjeklassen er todelt, hvor oppsiden er mye større i den ene, slik at hvis bedriften gjør det bra, vil ledelsen få større avkastning enn S2, men hvis bedriften gjør det dårlig, vil de få lavere avkastning enn S2". I tillegg etablerer aktørene også mekanismer i forhold til oppsigelser, både i investeringsperioden og eventuelt i en viss periode etter salg.

Aktørene vil reagere dersom administrerende direktør ikke leverer, og S6-respondenten uttaler at "det er viktig at en gir en ledelse tid og ro til å jobbe – det tar tid å bygge team og finne struktur". Se "endring av ledelse"-kategorien for mer utfyllende informasjon.

Tidshorizonten til aktørene varierer noe, typisk "target duration" er 3-5 år, men tidshorizonten er ikke absolutt, og det hender det går både kortere og lengre tid før exit. S2-respondenten uttaler at "vi har en jobb å gjøre med bedriften, når den er utført kan vi selge. Noen ganger tar det lenger eller kortere tid enn fem år. I tillegg hender det at ikke alt kan gjennomføres, slik at business caset endres.

Ingen av aktørene legger skjul på at en exit måles utelukkende finansielt, i "times money back". Men S4-respondenten uttaler at "vi vil at bedriften skal fortsette å gjøre det bra, vi er veldig opptatt av vårt rykte. Det er ikke slik at vi skal prøve å gjøre det bra i løpet av fem år, vi gir dem permanente forbedringer". S6-respondenten forteller i denne sammenheng at "du må bygge et selskap for fremtiden og tenke lenger enn tidsrammen for investeringen. Dersom du har unnlatt å gjøre viktige strategiske investeringer, vil det garantert komme frem. En må passe på at en ikke melker selskapet".

For øvrig sikter ingen av aktørene på en bestemt type exit, alle alternativer blir holdt åpne. S2 respondenten uttaler "vi ønsker flere exit-muligheter, og jobber ikke bedriften frem mot et bestemt potensielt exit scenario". S6 respondenten sier "vi holder alle exit muligheter åpne, det gjelder å finne den optimale verdien". Videre

trekker respondentene frem at dette også er en balansegang, og henviser til et eksempel hvor S6 eide en industribedrift som hadde datterselskap og fabrikker i utlandet, og hvor det var nødvendig å gjøre en meget betydelig investering i en av disse fabrikkene, men det måtte unnlates ettersom ingen investorselskap ville ha betalt for dette ved en exit, ettersom slike aktører har meget høy gjeldsfinansiering, og ingen banker som vil ta en slik risiko på gjelden. Mens på børsen verdsettes det totale. Poenget går ut på at en må ha øynene åpne for hvilke type kjøpere du skal og kan selge til.

Det er indikasjoner på at fokuset på exit i investeringsperioden er generelt sett lavt. S5 uttaler at de "legger opp til å bli ledende aktør fremfor å maksimere markedsværdien av bedriften. Hovedfokuset ligger på at en må ha innhold, og lage kvalitativt gode bedrifter". S2 respondenten forteller "Vi har et mål som vi mener dette selskapet kan nå, og det jobber vi med i fred og ro i disse årene uavhengig av dette. Vi tenker primært på bedriften, og håper at verdien kommer deretter, og tenker ikke på salg isolert sett".

Endring av ledelse

I hvilken grad sittende administrerende direktør og hans team i bedriften byttes eller ikke ved oppkjøp varierer mellom aktørene.

Samtlige av aktørene forteller at de gjør endringer i ledelsen ved oppkjøp, først og fremst styrker de ledelsen med nye personer, andre fjernes eller går over i annen stilling i bedriften.

Hvorvidt CEO blir byttet ut eller ikke, varierer mellom aktørene. S4-respondenten forteller at de i tilnærmet alle tilfeller bytter CEO. Hos S2-respondenten ønsker de i utgangspunktet ikke å bytte CEO, men når det gjelder oppkjøp av familiebedrifter, er det naturlig å bytte ut ledelsen, ettersom en må ha en ledelse som har eierskap til strategien. S6 forteller at de ikke ønsker å bytte ut ledelsen, og påpeker at det er en mye større risiko enn man tror.

Aktørene gjør som regel en management diligence ved oppkjøp, hvor blant annet rekrutteringsrådgivere produserer lister over profesjonelle personer som de går gjennom. Det ønskelige er at en ny ledelse skal være klar når transaksjonen gjennomføres, men dette varierer mye.

Det forekommer endringer av ledelsen i investeringsperioden. S4-respondenten uttaler at "hvilken leder som er riktig, vil avhenge av hvilken fase bedriften er i. En god leder i tidlig fase er ikke nødvendigvis en god leder i andre fase, og da må vi bytte. I noen tilfeller forekommer det at en leder ikke vil være med på en endring. Han eller hun kan være fornøyd med en situasjon hvor bedriften vokser bra og tjener bra. Da må vi bytte dem ut. Vi er hele tiden ute etter på en positiv måte å finne ting vi kan endre til det bedre for å oppnå denne ekstreme veksten vi søker". S3-respondenten sier at "vi gjør endringer i ledelsen etter hvert, men utgangspunktet er at vi har en administrasjon som er på plass og som kan ta den første fasen, og som innehar den nødvendige kompetansen til det. Slik at vi slipper å gjøre noe med en gang. Dog historisk sett så viser det seg at de aller fleste private equity-løp bytter CEO i løpet av utviklingstiden. PE-løp handler jo om å ta selskap fra ett nivå til et annet, og i det løpet er det ofte at du trenger en annen type CEO og rapportering..". S6-respondenten påpeker at "hvis du skulle sett på en statistikk over hvor ofte CEO skiftes de siste ti årene, så ville du se at de skiftes oftere nå. Verden har forandret seg, og det stilles høyere krav på kort sikt".

Samtlige av aktørene forteller at CEO er svært delaktig i ansettelsen av andre personer i toppledelsen. S2-respondenten uttaler at "CEO blir alltid ansatt av oss, øvrig del av ledelse er det ekstremt viktig at CEO er med på å velge". S3-respondenten sier følgende: "Ansettelse av personer til toppledelsen gjøres sammen med CEO, men det blir ikke en som vi anser som uegnet. Kvaliteten på dem vi henter inn er ofte mye høyere enn det som var, så ofte er jo CEO positiv til det byttet".

Grad av involvering i drift

Grad av involvering i drift varierer blant aktørene. S3-respondenten uttaler at "management sitter på ansvaret for å drive bedriften frem på den måten som er bestemt, og det er ingen innblanding fra S3 i "day-to-day operations", prinsipielt ikke, men selvfølgelig kan veldig vanskelige situasjoner oppstå. Vi skal som sagt ikke inn og ta lederrollen i bedriften, det er vi veldig klare på".

S6-respondenten uttaler at "vi er investorer, med lang fartstid. Hvis vi skal involvere oss i driften, vil overhead være fire ganger større. Du kan si at vi strukturelt er daglig involvert, men vi blander oss ikke inn i "day-to-day operations". Vår jobb er å identifisere og styre etter "key performance drivers". Men innen for eksempel retail,

som er noe spesielt, og hvor markedsføring spiller en viktig rolle, er vi med og diskuterer strategi og taktikk med ledelsen kontinuerlig gjennom en tett dialog”.

S4-respondenten uttaler at ”ledelsen er ansvarlig for å drive bedriften dit den skal, og S4 blander seg ikke opp i ”day-to-day operations”. I noen tilfeller går vi inn i bedriften, dog prøver vi å unngå det, og det skjer veldig sjelden. S4 kan involvere seg i driften om vi må, men normalt sett ikke. Det passer seg sjelden, og vi er opptatt av relasjonen mellom oss og ledelsen”.

S2-respondenten uttaler at ”S2 involverer seg i den daglige driften i stor grad, men ikke uten at det er forankret gjennom styret. Det skal ikke være noe tap for bedriften at vi kommer inn som nye eiere. All daglig drift skal bedriften kunne håndtere selv, men det er mange av bedriftene som ikke gjør det når vi overtar dem. Dette er en del at det vi gjør – bygge bedrifter til å bli selvstendige. Selv om børsnoteringer ikke er det vanlige, så må for eksempel bedriften være 100 % selvstendig”.

S5 tar alltid styreledervervet og ofte arbeidende styrelederverv i tillegg. Respondenten uttaler at ”som arbeidende styreleder er vi inne og gjør jobben til daglig leder, eventuelt sammen med daglig leder, og møter ledergruppen kontinuerlig. Vi bruker en forbild- funksjon og sender signaler. Vi setter agenda og fokuserer på hvilke spørsmål vi skal stille. Dersom du hele tiden stiller samme spørsmål, for eksempel om salg, så vil administrasjonen etter hvert forvente dette spørsmålet, og være forberedt på å svare, og du vil få en administrasjon som fokuserer på salg. Samme med styreledervervet, vi har løpende kontakt, og fokuserer på hva agenda er og hva vi måles på”.

Balansert målstyring

Den typiske eierstyringen og fokus i eierstyringen

Felles for alle aktørene er at de kjøper modne bedrifter som har en positiv kontantstrøm og vekstpotensial. Samtlige av aktørene forteller at de bedriver ”buy and build”, hvor fokuset på vekst er enormt, da gjennom organisk vekst og vekst gjennom oppkjøp.

Metodene varierer for øvrig, og samtlige påpeker at dette avhenger sterkt av bedrift, bransje og situasjonen i seg selv. En må alltid tilpasse. Noen mener at det kan være mot sin hensikt å ha for sterke preferanser for konkrete systemer og tiltak.

Av aktørene kan det nevnes at S5 har ingen slike sterke tiltakspreferanser. De legger opp til å skape en ledende bedrift, og uttaler at en må tilpasse hvert enkelt oppkjøp etter forholdene.

S5-respondenten uttaler at de utelukkende legger opp til å bli ledende aktør, og at de ikke kommer inn med en preferanse og fokus på å gjøre for eksempel kostnadskutt eller bedrive restrukturering. I tillegg forteller han at de lager en strategi, setter ord på verdiskapningen, og produserer en visjon og et budskap å styre etter.

S3, likhet med S5, har heller ingen slike preferanser, og S3-respondenten uttaler følgende: ”Vår hovedstyrke ligger i å hjelpe bedriften til å ha en mer strukturell tilnærming til å oppnå videre vekst. Det kan ta alle former, slik som satsingsområder geografisk sett og produksiden. Det vi kommer med er en verktøykasse som kan gjøre en analyse av hele situasjonen, inkludert konkurrenter, markedet, posisjon, kunder og kjøpskriterier, og så bygge videre på disse styrkene når en etablerer planen. Vi sørger da for at du bygger vekstplanen din, og at du sørger for å vokse der du har mest mulighet for det”. Nå har renten økt betydelig, og da har det vært nødvendig å gjøre en del grep på kostnadssiden. Viktig å se hvor du skal være neste år, men også flere år frem i tid, og gjøre de nødvendige grepene i dag som virkelig gjør deg i stand til nå målene”.

S4 og S2, og i en viss grad også S6, forteller at de generelt er opptatt av å forbedre interne prosesser og finne nye og bedre prosesser. De satser også på produktutvikling.

S4-respondenten forteller at de ikke alltid nødvendigvis vil kutte kostnader. De er veldig opptatt av å forbedre interne prosesser, og spesielt finne nye prosesser. De prøver å gjøre bedriften konkurransedyktig, og tenker langsiktig. Videre uttaler respondenter at de har sterke preferanser for å innføre systemer som ABC og andre relaterte systemer.

S2-respondenten uttaler at deres mål er at bedriften skal kunne operere selvstendig, ha den beste rapporteringen og de beste interne rutiner. Målet er at administrasjonen skal ta seg av den daglige driften, og S2 drive selskapet videre. De er veldig opptatt av at bedriften skal vokse, både gjennom organisk vekst, men også spesielt gjennom oppkjøp. De følger opp at strategien blir gjennomført.

For øvrig virker det som samtlige av aktørene er svært opptatt av å integrere en internasjonal profil i selskapene. Først og fremst fordi det norske markedet er begrenset, og fordi en internasjonal satsing kan attrahere flere potensielle kjøpskandidater på lang sikt.

Rapportering og strategisk fokus

Samtlige av aktørene har høy grad av fokus på å foredle rapporteringssystemet i tidlig fase av eierskapet. S4-respondenten uttaler at "Vi er opptatt av meget gode rapporteringssystemer, og de etableres i starten". S2-respondenten uttrykker at "i tidlig fase settes det krav til hva vi ønsker av rapportering, som er mye, og det etableres gode rapporteringssystemer".

I hovedsak forteller flertallet av aktørene at de ansetter ny CFO. S3-respondenten forteller eksempelvis at "vi er absolutt opptatt av å etablere et godt rapporteringssystem i tidlige fase. Det er noe av det vi stort sett alltid må ta tak i, og slik er det veldig ofte behov for en ny CFO når vi kommer inn. Min erfaring fra andre "dealer" av dette slaget er at dette er noe du ofte må gjøre. Du gjør en taktskifte i forhold til rapportering. En må få på plass en som kan bedre systematikken og rutinene i rapporteringen.

Rapporteringshyppigheten kan anses som frekvent, men den varierer noe fra aktør til aktør. Det blir påpekt at dette varierer i forhold til behov, som vil variere med fase og utfordringer. Rapporteringshyppigheten blant aktører strekker seg fra ukentlig til annen hver måned.

I tillegg bør det nevnes at gjennom den tette dialogen aktørene stort sett har med CEO, så gis det jevnlige oppdateringer på bedriftens utvikling.

Samtlige av aktørene forteller at de i perioder krever mer spesifikk og detaljert rapportering, eksempelvis fra en utvalgt enhet. S3-respondenten forteller, "når vi ser at noe ikke er som det skal, så går vi inn og henter ut en god del detaljer angående tallene". S2-respondenten uttaler at "dersom vi ønsker det, vil vi kunne få ukentlige oppdateringer, som vil tilsi mer enn hva eksterne styremedlemmer mottar".

I hvor stor grad rapporteringen inneholder ikke-finansiell informasjon, varierer sterkt mellom aktørene. S5-respondenten sier følgende; "det er i vårt tilfelle snakk om ganske små bedrifter, og det er da mye finansielle tall som rapporteres. Selvfølgelig, etter hvert som bedriftene vokser, vil vi ønske å få rapportert mer ikke-finansiell informasjon. Gradvis vil vi sette i gang den type prosesser".

S3-respondenten forteller at "rapporteringen er primært finansiell, og bakenforliggende årsaker innenfor marked, kunder og ansatte utkrystalliseres gjerne i tallene. Annen informasjon og faktorer, som markeds- og kundeoppdatering, får vi på styremøtene".

På den andre siden forteller S4-respondenten at "vi mottar mye ikke-finansiell rapportering også, slik som på kunde, produkt og marked. Dette er informasjon som er en del av den månedelige rapporteringen og den offisielle planen. I mange tilfeller er det også enda mer". Mens S2-respondenten forteller at "i den faste månedlige rapporteringspakken mottar de mange nøkkeltall, informasjon i forhold til prosesser, kunder og utviklinger, og mye er knyttet opp mot bakgrunn for utviklingen i tallene, slik at det er mye tekst i så måte".

S6-respondenten forteller at "rapporteringen er finansielt drevet, og er i stor grad i forhold til "overall objectives". Vi har også ikke-finansielle mål, slik som på organisasjonsnivå, og det rapporteres også på ting som CSR. Men type rapportering vil avhenge av type selskap, for eksempel er jeg involvert i bedrifter som må ta store hensyn til miljø og Co2 utslipp".

Kunder

Fokuset på kunder er til stede, men i hvor høy grad varierer noe mellom aktørene. På den ene siden forteller S3-respondenten at de gjennom analyser avdekker hvordan bedriften skal posisjonere seg for best mulig å skape etterspørsel. Så følger de opp med å sette mål og diskutere med ledelsen, som da vil sitte på ansvaret og utføre tiltakene og strategien. S5-respondenten viser til at "vårt fokus er på det finansielle, og det som skaper det finansielle er kunder. Her har vi fokuset vårt. Vi er med på å treffe store kunder og leverandører, og er veldig opptatt av å forstå hva som skaper leveranser". S4 forteller at de er opptatt av kundetilfredsstillelse, og følger opp på dette området.

Interne prosesser og innovasjon

Svarene i forhold til fokus på innovasjon er ikke klare nok til å kunne si noe bestemt. Men alle aktørene har mer enn "lavt" fokus på innovasjon, og da primært innovasjon innen produktutvikling. Dette er ofte et resultat av

langsiktig tenkning og ønske om å bli ledende, ta sterke posisjoner og vokse. S2-respondenten uttrykker i denne sammenheng at "produktutvikling i for eksempel produksjonsbedrifter er ekstremt viktig. Vi tenker veldig langsiktig og ser på utvikling som hovedkriteriet for fremtidig vekst. Vi investerer mye penger i bedriftene på produktutvikling, og veldig mange av våre bedrifter kan du bli overrasket over hvor mye utvikling som ligger til grunn. I en av våre bedrifter bevilget vi gjennom styret veldig mye penger for en helt ny produktgruppe, som ble utviklet av bedriften, og hvor det er både søkt og tatt patent. Vi var initiativtaker til dette, og vi ser på slike ting som kjempeviktig". S4-respondenten uttrykker i denne sammenheng at "vi er veldig opptatt av å forbedre interne prosesser, og spesielt finne nye prosesser, og vi er også opptatt av produktmiks. Vi prøver å gjøre bedriften konkurransedyktig og tenker langsiktig".

S6-respondenten forteller at "vi er opptatt av innovasjon For å bli best i klassen kreves dette, og ofte ligger oppkjøpte bedrifter langt bak på denne biten. Verden forandrer seg fort, og utvikling sånn sett krever en annen kompetanse og oppfølging. En butikkjede må utvikle varesortimentet, ellers dør den, og en industribedrift må utvikle sine produkter, ellers dør den. Selvfølgelig avhenger grad av innovasjon av hvor FoU-intensiv bransjen er".

S3-respondenten forteller at de ikke har sterke preferanser for å stimulere til innovasjon, men at de selvfølgelig er positive til tiltak som kan skape vekst i omsetning og størrelse, og slik sett gjerne vil diskutere tiltak med bedriftsledelsen. S5-respondenten uttrykker at de også ønsker innovasjonsfremmende tiltak fra bedriftens side velkommen, men de fremstår ikke som en aktør som bevist går inn for å bedrive innovasjon fremfor andre tiltak. Likevel har de et selskap i sin investeringsportefølje som jobber med nyskapende løsninger til morgendagens segment, og de er også opptatt av å forbedre interne prosesser.

Det fremkommer også at flere av aktørene generelt iverksetter visse tiltak for å forbedre de eksisterende interne prosessene, dog er dette noe uklart i de innsamlede dataene.

Læring og vekst

Aktørene skiller seg noe fra hverandre i forhold til sterke preferanser for spesifikke systemer. Men de er som en har sett veldig opptatt av å finne dyktige personer til ulike lederstillinger, og gjør altså investering i kompetanse og mennesker. I tillegg er samtlige av aktørene svært opptatt av å etablere nye og mer effektive rutiner i bedriften.

S6-respondenten forteller at de er meget opptatt av å heve nivået på systemene, men at en først må etablere prosesser og sørge for riktig kompetanse, og deretter innføre systemer. Innen retail, som er en av flere bransjer de er involvert i, innfører de ABC, ERP og andre systemer. I flertallet av tilfellene er ikke dette etablert fra før. Respondenten forteller at dette er et tveegget sverd, hvor en må sørge for at prosessene og kompetansen er på plass. En kan oppleve en knekk dersom en rett og slett presser på store, nye systemer som bedriften ikke klarer å innføre i full grad. Respondenten uttaler i den sammenheng at "dette er en subjektiv vurdering, og innføring av helt nye og omfattende ERP-systemer kan ofte gå galt. Når du går inn med type sytti prosent gjeld, må du være forsiktig og ikke forårsake noen big bangs".

Hvorvidt PE-aktørene har fokus på kompetanseutvikling i bedriften varierer i veldig høy grad.

S4-respondenten forteller at "vi gjør ikke noe spesifikt for å utvikle de ansattes kompetanse".

S2-respondenten forteller at vi prøver å tilby etterutdanning, ettersom kompetanseutvikling er ekstremt viktig for å heve bedriften dit vi ønsker, men vi har ikke noe generelt program, ettersom vi føler at det er naturlig at HR-funksjonen tar seg av dette. Vi ser på det som viktig med en god HR-funksjon for bedriften".

S6-respondenten forteller at "vår jobb er ikke å fortelle hvordan gjennomføre kompetanseutvikling, men å fortelle ledelsen hvorfor. Det er alfa og omega med kompetanseutvikling, og bedriften må ha en skole for de ansatte. De må trenes og læres til å gjøre det riktige. Det er en toppagenda for oss".

S5-respondenten uttaler at "vi har fokus på ledergruppeutvikling, og arrangerer kurs innen for eksempel forhandlingsteknikk. Kompetanseutvikling er viktig. Vi retter også oppmerksomhet mot de ansatte, enten sammen med ledelsen eller alene, hvor vi kommuniserer utvikling, målsettinger, visjon og strategi.

Ansatte

I hvilken grad det fokuseres på de ansatte varierer mellom aktørene. Vi ser at flertallet har en viss grad av fokus på området.

På den ene siden uttaler S3-respondenten at "vi ser på dette med mennesker og relasjon som veldig viktig, og det blir selvfølgelig rapportert jobbtillfredshet og sykefravær for å nevne noe, flere ganger i året. Men vi er også veldig opptatt av at de ansatte skal vite hva de jobber med og hvor bedriften skal. Men selve ansvaret for kommunikasjonen ut til bedriften tillegges vi ledelsen". S2-respondenten forteller at "den månedlige rapporteringspakken inneholder også softere tall, slik som jobbtillfredshet blant de ansatte og sykefravær, og mye knyttet opp mot bakgrunnen for utviklingen i disse tallene. De ansatte er veldig viktige, vi er en stor arbeidsgiver på nasjonalt basis, og at de ansatte er tilfredse og trives er kjempeviktig for å få til ønsket utvikling. Sykefravær er en god indikasjon på dette".

På den andre siden sier S3-respondenten at "forholdet til de ansatte er et område vi foreløpig har overlatt til ledelsen, og vi håper at når vi ansetter en leder, så har han en verktøykasse som naturlig holder motivasjonen oppe, skaper en god bedriftskultur og setter de riktige incentivsystemene. Dersom det viser seg at rapportering (kvartalsvis) på jobbtillfredshet er lav, vil vi selvfølgelig ta tak i det".

Proaktivitet og identifikasjon av langsiktig lønnsomhetsdrivere

Samtlige av aktørene fremstår som meget proaktive. S4-respondenten forklarer det slik: "Vi er selvfølgelig proaktive. Vi har fokus på langsiktig lønnsomhet og gjør betydelige analyser i forkant". Mens S5-respondenten uttrykker at "vi må forstå hele bedriften, og vi gjør en meget grundig "due diligence", oppretter en tett relasjon og er med på mange aktiviteter". S2-respondenten forteller i denne sammenheng at "eierformen til private equity-aktører er heldig for mange bedrifter i en periode. Det blir et ekstremt fokus på å vokse. Bedriften får en lang periode hvor de kan arbeide i ro og gjennomføre strategien, og dersom strategien innebærer at bedriften gjør det dårligere en liten periode, gjør ikke det noe, det er jo da en del av en lenger plan. Her er det et stort skille i forhold til bedrifter som er børsnotert."

Samtlige av aktørene er i tillegg svært opptatt av å identifisere drivere av langsiktig lønnsomhet. S6-respondenten forteller at "analysen vi gjør i forkant er ekstremt omfattende og omhandler absolutt alle relevante, nødvendige og viktige områder. Det skal være klinkende klart hvordan vi kan skape verdi. Dette er en analyse som strekker seg langt over et par uker, kanskje tre måneder".

Målsetting, utvikling og bestemmelse av strategi

Det er funnet at de overordnede målene som settes gjennom strategien i relativt stor grad er finansielle. Mens S3 og S5 tilnærmet utelukkende setter finansielle mål, forteller S2 og S6 at de også inkluderer (et fåtall) ikke-finansielle mål.

S2-respondenten forteller at "business caset er basert på finansielle forhold hva angår det en skal få av endelig avkastning for investorene, men hvordan man oppnår den avkastningen er ikke finansielle forhold i det hele tatt. Det er knyttet til veksten av bedriften, som er veksten i bedriften knyttet til oppkjøp av andre bedrifter, nye produkter, forbedring i produksjon, og alle kriterier for å oppnå business caset".

S6-respondenten forteller at når de setter mål, vil det selvfølgelig avhenge veldig av bedriften, og helt overordnet er det finansielle mål som settes. Men han trekker også frem et eksempel på en bedrift i deres investeringsportefølje som ble bygd opp av en gründer som ønsket å selge seg ut. Da han solgte den var det ingen struktur i konsernet. Det var veldig komplekst, og i tillegg opererte det utenfor Norges grenser. Respondenten sier følgende: "Det var veldig vanskelig å spore data, det fantes ingen balanse eller resultatregninger for eksempel. Hvordan kunne vi passe på at selskapet fortsatte å levere etter at han sluttet? Han hadde alt i hodet. Vi måtte da ha et veldig fokus på organisasjonsbygging - på alle områder". Videre forteller responderten at de alltid lager en hundre dagers plan, hvor alle "key value drivers" identifiseres, og det konkretiseres hva en ønsker å oppnå. Denne perioden er intensiv, og alle tiltak som er nødvendig for å nå målene iverksettes. Respondenten forteller at "dokumentet er et levende dokument som utvikles, og er både et strategisk og et operativt dokument, men ikke mer detaljert enn at vi forstår det. Vi kaller det "value creation"-fokus".

S5 forteller at de lager en overordnet strategi, hvor en bestemmer ambisjonsnivå og setter mål. Respondenten påpeker at det er essensielt å avdekke "hvor vi skal, og hva strategien skal være. Dersom målet er å doble størrelsen på fem år, vil det kreve en annen strategi enn om en skulle ønske å vokse med fem prosent i omsetning hvert år". Respondenten forteller at de fokuserer i høy grad på omsetning og relaterte tall.

S3 forteller at "i hovedsak er det finansielle mål som settes. Vi setter ikke andre ikke-finansielle tall. Vi kommer inn og vurderer situasjonen, og ser hva slags vekst en kan få til, hvilke marginer som er mulig å oppnå, og hva

det er som må til for å gi en god avkastning. Ikke-finansielle dimensjoner er noe du ber ledelsen fokusere på når du kommer ett steg inn i bedriften. Hvordan dette gjennomføres og oppnås, er opp til ledelsen, og for å kunne levere på de målsettingene som er satt opp, må de bruke hele verktøykassa. Det er sjeldent et selskap rapporterer den type dimensjoner historisk, og det er vanskelig å vite hva som er baseline for å sette nye mål, og det du da ofte har er de finansielle tallene". Respondenten forteller videre at "det eneste man vet om sånne planer og målsettinger er at de blir feil. Vi setter en femårsplan, og bryter den ned på divisjonsplan, og en bryter således topplinjen ned og setter mål for hvor mange nye butikker og mål for årlig omsetning, for eksempel. Alt er et utkast til hvordan fremtiden kan se ut. Slik setter vi mål på hva omsetningen skal være, EBITDA, og helt ned til bunnlinjen, inkludert kostnadssiden. Fra oppkjøp frem til exit-utgangspunktet. Da får du et komplett bilde av hvordan du mente fremtiden skulle se ut, og så rapporterer du til dine investorer hvordan det går".

S4-respondenten forteller at "våre overordnede mål er ikke kun finansielle. Vi setter ikke-finansielle mål i strategien, og lager det vi kaller en "value creation"-plan. De mer kvalitative målene kan eksempelvis være dominerende markedsposisjon og globalisering".

Det varierer veldig i hvilken grad aktørene følger opp målsetting på detaljnivå.

S4-respondenten uttaler at "i planen vi utarbeider settes de overordnede målene, og vi går ikke inn på detaljnivå. Som eier lager vi på en måte et kart, strategisk sett, og målet er å gjete ledelsen, og det er flere veier til Rom"

S3-respondenten forteller at "det som er viktig for vår del er å lage en overordnet plan, uten alle detaljene".

S2-respondenten sier at "alt må det settes mål på, ellers blir det bare flytende. I en stor butikkjede vi eier, setter vi mål ned på varekategorinivå. Alle strategier du har med selskapet må målfestes, og de fleste målene på dette nivået er ikke-finansielle".

S5-respondenten forteller at de setter mål på det meste, og ikke bare kvantitative. Respondenten nevner eksempler som delmål for avdelinger, antall salgsmøter, salgsbudsjetter, timeføring, utfaktureringsgrad etc. Respondenten sier "vi er opptatt av å bevisstgjøre og måle lønnsomheten, primært gjennom budsjettarbeidet".

Samtlige av aktørene forteller at ledelsen i høy grad deltar i utviklingen av strategien og målsettingen.

S6-respondenten uttaler at ledelsen tar del i utarbeidelsen i hundre dagers planen, primært gjennom å utfordre dokumentet. Respondenten forteller at "vi setter ikke mål der lederen ikke står for målene, ting skal i realiteten komme fra ledelsen".

S4-respondenten forteller at de har et strategiseminar i tidlig fase sammen med ledelsen, hvor den overordnede strategien legges.

S2-respondenten forteller at hovedstrategien for bedriften legges før oppkjøpet, men finpusses i stor grad rett etter oppkjøpet, sammen med ledelsen.

S3-respondenten forteller at "vi setter opp en plan, og så sjekker vi den opp med management og andre aktuelle om den er troverdig, og om vi kan bygge troverdighet rundt denne planen, det kan forekomme justeringer i så måte"

Hvorvidt det settes mål på kundenivå, varierer. Hva vi ser er at tilnærmet alle aktører setter markedsandel og relaterte mål. Imidlertid er det observert manglende mål på faktorer som kundetilfredshet og lojalitet. Selv om eksempelvis flere aktører måler og får rapportert kundetilfredshet, er dette ofte en faktor som det bare holdes et visst øye med. Dersom den virker å være fallende eller for lav, iverksettes undersøkelser og tiltak. På den måten virker dette ikke å være noe de har konkrete mål på. Spesielt S4 og S5 trekker frem at de har et sterkt kundefokus og klare målsettinger mot kundene. De andre setter mål på kundenivå, men ikke særlig mangfoldig, og det varierer mye etter type bransje og bedrift.

Mange av aktørene er opptatt av å forbedre interne prosesser og setter mål i den forstand. Men når det gjelder mål mot å identifisere og etablere nye prosesser, og skape nye produkter og tjenester, er det noe mer vagt. Det virker for øvrig å være mer naturlig for aktørene å følge opp denne type prosjekter gjennom statusrapporter, hvor styret får en oversikt over utviklingen.

Det er et mønster på at aktørene forsøker å sette mål på forbedring og innføring av nye rutiner og systemer.

De ulike aktørene setter ingen konkrete mål i henhold til sykefravær, skadetall og medarbeidertilfredshet.

Samtlige av aktørene forteller at de anser det som i høy grad viktig at administrasjonen har tiltro til strategi og mål.

S2-respondenten uttaler at "det er utrolig viktig at ledelsen har tilsutning til mye av strategien. Det er ikke et kriterium i så måte, men veldig viktig for oss. Altså at ledelsen, som kjenner bedriften bedre enn oss, tror det er riktig og gjennomførbart". S3-respondenten uttaler at "det er viktig for vår del at CEO og hans team tar eierskap til at overordnet plan og strategi er mulig å gjennomføre. Å gjøre et slikt case, å investere veldig mye uten en leder som har tro på det, er veldig risikabelt. Skal du ta en slik risiko, må du ha en oppfatning om at det finnes mange gode alternativer til å gjøre lederjobben bra".

Ansvar for måloppnåelse og evaluering

Alle aktørene er entydige i forhold til at administrasjonen i høy grad er ansvarlig for å nå målene som er satt.

S5-respondenten uttaler "vi følger veldig tett opp, men det er daglig leder som skal iverksette planen".

S6-respondenten forteller "vi er ikke CEO, vi er investorer, vi driver ikke et selskap. Det er management som skaper verdiene".

S4-respondenten uttaler at det er ledelsen som har ansvaret for å nå fastsatte mål, og hvordan de gjør det er opp til ledelsen. Respondenten sier "Vi legger oss ikke akkurat opp i dette, men i den kontinuerlige dialogen følger vi opp og passer på at planen blir fulgt". Som tidligere nevnt sier respondente "vi lager på en måte et strategisk kart, og målet er å gjete ledelsen, men det finnes mange veier til Rom".

S3-respondenten sier at administrasjonen er ansvarlig for å gjennomføre og iverksette fastsatt plan: "Hvordan strategien og planen gjennomføres og oppnås, er opp til ledelsen. For å kunne levere på de målsettingene som er satt, må de bruke hele deres verktøykasse. Selve "execution" på detaljnivå og operasjonalisering har ledelsen ansvar for".

Samtlige av aktørene forteller også at de har en høy grad av nyanse i evalueringen av ledelsen og måloppnåelsen.

S5-respondenten forteller at de søker å forstå hva som har skjedd og hvorfor, for deretter å finne tiltak. De jobber sammen med administrasjonen og stiller spørsmål, får svar, og diskuterer hva en skal gjøre. Dersom nye tiltak ikke fungerer eller blir gjort, forteller respondente at de da må gi direktiver.

S4-respondenten forteller at "dersom ting ikke blir gjort eller fungerer, gjør vi en nyansert evaluering, og ser hvor det eventuelt må gjøres endringer. Ineffektiv ledelse blir erstattet". I løpet av investeringsperioden, og spesielt i tidlig fase er det mange tiltak som må iverksettes, og prosesser må effektiviseres. Respondente forteller i den sammenheng at "her er det masse initiativ, men det er lederens ansvar".

S2-respondente forteller at "ledelsen evalueres på evnen til å levere på de strategiene som er lagt til grunn for bedriften. Dersom mål ikke blir nådd, krever vi grundige forklaringer, men mest sannsynlig vil vi fange opp dette gjennom god oppfølging og justere dersom en er på etterskudd". Dersom ledelsen ikke klarer å gjennomføre, reorganiserer de. Respondente understreker at de har en høy grad av nyanse i evalueringen. I tillegg legger respondente til at de hvert år har et seminar med hele ledelsen og styreformenn, for å diskutere hvor S2 kan forbedre seg som eiere.

S3 sier at "vi får rapportert mange tall, og evalueringen av disse er selvfølgelig nyansert. Vi bruker mye tid på grunnene til at det har blitt som det har blitt. Dersom vi har et team som ikke leverer som det skal, så forsøker vi å finne ut hva som har gått galt eller hva som er årsak til det. Kan det for eksempel være konkurranse i lokalmiljøet, feil beliggenhet, for dårlig butikksjef. Da vil vi kreve mer informasjon for å stille vår egen diagnose, og for å finne ut hva vi skal gjøre, samtidig som ledelsen må stille sin diagnose og gi svar. Vi gjør ikke noe med ledelsen før vi ser en konstant "underperformance", og ikke får svar på hva som går dårlig".

Kommunisering av strategi og implementering.

Hos alle aktørene er administrasjonen ansvarlig for kommunikasjon ut til de ansatte, med ett unntak i S5.

S5-respondenten forteller på sin side at de deltar på store allmøter med ansatte i bedriften både med og uten CEO, hvor de kommuniserer ønsket informasjon ut til de ansatte, slik som for eksempel strategi og visjon. Respondenten påpeker at implementeringen er CEOs ansvar, men understreker at de ofte er inne i denne rollen.

S4-respondenten forteller "vi er opptatt av at strategi blir kommunisert ut til de ansatte, vi vil at de skal vite hvor bedriften skal, og hva bedriften gjør. Men dette er lederens ansvar."

S2-respondenten sier at "Kommunisering og implementering av strategi er hundre prosent opp til ledelsen".