

# **Oppkjøp og privatisering av børsnoterte selskaper foretatt av private equity-fond**

*En empirisk analyse av særtrekk ved skandinaviske selskaper  
som har blitt kjøpt opp og privatisert*

**Mats Utnes Reiersen**

**Veileder: Kjell G. Nyborg**

Masterutredning innen hovedprofilen finansiell økonomi

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## **Sammendrag av utredningen**

Denne utredningen undersøker om selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert av private equity-fond i Skandinavia har noen felles og spesielle særtrekk som er signifikant forskjellig fra selskaper som ikke har blitt kjøpt opp. Et utvalg av 20 selskaper som ble privatisert i perioden 1999-2007 sammenlignes med et matchende utvalg av like mange selskaper som ikke har blitt privatisert.

Med utgangspunkt i teori om agentkostnader, kapitalstruktur, underprestering/undervurdering og finansielle insentiver undersøkes ulike finansielle og regnskapsbaserte variabler og forhold ved eierne. Resultatene av analysen gir delvis støtte til en hypotese om at selskapene som kjøpes opp har underprestert/er undervurdert. EBIT-marginen er signifikant lavere, og det er tegn på svakere utvikling i enterpriseverdi og lavere P/E- og EV/EBIT-multipler. Samtidig er verken lav ROA eller Tobin's Q et spesielt særtrekk ved privatiserte selskaper. Selskapene som er kjøpt opp har også høyere andel institusjonelle investorer. Videre er det ingenting som tyder på at disse selskapene har høy fri kontantstrøm, lavere vekstmuligheter eller at de betaler mer i skatt. Det er heller ikke avdekket at forhold ved selskapenes kapitalstruktur eller evne til å betjene gjeld er forskjellig fra selskapene som ikke har blitt kjøpt opp.

## **Forord**

Denne utredningen er skrevet som en del av en mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole innenfor hovedprofilen finansiell økonomi. Arbeidet med utredningen har gitt meg verdifulle erfaringer, samt innsikt i et spennende og stadig voksende private equity-marked.

Jeg vil gjerne takke veilederen min, professor Kjell G. Nyborg, for gode råd og innspill. Samtidig vil jeg gjerne takke de bedriftene jeg har vært i kontakt med for hjelp med anskaffelse av datamaterialet og andre ansatte ved NHH som velvillig har svart på spørsmål som har dukket opp underveis.

Bergen 17. Juni 2008;

---

Mats Utnes Reiersen

# Innholdsfortegnelse

<b>1. Introduksjon .....</b>	<b>6</b>
1.1 Bakgrunn .....	6
1.2 Mål og problemstilling .....	7
1.3 Struktur .....	7
<b>2. Hva er private equity .....</b>	<b>8</b>
2.1 Ulike typer private equity.....	8
2.1.1 Venturekapital .....	8
2.1.2 Oppkjøpsfond.....	9
2.2 Organisering av private equity-fond .....	9
<b>3. Utviklingen i private equity-markedet .....</b>	<b>10</b>
3.1 Private equity-markedet i Skandinavia.....	10
3.2 Trender i private equity-markedet.....	12
<b>4. Leveraged buyouts og oppkjøp av børsnoterte selskaper .....</b>	<b>13</b>
4.1 Hva er en leveraged buyout og en public-to-private transaksjon? .....	13
4.2 Årsaker til at et selskap bør privatiseres.....	14
4.3 Oppkjøpsprosessen.....	14
<b>5. Teori.....</b>	<b>15</b>
5.1 Corporate Governance.....	15
5.1.1 Agentteori.....	15
5.1.2 Eierskapsstruktur .....	17
5.2 Kapitalstruktur.....	17
5.3 Underprestering/undervurdering .....	18
5.4 Empiri fra internasjonal litteratur og hypoteser .....	19
<b>6. Datainnsamling, beskrivelse av utvalget og metode.....</b>	<b>23</b>
6.1 Datainnsamling og metode.....	24
6.2 Generell beskrivelse av utvalget .....	26
6.3 Beregninger .....	28
6.3.1 Corporate Governance.....	28
6.3.2 Kapitalstruktur.....	31

6.3.3 Underprestering/undervurdering .....	32
6.4 Deskriptiv statistikk.....	35
6.5 Statistisk metode .....	37
6.5.1 Univariat analyse.....	37
6.5.2 Regresjonsanalyse .....	38
<b>7. Resultater .....</b>	<b>40</b>
7.1 Univariat analyse.....	40
7.1.1 Corporate Governance.....	41
7.1.2 Kapitalstruktur.....	41
7.1.3 Underprestering/undervurdering .....	42
7.2 Logistisk regresjon .....	44
7.3 Tolkning av resultatene .....	47
7.4 Svakheter.....	49
7.4.1 Datamaterialet .....	49
7.4.2 Metode og resultatene .....	50
<b>8. Konklusjon.....</b>	<b>52</b>
<b>Litteraturliste.....</b>	<b>54</b>
<b>Appendiks .....</b>	<b>59</b>
Appendiks I: Organiseringen av en investering i private equity.....	59
Appendiks II: Private equity-investeringer i prosent av landets BNP.....	60
Appendiks III: Variabler for selskapene som har blitt kjøpt opp.....	61
Appendiks IV: Generell informasjon om selskapene som er kjøpt opp.....	62
Appendiks V: Logistiske regresjonsmodeller .....	63
Appendiks VI a: Beskrivelse av selskapene som er blitt kjøpt opp .....	64
Appendiks VI b: Referanser til beskrivelsen av hvert selskap.....	72

# 1. Introduksjon

## 1.1 Bakgrunn

I 2007 ble Alliance Boots kjøpt opp av private equity-selskapet Kohlberg Kravis Roberts for €16,4 mrd.. Dette er det største oppkjøpet et private equity-fond har gjort av et børsnotert selskap i Europa og toppet den tidligere rekorden som var oppkjøpet av danske TDC for €12 mrd. i 2005. Kjøpene av disse to selskapene viser hvilke enorme finansielle muskler private equity-selskapene har, og er også eksempler på den nye trenden med oppkjøp av store børsnoterte selskaper (CMBOR, 2007).

Private equity (PE) har i løpet av de siste årene fått stadig mer oppmerksomhet også i Norge. Markedet har vokst og fondene som har blitt etablert har samlet inn større og større kapitalbeløp. Samtidig har gjeldsnivået økt, og dette har ført til at store børsnoterte selskaper også har blitt aktuelle oppkjøpskandidater. I andre europeiske land, og da spesielt i Storbritannia, har trenden med å kjøpe opp børsnoterte selskaper for deretter å ta dem av børs kommet for alvor. Fra 1998 til 2000 ble 116 børsnoterte selskaper kjøpt opp og privatisert i Storbritannia (Weir et al., 2005a). Utviklingen har ikke vært like eksplosiv i Skandinavia, og i perioden 1999-2007 er det kun 34 tilfeller der PE-aktører har kjøpt opp majoriteten av aksjene i et børsnotert selskap og tatt selskapet av børs (CMBOR, 2007).

PE-fondene kjøper opp undervurderte, børsnoterte selskaper og bytter ut offentlig overvåkning med privat overvåkning basert på høy gjeldsgrad og konsentrert eierskap. De er aktive investorer som gjennom bedre oppfølging av og kontroll med porteføljeselskapene klarer å forbedre effektiviteten og resultatene (Weir et al., 2005a). Det hevdes at det finnes en del felles karakteristika for børsnoterte selskaper som har blitt kjøpt opp. Flere studier i både USA og Storbritannia har forsøkt å kartlegge hvilke faktorer som påvirker en beslutning om å privatisere et selskap. Det finnes ingen studier som tar for seg dette i Norge eller i de andre skandinaviske landene. Med denne utredningen ønsker jeg å undersøke hva som kjennetegner børsnoterte selskaper som har blitt privatisert av PE-fond i Skandinavia.

De skandinaviske PE-fondene sitter med rekordhøye kapitalbeløp som de er klare til å investere. Dette kan føre til en markant økning i oppkjøp av selskaper, også fra børsene. Altor Private Equity Partners sitt forsøk på å kjøpe opp oljeserviceselskapet AGR er det første eksemplet på akkurat dette. Det kan derfor være interessant å undersøke om selskapene som PE-fondene kjøper opp skiller seg ut fra andre børsnoterte selskaper. Ofte legger flere PE-fond inn bud på det samme selskapet, noe som kan være et resultat av spesielt attraktive egenskaper og karakteristika ved dette selskapet.

## **1.2 Mål og problemstilling**

Målet med denne utredningen er å gi en kort innføring i private equity generelt og deretter komme med en grundigere analyse av særtrekk ved de børsnoterte selskapene som har blitt kjøpt opp og privatisert i Skandinavia. Analysen vil ta for seg følgende hovedproblemstilling:

- Er det noen felles og spesielle særtrekk ved børsnoterte selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert av private equity-fond i Skandinavia?

Problemstillingen vil bli besvart ved å undersøke om finansielle og regnskapsbaserte variabler og forhold ved eierstrukturen til selskapene som har blitt kjøpt opp er signifikant forskjellig fra sammenlignbare selskaper som ikke har blitt kjøpt opp.

## **1.3 Struktur**

Utredningen er delt inn i åtte kapitler. Kapittel to gir en generell innføring i private equity. Utviklingen i PE-markedet blir presentert i kapittel tre. Kapittel fire gir en introduksjon til oppkjøp av børsnoterte selskaper og en kort gjennomgang av oppkjøpsprosessen. Aktuell teori, gjennomgang av relevant litteratur og hypotesene som skal testes presenteres i kapittel fem, mens den empiriske delen forklares i kapittel seks. Deretter blir resultatene presentert i kapittel syv, før kapittel åtte avslutter med en konklusjon.

## 2. Hva er private equity

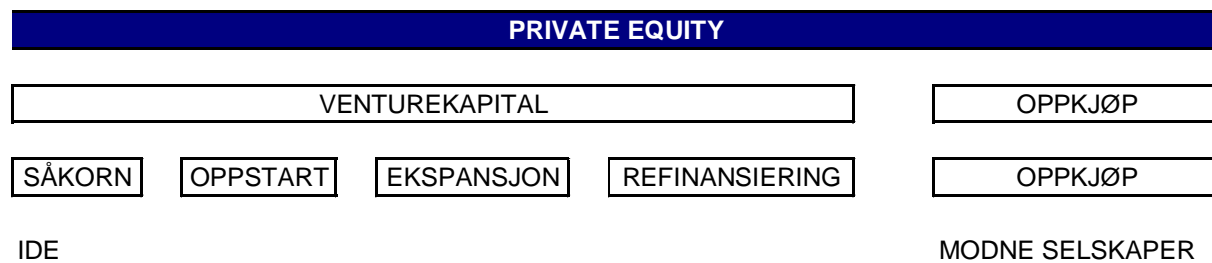
Private equity kan defineres på flere måter. Definisjonen som vil bli brukt i denne utredningen er ”private equity er en fellesbetegnelse på private eierfond. Investorer skyter inn penger i fond som brukes til investeringer i selskaper i svært tidlig fase, vekstfase eller restruktureringsfase. Fondene opererer som langsiktige og svært aktive eiere for å utvikle verdier i selskapene” (Norsk Venture, 2007).

### 2.1 Ulike typer private equity

Private equity-investeringer deles vanligvis inn etter de ulike fasene i en bedrifts utvikling. Det er hensiktsmessig å dele private equity-fondene inn i to hovedkategorier; venturekapitalfond og oppkjøpsfond.

#### Figur 1: Ulike typer private equity

Figuren viser hvordan private equity kan deles inn i to typer, venturekapital og oppkjøp, der venturekapital ytterligere kan deles inn i fire. De forskjellige typene private equity viser til ulike faser i en bedrifts utvikling et fond kan spesialisere seg på (EVCA, 2006).



#### 2.1.1 Venturekapital

Venturekapitalfondene investerer i bedrifter som befinner seg i en tidlig fase av utviklingen og som forventes sterk vekst. Dette er som regel selskaper som har en ide til et nytt produkt/tjeneste de ønsker å utvikle videre eller selskaper som allerede har utviklet et nytt produkt, men trenger kapital til kommersialisering og markedsføring. European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA, 2007) deler venturekapital-investeringene inn i fire, avhengig av



porteføljebedriftenes fase i utviklingen. De fire ulike fasene er såkorn, oppstart, ekspansjon og refinansiering.

### **2.1.2 Oppkjøpsfond**

Oppkjøpsfondene fokuserer på modne selskaper som er kommet til en fase der de har behov for konsolidering og/eller videre ekspansjon. Et oppkjøp er her definert som en transaksjon der et private equity-fond kjøper opp et helt selskap eller en kontrollerende del av selskapet.

Oppkjøpsfondene kjøper opp både børsnoterte og private selskaper. De kan også kjøpe opp deler av et større selskap, som for eksempel en divisjon. Børsnoterte selskaper har ofte en høy markedsverdi, men oppkjøpsfondene kan ved hjelp av belåning finansiere enorme beløp. Et oppkjøp der en stor andel av kjøpesummen er finansiert ved hjelp av lån kalles en leveraged buyout (LBO). LBOs kan deles inn i management buyouts (MBOs), management buyins (MBIs) og institutional buyouts (IBOs). En typisk MBO er kjennetegnet ved at den sittende ledelsen søker institusjonell støtte fra et PE-selskap for å kjøpe en majoritetsandel i selskapet. IBOs er oppkjøp der kjøperen består av en gruppe institusjonelle investorer og PE-selskaper. I en MBI kjøper en gruppe av eksterne ledere eller entreprenører opp majoriteten av selskapets egenkapital (Renneboog et al., 2005).

## **2.2 Organisering av private equity-fond**

Kapitalmarkedet for private equity-investeringer er organisert slik at institusjonelle investorer (pensjonsfond, forsikringsselskaper), fond-i-fond (Argentum) og private investorer investerer i PE-fond, som igjen investerer direkte i utvalgte selskaper (Argentum, 2005). Ofte investerer også forvalteren (PE-selskapet) selv en liten andel i fondet. Et PE-selskap kan forvalte flere ulike fond samtidig (Appendiks I).

Ved investeringstidspunktet inngås det detaljerte private avtaler mellom investor og PE-selskapet. Avtalene skal regulere risiko, avkastning og kontroll. Maksimal levetid for fondet og eventuelle avgrensninger med tanke på investeringens geografiske tilhørighet og bransje skal også inngå i disse avtalene (Grünfeld & Jakobsen, 2007). Gjennom en slik avtale forplikter

investor seg til å investere et bestemt beløp, som betales inn i flere omganger etter forespørsel fra forvalteren. Investeringer skjer normalt i løpet av de første 3-4 årene av PE-fondets levetid. Kapitalen utbetales fortløpende til investorene etter hvert som fondet realiserer investeringer (Argentum, 2005). Internasjonale private equity-fond er normalt etablert som et "limited partnership". Investorene får tittelen "limited partners" og har, utover allerede inngåtte avtaler, ingen direkte kontroll over forvaltningen av fondet. Partnerne i PE-selskapet, eller managementselskapet, kalles "general partners", og har ansvaret for kapitalforvaltningen i fondet (Grünfeld & Jakobsen, 2007). PE-selskapet kartlegger investeringsmuligheter, fatter investerings- og exitbeslutninger og bistår porteføljeselskapene med råd, kompetanse og ved representasjon i ledelsen og styret.

### **3. Utviklingen i private equity-markedet**

Historien til private equity-industrien går tilbake til 1940-årene i USA der de første venturekapital- og oppkjøpsaktørene ble etablert (Baker & Viksøy, 2006). 3i, som var en av de første aktørene, ble startet i 1945 for å dekke mindre selskapers behov for risikokapital til utvikling (3i, 2008). Mens oppkjøpsbransjen blomstret i USA på 70-tallet, var det først i begynnelsen av 1980-årene at bransjen fikk fotfeste i Europa. Sverige var blant de mest fremtredende landene og har lenge hatt et godt etablert oppkjøpsmiljø. I Norge har imidlertid det meste av utviklingen skjedd de siste 10 årene (Grünfeld & Jakobsen, 2007).

#### **3.1 Private equity-markedet i Skandinavia**

Det skandinaviske PE-markedet har vært i sterk vekst de siste årene både når det gjelder kommitert og investert kapital. Samlet sett er Skandinavia (sammen med Finland) det tredje største markedet i Europa, etter Storbritannia og Frankrike. Sverige har det klart største og mest utviklede markedet av de skandinaviske landene. Dette skyldes i første rekke et stort oppkjøpsmarked, men markedet for venturekapital er også størst i Sverige (Argentum, 2). Det norske markedet karakteriseres fortsatt som umodent, med en stor andel venture-investeringer og fravær av finansiell institusjonell kapital (NVCA, 2007). Nivået på PE-markedet i Danmark er på høyde med det norske. Generelt preges det skandinaviske markedet av en høyere andel venture-

investeringer enn i resten av Europa (Argentum, 2). Appendix II illustrerer PE-investeringer i utvalgte europeiske land i prosent av BNP. Figuren viser at Sverige med 1,43 % ligger langt over snittet i Europa på 0,57 %, mens Danmark (0,34 %) og Norge (0,26 %) ligger et stykke bak det europeiske snittet. Fra 1997 har både USA og Storbritannia opplevd en voldsom vekst i oppkjøp og privatisering av børsnoterte selskaper (Renneboog et al., 2005). Tabell 1 illustrerer at Skandinavia ikke har opplevd en tilsvarende vekst i perioden 1999-2007. Tabellen viser antallet og verdien av børsnoterte selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert av PE-fond i Skandinavia. Generelt er det vanskelig å tolke en klar trend i utviklingen. Det ble kjøpt opp flest selskaper i 1999 (11), mens det i 2004 ikke ble kjøpt opp ett eneste selskap. For Skandinavia sett under ett ser det ut som om gjennomsnittsverdien per oppkjøp har økt.

### Tabell 1: Oppkjøp og privatisering av børsnoterte selskaper i Skandinavia

Tabellene viser antall selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert i de skandinaviske landene fra 1999 til 2007. Samlet verdi av oppkjøpene er også oppgitt i millioner euro. I denne perioden har det vært flest oppkjøp i Danmark med 14, mens det i Norge kun har vært åtte. Tallene fra 2007 gjelder kun for første halvår, så oppkjøpet av Nefab AB i Sverige er derfor ikke med i tabellen.

#### Danmark

År	Antall	Verdi (€ mill.)
1999	5	1 462
2000	2	782
2001	1	80
2002	1	250
2003	1	539
2004	0	0
2005	3	3 781
2006	1	13 000
2007	0	0

#### Norge

År	Antall	Verdi (€ mill.)
1999	2	210
2000	2	794
2001	1	26
2002	0	0
2003	0	0
2004	0	0
2005	1	28
2006	2	640
2007	0	0

#### Sverige

År	Antall	Verdi (€ mill.)
1999	4	922
2000	0	0
2001	2	1 056
2002	1	328
2003	0	0
2004	0	0
2005	1	218
2006	3	6 220
2007	0	0

#### Skandinavia

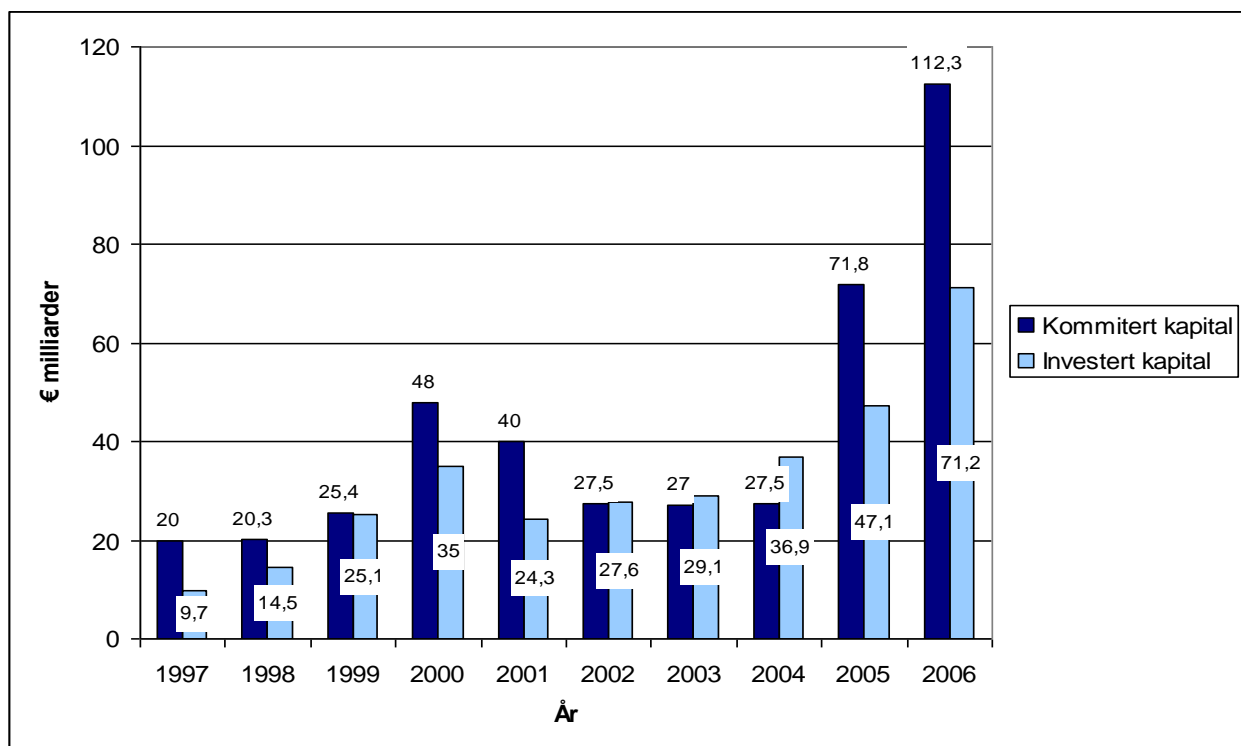
År	Antall	Verdi (€ mill.)
1999	11	2 594
2000	4	1 576
2001	4	1 162
2002	2	578
2003	1	539
2004	0	0
2005	5	4 027
2006	6	19 860
2007	0	0

Kilde: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte (2007)

### 3.2 Trender i private equity-markedet

Det internasjonale private equity- markedet har også opplevd en voldsom vekst de siste tre årene når det gjelder kommitert kapital. Spesielt innenfor oppkjøpssegmentet har det blitt reist enorme kapitalbeløp, og denne trenden ventes å fortsette. Dette har sammenheng med at institusjonelle investorer har økt sin strategiske allokering til PE. Samtidig har antall fond blitt færre. Dette kan indikere at fondene med dårligst resultater forsvinner, mens de dyktigste forvalterne tiltrekker seg enorme kapitalbeløp til nye fond.

**Figur 2: Kommitert og investert kapital av PE-fond i Europa i perioden 1997-2006.** Kommitert kapital opplevde en nedgang fra 2000 til 2003, før den steg kraftig i både 2005 og 2006. Investert kapital falt fra 2000 til 2001, men har deretter steget frem til 2006.



Kilde: EVCA (2007)

Med mer kapital under forvaltning har størrelsen på investeringene økt. Det har også vært flere transaksjoner der et børsnotert selskap kjøpes opp, for deretter å privatiseres. PE-markedet er i ferd med å oppleve en økt globalisering. Transaksjoner gjennomføres på tvers av landegrensener og det er ikke uvanlig at PE-selskaper fra forskjellige land går sammen om å kjøpe et selskap (Argentum, 3 & Pantheon, 2007).

Disse trendene går igjen i det danske, norske og det svenske PE-markedet. Mange av fondene har mye fri kapital som kan brukes til investeringer, og det er grunn til å tro på økt aktivitet. Det forventes derfor videre modning og utvikling av markedene de nærmeste årene. Dette inkluderer også en vekst i antall oppkjøp av børsnoterte selskaper, som mer modne markeder allerede har opplevd.

## **4. Leveraged buyouts og oppkjøp av børsnoterte selskaper**

Denne utredningen skal studere LBOs og privatisering av børsnoterte selskaper foretatt av private equity-fond i Skandinavia. Dette kapittelet inneholder en kort forklaring og en definisjon av en LBO og en PTP-transaksjon<sup>1</sup>. Deretter presenteres fordelene et selskap kan oppnå ved en privatisering, mens del tre gir en beskrivelse av oppkjøpsprosessen.

### **4.1 Hva er en leveraged buyout og en public-to-private transaksjon?**

Oppkjøpsfondenes aktivitet har fått mye oppmerksomhet i media i de senere årene, noe som har sammenheng med de enorme kapitalbeløpene som har blitt reist og oppkjøpene som er gjort. Et klart flertall av oppkjøpene som har blitt gjennomført har vært av private, unoterte selskaper. Prosessen med å kjøpe opp et unotert selskap er enklere å gjennomføre med tanke på mindre spredt eierskap og at private selskaper i langt mindre grad er gjenstand for mediens søkelys. Oppkjøpsfondene finansierer de fleste av transaksjonene med en stor andel gjeld, og det er derfor de kalles leveraged buyouts (LBOs). Eiendelene og kontantstrømmene til selskapet som skal kjøpes opp blir brukt som sikkerhet for de store lånebeløpene (Loos, 2005).

Gjeldsgraden i investeringene har i løpet av de siste 10 årene økt (Argentum, 3), og sammen med utvidet tilgang på egenkapital har oppkjøpsfondene fått en helt annen finansiell styrke. LBOs har gitt både oppkjøpsfondene og andre aktører en helt annen mulighet til å gjennomføre oppkjøp av store børsnoterte selskaper. Dette har ført til at antallet oppkjøp av børsnoterte selskaper som deretter tas privat (PTP) har ekspandert kraftig i blant annet Storbritannia, på slutten av 1990-

---

<sup>1</sup> PTP står for public to private.

tallet (Weir et al., 2005a). Definisjonen av at et selskap tas privat er: ”selskapets egenkapital blir kjøpt opp og slettet fra offentlige aksjemarkeder” (Fox & Marcus, 1992).

## **4.2 Årsaker til at et selskap bør privatiseres**

Det finnes flere årsaker til at PE-aktørene mener et selskap bør tas privat. En av fordelene ved å være børsnotert er lettere tilgang på kapital, men en del selskaper oppnår ikke denne fordel. Små selskaper med lav likviditet i aksjen vil kunne ha problemer med å utstede egenkapital. Lav handel i aksjen gjør den uinteressant for institusjonelle investorer og kan også føre til at markedsprisen er undervurdert. Samtidig er det en del kostnader ved å være notert på en børs. Kravene til regnskapsføring og revisjon er strengere, og i tillegg kommer kostnader direkte knyttet til noteringen (Weir et al., 2005a). Aksjemarkedet blir ofte beskyldt for å ha et kortsiktig fokus, der dårlige kvartalsresultater blir straffet med fall i aksjekursen. Fokus på kortsiktige resultater går ofte utover et mer langsiktig mål om å maksimere verdien av selskapet.

En stor restrukturering av et selskap er et eksempel på en prosess som kan bli hardt straffet i det kortsiktige aksjemarkedet, men som selskapet vil være tjent med på lang sikt. Restruktureringer vil derfor være lettere å gjennomføre i et privat selskap.

## **4.3 Oppkjøpsprosessen**

Oppkjøpsprosessen starter med et initielt søk etter attraktive oppkjøpskandidater. PE-selskapene vurderer aktuelle selskaper ut i fra krav til størrelse, geografi og industri. Et potensielt selskap skal kunne oppfylle de strenge kravene som settes til avkastning og verdiskapning. I denne fasen er PE-aktørenes nettverk og industrispesifikk kunnskap viktig (Loos, 2005).

I det et potensielt selskap er identifisert gjennomføres en due diligence. En due diligence er en grundig gjennomgang av et selskaps finansielle, juridiske og forretningsmessige posisjon. Hensikten med en due diligence er å opparbeide seg en gjennomgående forståelse av risikoen assosiert med et selskap for en gitt tidsperiode (Hausman, 2002). Deretter utvikles en detaljert forretningsplan for selskapet, og det innledes forhandlinger om avtalens finansielle innhold. PE-selskapet vil deretter, på bakgrunn av forhandlingene, legge inn et bud (Loos, 2005). Styret

kommer så med en anbefaling til aksjonærene om å godta eller avslå budet. PE-selskapene legger ofte inn en klausul om at en viss prosentandel av aksjonærene må godta budet for at kjøpet skal gjennomføres. Som regel ønsker de å kjøpe opp hele selskapet og er derfor avhengig av at minimum 90 % godtar budet. Deretter kan selskapet selv søke børsen om at aksjene skal bli strøket fra notering, forutsatt at generalforsamlingen har besluttet det. Fra de løpende forpliktelsene for børsnoterte selskaper heter det at beslutningen må fattes med flertall som for vedtektsendringer. Vedtaket om en eventuell stryking fattes deretter av børsen (Oslo Børs, 2008).

## **5. Teori**

Analysens teoretiske rammeverk vil nå bli presentert. Teori knyttet til kontroll og styring av børsnoterte og private selskaper (corporate governance) vil stå sentralt sammen med relevant teori om kapitalstruktur og undervurdering/underprestering.

### **5.1 Corporate Governance**

De første oppkjøpene med bruk av høy gjeldsgrad introduserte en ny fremgangsmåte for å kjøpe opp undervurderte børsnoterte selskaper med styringsproblemer. Selskapene ble tatt av børs, og det ble opprettet nye systemer for kontroll og styring. Eierskapet ble endret og effektiviteten og resultatene ble forbedret (Weir et al., 2005a).

#### **5.1.1 Agentteori**

Ledelsen og eierne i børsnoterte selskaper er ofte involvert i et prinsipal –agent forhold. Dette forholdet kan defineres som ”en kontrakt der en eller flere personer (prinsipal)en) ansetter en annen person (agenten) til å gjøre en jobb på vegne av seg, og jobben involverer overføring av beslutningsmyndighet til agenten” (Jensen & Meckling, 1976). Dersom en forutsetter at både prinsipal (aksjonærene) og agent (ledelsen) vil maksimere egen nytte, vil et slikt forhold ofte føre til en interessekonflikt. Interessekonflikten oppstår fordi ledelsen og aksjonærene i et selskap ofte vil ha avvikende mål, noe som fører til at ledelsen ikke alltid vil gjøre det som er best for eierne (Berle & Means, 1932). Kostnader som oppstår som følge av prinsipal-agent konflikten kalles agentkostnader (Jensen & Meckling, 1976). Disse kostnadene kan begrenses ved å innføre bedre

kontroll- og styringssystemer. Tiltak som kan iverksettes er bedre overvåkning av ledelsen, mindre beslutningsmyndighet til enkeltpersoner, og økt samsvar mellom ledelsens og eiernes interesser gjennom større eierskap i topledelsen (Fama, 1980, Jensen, 1988).

Selskaper som genererer betydelig fri kontantstrøm er ekstra utsatt for prinsipal-agent konflikter. Fri kontantstrøm er definert som ”det kontantstrømbeløpet som er igjen etter at alle prosjekter med positiv netto nåverdi er finansiert”. Ledelsen i et selskap blir ofte kompensert ut i fra størrelsen på selskapet, og de vil derfor ha insentiver til å la selskapet vokse mer enn det som er optimalt. Dette vil gi dem høyere kompensasjon og større makt. For selskaper med dårlige vekstmuligheter kan dette føre til investeringer i prosjekter der forventet avkastning er lavere enn relevant kapitalkostnad. Andre selskaper vil velge å sitte med store kontantbeholdninger som sikkerhet mot eventuelle nedgangstider, og også dette er et eksempel på ineffektiv bruk av ressurser. I slike situasjoner bør ledelsen kjøpe tilbake egne aksjer eller betale ut kontantstrømbeløpet som dividende til aksjonærene for å maksimere eiernes verdier (Jensen, 1986a, Jensen, 1989a).

Et oppkjøp av et børsnotert selskap gjennomført av et private equity-fond vil påvirke prinsipal-agent konflikten og problemer med fri kontantstrøm på tre måter. For det første finansieres oppkjøpene i stor grad av lån. Fri kontantstrøm blir derfor betydelig redusert som følge av krav til betjening av renter og gjeld (Kaplan, 1989b). Dette kalles gjeldens kontrollfunksjon, og viser hvordan gjeld kan være et substitutt til dividendeutbetalinger. Bruk av gjeld vil derfor føre til mer effektiv bruk av selskapets ressurser (Jensen, 1986a). Den andre måten et slikt oppkjøp vil endre agentkostnadene i et selskap på er gjennom overvåkning og kontroll (Smith, 1990b). PE-selskaper er aktive investorer som eier majoriteten av aksjene i porteføljeselskapene. De er ofte representert i styret, de involverer seg i beslutninger om bedriftens langsiktige strategiske retning og overvåker ledelsen (Jensen, 1989a). Gjennom eierskapet har de mulighet til å bytte ut hele ledelsen ved misnøye, og også bestemme hvem som eventuelt skal ta over. Denne kontroll- og overvåkningsfunksjonen er en av de viktigste egenskapene til PE-selskapene.

Den tredje faktoren som påvirker agentkostnadene er utstrakt bruk av intensivbaserte kompensasjonssystemer. Gjennom økt eierskap i ledergruppen ved bruk av aksjer og bruk av



kompensasjonssystemer knyttet tett opp mot selskapets resultater vil det være en større grad av samsvar mellom eiernes og ledelsens interesser (Smith, 1990a).

Gjennom en slik modell, bygget opp rundt høy gjeldsgrad, intensivbaserte kompensasjonssystemer og økt eierskap i både ledelsen og styret, klarer PE-selskapene å lede de samme ressursene og motivere de samme menneskene til å prestere mer effektivt under privat eierskap enn i et børsnotert selskap (Jensen, 1989a). Samtidig må det påpekes at agentkostnader også påløper i form av overvåknings- og kompensasjonskostnader. Eierne må derfor foreta en avveining mellom disse kostnadene og agentkostnader som kommer direkte av interessekonflikten med ledelsen.

### **5.1.2 Eierskapsstruktur**

Agentkostnader oppstår i form av effektivitetstap i situasjoner der eierskap og kontroll er separert (Jensen, 1989b). I den vanlige offentlige modellen med spredt eierskap og mange små-aksjonærer er det fare for at hver aksjonær vil underinvestere i overvåkningsaktiviteter (Grossman & Hart, 1980). En studie av Franks, Mayer og Renneboog (2001) viser at institusjonelle investorer i Storbritannia ikke utfører en kontrollfunksjon. Det er derfor grunnlag for å tro at spredt eierskap og mange passive institusjonelle investorer fører til dårlig kontroll og styring i selskapene. PE-firmaer som kjøper opp og privatiserer børsnoterte selskaper eier som regel majoritetsandelen av aksjene og fjerner dermed skillet mellom eierskap og kontroll.

## **5.2 Kapitalstruktur**

En annen viktig faktor ved oppkjøp av børsnoterte selskaper er kapitalstruktur. Kapitalstruktur og bruk av gjeld vil disiplinere ledelsen til en mer effektiv bruk av selskapets kontantstrøm. Gjelden vil derfor redusere agentkostnadene og mange av gevinstene ved LBO-transaksjoner kommer som følge av gjeldens kontrollfunksjon (Jensen, 1986a).

En annen fordel ved bruk av gjeld er skattebesparelser. Betaling av gjeldsrenter gir selskapene skattefradrag og vil derfor øke selskapsverdien (Kaplan, 1989a). Samtidig fører høyere gjeldsgrad til økte kostnader ved finansielle problemer i form av konkurskostnader og høyere kapitalkostnad

som følge av dårligere kredittvurdering. Verdien av et selskap er derfor maksimert når gevinsten ved økt gjeld i form av økt skattefradrag er lik marginalkostnaden ved økt finansiell ustabilitet (Brealey et al., 2006). Jensen (1989a) hevder at LBOs oftere kommer i finansielle problemer enn børsnoterte selskaper, men at problemene sjelden fører til konkurs. I det selskapet får problemer med betalingsevnen eksisterer det fortsatt store verdier. Kreditorne har dermed sterke insentiver til å hjelpe selskapet ut av krisen slik at mest mulig verdier bevarer.

Private equity-selskapene bruker en stor andel gjeld ved oppkjøp fordi dette er antatt å skape verdier. En ideell oppkjøpskandidat vil derfor være karakterisert av en høy ubrukt lånekapasitet (Loos, 2005).

### **5.3 Underprestering/undervurdering**

I et selskap der det er lite samsvar mellom ledelsens og eierens insentiver er det stor fare for ineffektiv bruk av ressurser. Ledelsen i børsnoterte selskaper har muligheten til mer ineffektiv bruk av ressurser enn ledelsen i private selskaper fordi spredt eierskap gir svakere overvåkning. Dette kan føre til høye kostnader, dårlige marginer og svake resultater (Fox & Marcus, 1992). Jensen og Meckling (1976) hevder at den største konflikten i børsnoterte selskaper er et resultat av at når lederens eierandel synker, så synker også insentivene til å ofre tid og innsats i arbeidet med å identifisere nye lønnsomme aktiviteter for selskapet. Det kan derfor argumenteres for at selskaper som har blitt kjøpt opp har underprestert i form av lavere profittmarginer (Nikoskelainen, 2006). Utviklingen i aksjekursen til et selskap henger ofte sammen med selskapets prestasjoner og resultater. For et selskap som leverer lave profittmarginer og svake resultater vil markedsprisen også ha en tendens til å underprestere. En markedspris som underpresterer kan føre til at selskapet oppfattes som undervurdert, for eksempel målt med en lav Tobin's Q (Nikoskelainen, 2006). Et undervurdert selskap vil være en attraktiv oppkjøpskandidat for PE-aktører av flere årsaker. For det første vil et undervurdert selskap som har opplevd en svak utvikling i aksjemarkedet være lite attraktivt for institusjonelle investorer og fondsforvaltere (Weir et al., 2005a). Som en følge av dette vil selskapet ved en ekspansjon ha problemer med finansiering i aksjemarkedet. Dette kan føre til dårlig likviditet i aksjen, og vil dermed bidra til å forsterke graden av undervurdering (Renneboog et al., 2005). Samtidig vil aksjeopsjoner og andre

incentivprogrammer som tar i bruk aksjer være av mindre verdi for nøkkelpersoner i selskapet (Maupin, 1987). Det kan derfor stilles spørsmålsteget ved selskapets fordeler ved å være børsnotert.

En annen årsak kommer av PE-selskapenes strenge krav til avkastning på investeringer. Spesialiserte investorer kan oppdage at et selskap har betydelig skjulte verdier som ikke kommer frem gjennom markedsprisen. Dersom PE-selskapet kan realisere disse verdiene vil de ha store insentiver til å kjøpe opp selskapet (Renneboog et al., 2005). Gjennom kjøp av undervurderte selskaper med skjulte verdier kan PE-aktørene oppnå arbitrasjegevinster som bidrar til å oppfylle kravene til avkastning.

Et selskap kan ses på som undervurdert både i ledelsens øyne og av eksterne investorer. Ledelsen i et selskap sitter på privat informasjon om selskapets resultater og utvikling. Denne informasjonen kan gi dem grunnlag til å tro at markedet undervurderer selskapet (Renneboog et al., 2005). Børsnotering kan i en slik situasjon legge restriksjoner på selskapets konkurransevne, da finansiering i egenkapitalmarkedet blir sett på som dyrt. Dette kan føre til at ledelsen ønsker å kjøpe opp selskapet i en MBO (Weir et al., 2005a).

I et undervurdert selskap med en lite likvid aksje vil institusjonelle investorer ha problemer med å selge eierandelene sine uten ytterligere fall i aksjeprisen (Weir et al., 2005a). Et oppkjøpstilbud fra et PE-selskap innebærer som regel en signifikant oppkjøpspremie og vil derfor være en god anledning for institusjonelle investorer til å selge seg ut med gevinst eller et begrenset tap (Maupin, 1987). De vil derfor være mer tilbøyelig til å godta budet, og det er grunn til å tro at institusjonelle investorer har høyere eierandeler i selskap som privatiseres. Finansielle gevinster som følge av oppkjøpspremien gir også grunnlag for å hevde at styrets eierandeler er høyere i selskaper som er privatisert (Weir et al., 2005a).

## **5.4 Empiri fra internasjonal litteratur og hypoteser**

Internasjonal litteratur hevder at mange LBO-aktører ser etter de samme grunnleggende egenskapene ved vurdering av potensielle selskaper, og at selskaper som har blitt kjøpt opp derfor

har mange felles og spesielle særtrekk (Loos, 2005). Flere studier har forsøkt å analysere faktorene og særtrekkene som påvirker en beslutning om å kjøpe opp og privatisere et børsnotert selskap. De viktigste av disse studiene blir nå presentert for å kartlegge hvilke funn som tidligere er gjort, og beskrive hvordan andre forskere har testet sine hypoteser.

Mye av den akademiske litteraturen har fokusert på at selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert har hatt problemer med styring og kontroll, noe som har ført til høye agentkostnader (Jensen 1986a). I en studie av Lehn & Poulsen (1989) ble det undersøkt om dette var tilfelle. De samlet inn data fra 263 selskaper som var blitt kjøpt opp og privatisert, og for et kontrollutvalg av selskaper som ikke var blitt kjøpt opp. Ved bruk av logistisk regresjonsanalyse kom de frem til at selskapene som hadde blitt privatisert hadde signifikant høyere fri kontantstrøm og lavere salgsvekst enn selskapene som ikke hadde blitt kjøpt opp. Maupin (1987) fant også støtte til hypotesen om at selskaper som har blitt privatisert har hatt signifikant høyere fri kontantstrøm. I 1998 gjennomførte Kieschnick en ny studie på det samme utvalget som Lehn & Poulsen. Ved å bruke en vektet logistisk regresjon kom han derimot frem til at fri kontantstrøm og salgsvekst ikke var signifikant forskjellig. Opler og Titman (1993) fant heller ikke støtte til hypotesen om høyere fri kontantstrøm og lavere Tobin's Q. De kom derimot frem til at selskapene som var blitt privatisert hadde en høyere sannsynlighet for en kombinasjon av lav Tobin's Q og høy fri kontantstrøm. Videre har verken Halpern et al. (1999) eller Weir et al. (2005a og 2005b) fått resultater som tyder på at høy fri kontantstrøm er et spesielt særtrekk ved privatiserte selskaper. I Weir et al. (2005a) undersøkes også salgsveksten, uten at dette gir noen signifikante forskjeller. Den første hypotesen som skal testes er:

$H_1$ : *Det er høyere sannsynlighet for at børsnoterte selskaper med høy fri kontantstrøm og lav vekst vil bli kjøpt opp og privatisert.*

Et selskap som sitter på store kontantbeholdninger kan også pådra seg agentkostnader. Selskapenes kontantbeholdninger vil derfor bli undersøkt, og det forventes en positiv sammenheng mellom størrelsen på kontantbeholdningen og sannsynligheten for å bli privatisert.

Kapitalstrukturen til sannsynlige LBO-kandidater har en tendens til å ikke være utnyttet optimalt (Jensen, 1986b). Det er derfor grunnlag til å forvente at selskaper som har blitt privatisert har lavere gjeldsgrad og høyere egenkapitalandel enn selskaper som ikke har blitt kjøpt opp og privatisert. Renneboog et al. (2005) finner således at en potensiell kjøper er villig til å betale høyere oppkjøpspremier for selskaper med lavere gjeld/egenkapital-forhold. I Halpern et al. (1999) blir det gjennomført en univariat analyse for å undersøke om de privatiserte selskapene har lavere gjeld/egenkapital-forhold. Resultatet av denne testen gir derimot ingen signifikante forskjeller. Halpern et al. deler deretter utvalget av privatiserte selskaper inn i to. Selskaper der ledelsen har hatt store eierandeler samles i en gruppe, og selskapene der ledelsens eierandeler har vært små samles i en annen gruppe. Gjeld/egenkapital-forholdet undersøkes nå på nytt, og resultatene tyder på at selskapene der ledelsen har hatt store eierandeler har et signifikant høyere gjeld/egenkapital-forhold sammenlignet med børsnoterte selskaper. For selskapene der ledelsen har hatt små eierandeler er derimot gjeld/egenkapital-forholdet lavere. Nikoskelainen (2006) undersøker ulike karakteristika ved 71 LBOs i Europa. I studien konkluderes det med at en typisk LBO-kandidat er kjennetegnet ved lav giring, målt som total gjeld dividert på aksjonærenes egenkapital. Følgende hypotese vil derfor bli undersøkt:

*H<sub>2</sub>: Det er høyere sannsynlighet for at børsnoterte selskaper med lav gjeldsgrad og høy egenkapitalandel vil bli privatisert.*

I tilknytning til denne hypotesen vil også selskapenes rentedekningsgrad og soliditet bli undersøkt. Et selskap med høy rentedekningsgrad og god soliditet vil ha mindre problemer med å takle en kraftig økning i gjelden. Det forventes derfor en positiv sammenheng mellom rentedekningsgraden og soliditeten og sannsynligheten for å bli privatisert.

Selskaper som betaler mer i skatt vil ha større fordeler av økt gjeld på grunn av høyere skattefradrag på gjeldsrenter. I en studie av Kaplan (1989a) kommer det frem at skattefordeler er en viktig kilde til verdiskapning i MBOs. Tidligere forskning av Lehn og Poulsen (1989), Halpern et al. (1999) og Weir et al. (2005a) har derfor undersøkt om selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert har betalt mer skatt enn selskaper som ikke har blitt kjøpt opp. Halpern et al. (1999) finner støtte til hypotesen om at de privatiserte selskapene har betalt mer skatt, i

motsetning til Lehn og Poulsen (1989) og Weir et al. (2005a) som ikke kommer frem til signifikante forskjeller. Basert på litteratur og teori vil derfor følgende hypotese bli testet:

H<sub>3</sub>: *Selskaper som har blitt privatisert betaler mer skatt enn selskaper som ikke har blitt privatisert.*

Maupin (1987) undersøkte ved hjelp av diskriminantanalyse om selskaper som hadde blitt privatisert ble sett på som undervurderte, relativt til selskaper som ikke hadde blitt kjøpt opp. Resultatet av denne undersøkelsen var at selskapenes markedsverdi ikke reflekterte det ledelsen oppfattet som virkelig verdi av selskapet. Et signifikant lavere P/E-forhold tydet på at en undervurdert markedspris var en av hovedgrunnene til å privatisere et selskap. En studie av Halpern et al. (1999) kom frem til at aksjekursen til privatiserte selskaper hadde utviklet seg svakere, relativt til markedet. Forholdet mellom markedsverdien og verdien av totale eiendeler brukes som et alternativt mål på Tobin's Q i Weir et al. (2005b). Lav Q er et signal om at selskapet har underprestert og at markedsverdien kan oppfattes som undervurdert. Undersøkelsene til Weir et al. (2005b) kommer frem til at selskaper som privatiseres har høyere sannsynlighet for lavere Q-verdier. I 2005(a) studerte Weir et al. 84 oppkjøp av børsnoterte, britiske selskaper som hadde blitt privatisert i perioden 1998-2000. De undersøkte om dårlig kursutvikling i aksjemarkedet var en viktig årsak til privatiseringen av nettopp disse selskapene. Ved å bruke logistisk regresjonsanalyse testet de en variabel som ga uttrykk for utviklingen i selskapenes markedsverdi og en annen variabel som ga et mer objektivt bilde av utviklingen i selskapenes verdi. Resultatet av undersøkelsen ga signifikant støtte til hypotesen om at verdien av de privatiserte selskapene hadde hatt en svakere utvikling, relativt til selskapene som fortsatt var børsnoterte. Svak utvikling i aksjemarkedet har ofte sammenheng med dårlige resultater og problemer med lønnsomheten. Weir et al. (2005a og 2005b) testet derfor flere alternative prestasjonsmål for å undersøke om privatiserte selskaper hadde underprestert. Profittmargin, avkastning på total kapital (ROA) og avkastning på egenkapital ble derfor inkludert i analysene. De kom derimot frem til at ingen av prestasjonsmålene var signifikant forskjellige. Nikoskelainen (2006) undersøker en hypotese om at selskaper som har blitt kjøpt opp i en LBO har underprestert. Undersøkelser av EBITDA-marginen og forholdet mellom EBIT og totale eiendeler støtter hypotesen om at selskaper som har blitt kjøpt opp har underprestert relativt til

matchende selskaper innenfor samme industri. Med utgangspunkt i teori og diskusjonen over blir derfor følgende hypotese testet:

*H<sub>4</sub>: Det er større sannsynlighet for at børsnoterte selskaper som har underprestert/er undervurdert vil bli kjøpt opp og privatisert av private equity-fond.*

Konsistent med denne hypotesen forventer vi at selskapene som har blitt privatisert har svakere profittmarginer og ROA, lavere Q-verdi, lavere likviditet i aksjen, lavere multiplverdier og at de har opplevd en svakere utvikling av selskapets verdi.

Mange studier har også tatt for seg de finansielle gevinstene ved transaksjoner der børsnoterte selskaper kjøpes opp og tas av børs. I det et mulig oppkjøp annonseres stiger aksjekursen, og DeAngelo et al. (1984) kom frem til at oppkjøpspremiene relatert til privatisering av børsnoterte selskaper var signifikante. Det kan derfor argumenteres for at det er finansielle insentiver involvert i PTP-transaksjoner. Større prosentvis eierandeler vil gi større finansielle gevinster og sterkere insentiver. De finansielle insentivene vil også være tilstede dersom aksjonærene føler at markedet undervurderer selskapet. Studier av Maupin (1987), Halpern et al. (1999) og Weir et al. (2005 a og b) har funnet bevis for at styret har hatt større eierandeler i selskaper som er privatisert. Weir et al. (2005a og b) undersøkte i tillegg eierandelene til institusjonelle investorer. For en institusjonell investor vil et oppkjøpstilbud med tilhørende tilbudspremie ses på som attraktivt. Resultatet av studiene tydet på at også institusjonelle investorer hadde større eierandeler i de privatiserte selskapene. Følgende hypotese vil derfor bli testet:

*H<sub>5</sub>: Det er større sannsynlighet for at børsnoterte selskaper der styret og institusjonelle investorer har store eierandeler vil bli kjøpt opp og privatisert.*

## **6. Datainnsamling, beskrivelse av utvalget og metode**

Den empiriske analysen i denne utredningen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon om børsnoterte selskaper. Det er samlet inn informasjon og data for norske, svenske og danske selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert av PE-fond i løpet av perioden, og for et utvalg av

selskaper som har fortsatt å være børsnotert. En viktig forutsetning for datainnsamlingen og hele analysen er at PE-fondene ser etter de samme fundamentale karakteristikaene ved selskaper som vurderes som oppkjøpskandidater i de tre skandinaviske landene.

Målet med analysen er å undersøke om det eksisterer spesielle særtrekk ved børsnoterte selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert, og om selskapene skiller seg ut fra sammenlignbare selskaper som ikke har blitt kjøpt opp. For å få et stort nok utvalg er det tatt utgangspunkt i alle oppkjøp av børsnoterte selskaper gjennomført av PE-fond i Norge, Sverige og Danmark. Det kan være vanskelig å få tak i regnskapsinformasjon som er eldre enn 10 år, så undersøkelsene begrenser seg til å se på oppkjøp foretatt i perioden 1999-2007. Med utgangspunkt i hypotesene som er utviklet i kapittel 5.4 vil relevante karakteristika og variabler bli testet for å se om det finnes signifikante forskjeller.

## **6.1 Datainnsamling og metode**

For å identifisere aktuelle oppkjøp er det benyttet informasjon fra the Centre for Management Buy-out Research (CMBOR, 2007). Datamaterialet inkluderer kun oppkjøpsfasen av PE-markedet. For å bli klassifisert som et oppkjøp i denne sammenhengen må over 50 prosent av utstedt aksjekapital bli kjøpt opp av et PE-selskap. Videre er transaksjoner som er finansiert av andre typer fond, som eiendomsfond, ikke inkludert. Selskapet som kjøpes opp må ha en egen separat finansieringsstruktur, og oppkjøp foretatt av selskap som igjen eies av et PE-fond er også utelatt. For at oppkjøpet skal klassifiseres som en privatisering må selskapet være børsnotert på oppkjøpstidspunktet og etter oppkjøpet må selskapets aksjer fjernes fra børslistene.

I de tre landene ble det i perioden 1999-2007 gjennomført 34 oppkjøp som tilfredsstillende disse kriteriene. For å identifisere selskapene som er kjøpt opp er det tatt utgangspunkt i nettsidene til Oslo Børs og OMX Nordic Exchange. En oversikt over listeendringer i perioden 1999-2007 for hvert land viser de selskapene som er strøket fra notering<sup>2</sup>. Deretter er årsakene til at hvert enkelt selskap ble strøket blitt undersøkt. Ved bruk av newsweb.no<sup>3</sup> og den globale elektroniske

---

<sup>2</sup> For danske selskaper er det kun oversikt over listeendringene fra 2000-2007. De danske selskapene som ble privatisert i 1999 er derfor ikke med i utvalget mitt. Hele utvalget reduseres derfor til 30 selskaper.

<sup>3</sup> Newsweb.no inneholder børsmeldinger for alle selskapene som er notert på Oslo Børs.



databasen Zephyr<sup>4</sup> har de selskapene som er strøket som følge av at PE-fond har kjøpt opp selskapet blitt identifisert. Det er satt et krav om tilgang til relevant regnskapsinformasjon og informasjon om eierstrukturen i de ulike selskapene, og dette har redusert utvalget til totalt 20 selskaper.

For hvert selskap som er privatisert er det plukket ut et sammenlignbart selskap som ikke er kjøpt opp. Dette kalles et matchende utvalg. Data for de sammenlignbare selskapene er innhentet på samme regnskapsdato som for det selskapet de skal sammenlignes med. På denne måten blir hvert par av selskaper sammenlignet på samme tidspunkt. Det er forsøkt å velge ut sammenlignbare selskap som er mest mulig likt selskapet som er kjøpt opp, både når det gjelder type produkt og størrelse målt etter omsetning. Dette er gjort for å kontrollere faktorer som påvirkes av generelle industri- og størrelsesforhold. De sammenlignbare selskapene som er plukket ut var, med to unntak, notert på samme børs som selskapet som er blitt kjøpt opp<sup>5</sup>. I de tilfellene der det var størst problemer med å finne et selskap som oppfyller begge disse kriteriene er kravet om tilsvarende type produkt prioritert. Overordnet krav til tilsvarende type produkt var at selskapene ble klassifisert innenfor samme GICS-kategori<sup>6</sup>. For å finne ut hvilken industri selskapet som ble kjøpt opp tilhørte er hjemmesidene til Oslo Børs og den nordiske børsen OMX tatt i bruk. Det ble også foretatt et søk i Amadeus-databasen for å finne de ulike selskaperens klassifisering<sup>7</sup>. Deretter ble et tilsvarende søk gjennomført for å identifisere sammenlignbare selskaper innenfor samme industrikode. Det er også brukt informasjon fra Nordisk Aksje- og fondsbørsguide (1999, 2003) i dette arbeidet.

Data for relevante variabler og størrelser ble samlet inn for hele utvalget på totalt 40 selskaper. Historiske data relatert til resultatregnskap, balanseposter, kontantstrømoppstilling, styrets aksjebeholdning, likviditet i aksjen og aksjonæroversikter ble hentet fra selskaperens årsrapporter.

---

<sup>4</sup> Zephyr inneholder blant annet informasjon om oppkjøp og fusjoner, samt private equity-transaksjoner. Databasen er publisert av Bureau van Dijk.

<sup>5</sup> Det viste seg å være veldig vanskelig å finne danske selskaper som kunne sammenlignes med Falck A/S og Kompan A/S når det gjelder type produkt. Securitas AB og Brio AB, som er svenske selskaper notert på den nordiske børsen, tilbyr veldig like tjenester og produkter, og er derfor plukket ut.

<sup>6</sup> GICS står Global Industry Classification Standard. GICS ble utviklet av MSCI Barra og Standard & Poor's, og har en overordnet struktur bestående av 10 ulike sektorer.

<sup>7</sup> Amadeus er en elektronisk database som blant annet inneholder regnskaps- og industriinformasjon for mer enn 1,8 mill. europeiske selskaper. Databasen er publisert av Bureau van Dijk.

For å kunne undersøke utviklingen i enkelte størrelser ble årsrapporter samlet inn fra to år før oppkjøpet ble fullført. Tidspunktet for siste publiserte årsrapport før fullført oppkjøp er kalt (t), og det er hentet inn tall for både (t-1) og (t-2). Data for aksjonæroversikter, aksjens likviditet og styrets aksjebeholdning er hentet på tidspunkt (t). For noen av selskapene er informasjonen samlet inn fra Amadeus eller fra finansielle rapporter tilgjengelig på newsweb.no. Tilgang på årsrapporter er oppnådd på selskapets hjemmeside, gjennom e-post eller post til ledelsen i selskapet, og i arkivet på skolens bibliotek (NHH). Data relatert til undervurdering av selskapene og om selskapenes markedsverdi er hentet i fra årsrapportene, fra Zephyr eller i fra Børsprosjektet NHH. Det er benyttet sluttkurs for den datoen som ligger nærmest datoen for siste publiserte regnskap. I de tilfellene der oppkjøpsprosessen har startet før, men blitt fullført etter denne datoen, er det siste tilgjengelige markedspris før oppkjøpsprosessen startet som er benyttet. For å kunne sammenligne absolutte størrelser i utvalget er det regnet om fra euro, svenske og danske kroner til norske kroner. Valutakurser for de ulike tidspunktene er hentet inn fra hjemmesiden til Norges Bank (Norges Bank, 2008).

## **6.2 Generell beskrivelse av utvalget**

De 20 selskapene som er kjøpt opp og privatisert danner et veldig heterogent utvalg både når det gjelder størrelse og salg. Store forskjeller mellom gjennomsnitt og median og mellom minimum og maksimum, samt høye standardavvik, illustrerer at utvalget er heterogent. Det ble gjennomført ett eller to oppkjøp hvert år i den utvalgte tidsperioden, med unntak av årene 2004, 2005 og 2006. Ingen av selskapene ble kjøpt opp i 2004, mens henholdsvis fem og seks selskaper ble privatisert i 2005 og 2006. Seks av selskapene i utvalget er norske, åtte er svenske og de siste seks kommer fra Danmark (Appendiks IV).

Gjennomsnittlig salg er på 6,6 mrd. NOK, med en median på 3,0 mrd NOK. Dette indikerer at noen få, store selskaper i stor grad påvirker gjennomsnittet. Selskapet med lavest salg var Norsk Kjøkkeninvest ASA med 441,4 mill. NOK, mens ISS A/S solgte for 44,7 mrd. NOK.

Størrelsen på gjennomsnittsfirmaet, målt ved totale eiendeler, er på 5,96 mrd. NOK. Også her er forskjellen mellom gjennomsnittet og medianen (2,48 mrd. NOK) stor. Andre størrelsesvariabler som markedsverdi og enterpriseverdi har gjennomsnitt på 4,02 mrd. NOK og 4,99 mrd. NOK.

Medianverdiene er på henholdsvis 1,73 mrd. NOK og 2,37 mrd. NOK. Det største selskapet, målt ved markedsverdi, var svenske Gambro AB. Markedsverdien til dette selskapet var på 25,43 mrd. NOK. Gambro AB var ved slutten av 2005 det største selskapet innen medisinsk teknologi i Norden og nummer 25 på Stockholmsbørsen, målt etter markedsverdi (Gambro, 2005). ISS A/S er det største selskapet i utvalget dersom en ser på salg, totalkapital eller enterpriseverdi. Oppkjøpene av disse to selskapene er eksempler på den nye trenden med at stadig større selskaper blir kjøpt opp av PE-aktører.

**Tabell 2: Deskriptiv statistikk over størrelsen på selskapene som er kjøpt opp**

*Tabellen beskriver størrelsen i år t på selskapene som er kjøpt opp og privatisert ved hjelp av de fire variablene Salg, Totalkapital, Markedsverdi og Enterpriseverdi. Standardavvikene er relativt høye og det er også store forskjeller mellom minimums- og maksimumsverdi.*

Privatiserte selskaper	Gj.snitt	Median	Std.avvik	Std.feil	Min.	Max.	N
Salg år t (1 000 NOK)	6 618 598	3 016 888	9 985 630	2 232 855	441 400	44 693 163	20
Totalkapital år t (1 000 NOK)	5 959 705	2 475 125	8 757 000	1 958 125	301 400	32 866 170	20
Markedsverdi år t (1 000 NOK)	4 035 502	1 729 407	6 339 977	1 417 662	82 467	25 429 950	20
Enterpriseverdi år t (1 000 NOK)	5 010 776	2 372 998	7 071 065	1 581 138	79 167	24 767 023	20

Utvalget er også relativt spredt med tanke på industriklassifisering. GICS-klassifiseringen er delt inn i ti ulike sektorer, og selskapene som er privatisert representerer fem av disse sektorene. Hele 60 % av selskapene var industriselskaper, mens 20 % var selskaper klassifisert innenfor forbruksvarer. Det ble også kjøpt opp selskap(er) fra material-, helsevern- og IT-sektoren (Appendiks IV).

Tabell 3 viser at utvalget av sammenlignbare selskaper er enda mer heterogent. For variabelen salg er både gjennomsnitt og medianverdien omtrent identisk med tilsvarende variabel for de privatiserte selskapene. Totalkapitalen er litt større, men differansen er godkjent. Ser en på markedsverdien og enterpriseverdien er både gjennomsnitt og medianverdien mye større i dette utvalget. Standardavvikene er også høyere, noe som indikerer større spredning.

Tabell 4 gir en oversikt over de 20 selskapene som er kjøpt opp og privatisert. For hvert selskap vises også de viktigste variablene som er beregnet. Beregningene forklares i kapittel 6.3. For de aller fleste av variablene er det store forskjeller mellom selskapene.

### Tabell 3: Deskriptiv statistikk over selskapene som ikke har blitt kjøpt opp

Tabellen beskriver størrelsen i år t på selskapene som ikke har blitt kjøpt opp. Standardavvikene er høyere og det er enda større forskjeller mellom minimums- og maksimumsverdiene i dette utvalget.

Børsnoterte selskaper	Gj.snitt	Median	Std.avvik	Std.feil	Min.	Max.	N
Salg år t (1 000 NOK)	6 728 884	2 852 735	11 875 999	2 655 554	249 382	54 505 803	20
Totalkapital år t (1 000 NOK)	6 879 117	4 152 311	8 519 666	1 905 055	149 755	33 085 967	20
Markedsverdi år t (1 000 NOK)	10 155 579	3 367 545	16 613 142	3 714 811	87 190	61 357 799	20
Enterpriseverdi år t (1 000 NOK)	12 278 075	4 567 910	18 684 333	4 177 944	210 455	69 354 603	20

Appendikset III inneholder en tabell over de resterende variablene som er beregnet for hvert selskap. I appendiks IV er det i tillegg en tabell som viser årstallet for hvert oppkjøp, hvilken sektor de ulike selskapene var klassifisert i, hvilken børs de var notert på, hvem som kjøpte selskapet og hvilket selskap hvert av selskapene er sammenlignet med.

## 6.3 Beregninger

For å studere karakteristika ved selskapene som er privatisert er ulike nøkkeltall og forhold ved selskapene satt som variabler. Variablene er valgt ut på bakgrunn av tidligere litteratur og hvordan andre forskere har testet sine hypoteser. Beregninger av alle variablene er foretatt på tidspunkt (t), som er datoen for siste årsregnskap før oppkjøpet. Mange av variablene er også beregnet som et gjennomsnitt av de siste tre årene. Dette er gjort for å utelukke at tilfeldigheter og unntak i siste regnskapsår skal bli avgjørende. Hvordan de ulike variablene er beregnet vil nå bli presentert, og presentasjonen er delt inn i de samme tre kategoriene som teoridelen.

### 6.3.1 Corporate Governance

Hypotesen om at selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert har høyere agentkostnader enn selskaper som ikke er blitt kjøpt opp testes ved å undersøke flere ulike variabler.

#### Tabell 4: De viktigste variablene for hvert selskap

Tabellen viser de viktigste variablene som blir analysert for hvert av de 20 selskapene som har blitt kjøpt opp. Generelt er det store forskjeller mellom de ulike selskapene. VIA Travel Group ASA og Falck A/S ble børsnotert kun kort tid før de ble kjøpt opp, så enterpriseverdien er ikke tilgjengelig for disse to selskapene. Falck mangler i tillegg SalgsV2 fordi selskapet ikke hadde eksistert som en individuell enhet i mer enn ett år. Technor ASA hadde negativ P/E og EV/EBIT, så verdiene for variablene er derfor ugyldige og utelatt fra tabellen.

Nr.	Selskap	FCFM1	FCFM2	SalgsV1	SalgsV2	EK1	EK2	Skatt	EBITM1	EBITM2	ROA1	Q	EV1	P/E	EV/EBIT	Aksjelst
1	Kongsberg Automotive ASA	5,0 %	2,9 %	16,3 %	35,7 %	38,4 %	36,5 %	0,54 %	5,0 %	3,8 %	8,8 %	0,45	0,88	9,2	9,3	51,9 %
2	Dyno Industrier ASA	2,4 %	1,1 %	-9,5 %	-2,6 %	28,8 %	29,1 %	1,60 %	4,9 %	4,9 %	5,4 %	0,53	1,51	60,0	16,0	70,0 %
3	Norsk Kjøkkeninvest ASA	55,2 %	24,3 %	-44,5 %	-23,6 %	71,5 %	46,4 %	2,35 %	-8,6 %	-6,1 %	1,2 %	0,27	0,22	1,5	21,4	34,7 %
4	VIA Travel Group ASA	5,6 %	5,8 %	106,5 %	20,7 %	26,8 %	24,5 %	0,21 %	5,0 %	6,2 %	3,8 %	0,07	-	1,9	9,4	55,9 %
5	Technor ASA	-12,3 %	-5,4 %	-7,2 %	7,1 %	41,4 %	35,7 %	0,00 %	-1,1 %	1,1 %	-1,8 %	0,79	1,23	-	-	37,5 %
6	Visma ASA	9,1 %	7,7 %	14,5 %	19,3 %	59,1 %	61,8 %	0,61 %	9,7 %	8,8 %	8,2 %	1,42	1,42	25,6	16,9	42,2 %
7	BPA AB	0,2 %	0,3 %	4,9 %	9,6 %	36,8 %	35,9 %	0,58 %	2,6 %	2,4 %	5,9 %	0,44	1,10	10,0	8,9	15,4 %
8	Lindab AB	-2,7 %	-0,8 %	23,7 %	15,1 %	40,0 %	45,1 %	2,21 %	7,7 %	8,7 %	10,5 %	0,65	1,21	12,0	9,2	53,3 %
9	Esselte AB	9,3 %	5,5 %	-2,2 %	-1,5 %	29,9 %	28,8 %	1,23 %	3,0 %	2,0 %	3,9 %	0,19	0,94	36,0	14,9	49,7 %
10	Finnveden AB	1,3 %	5,1 %	5,9 %	3,8 %	33,3 %	31,4 %	0,32 %	5,4 %	2,5 %	7,3 %	0,56	1,34	13,0	10,9	46,5 %
11	Gambro AB	7,5 %	12,5 %	9,6 %	12,7 %	62,0 %	58,9 %	3,84 %	9,3 %	11,2 %	4,6 %	1,00	0,59	3,0	17,6	44,4 %
12	Närkes Elektriska AB	2,0 %	2,1 %	1,3 %	1,0 %	48,7 %	49,3 %	1,49 %	5,1 %	3,9 %	8,9 %	1,07	1,31	17,8	12,0	36,2 %
13	Capio AB	-0,3 %	4,0 %	29,2 %	12,9 %	29,0 %	31,7 %	0,77 %	9,0 %	9,0 %	6,4 %	0,75	2,04	21,6	18,7	27,3 %
14	Nefab AB	3,1 %	4,4 %	26,8 %	20,1 %	52,3 %	52,2 %	3,06 %	9,2 %	8,8 %	15,7 %	2,02	1,48	18,0	13,1	26,0 %
15	Vest-Wood A/S	7,6 %	7,6 %	-4,3 %	18,6 %	19,5 %	22,6 %	1,60 %	7,8 %	10,0 %	8,0 %	0,87	0,97	11,9	18,0	30,0 %
16	Danske Træløst A/S	7,0 %	4,0 %	1,6 %	6,4 %	42,5 %	38,7 %	0,90 %	4,4 %	4,4 %	9,1 %	0,43	1,03	8,0	8,1	43,4 %
17	Falck A/S	3,9 %	5,3 %	11,7 %	-	52,9 %	39,7 %	1,95 %	5,5 %	5,2 %	5,0 %	0,78	-	2,8	6,6	17,2 %
18	ISS A/S	4,4 %	4,9 %	11,6 %	3,1 %	28,1 %	31,1 %	1,04 %	5,6 %	5,4 %	7,6 %	0,49	1,23	10,4	9,9	30,0 %
19	Kompan A/S	6,8 %	5,8 %	4,8 %	3,4 %	35,4 %	46,1 %	1,33 %	3,8 %	2,7 %	6,6 %	1,57	1,35	-	26,4	30,0 %
20	Color Print A/S	3,8 %	0,0 %	10,1 %	23,4 %	28,0 %	27,6 %	1,12 %	6,3 %	5,1 %	8,2 %	0,88	1,32	15,5	17,1	22,3 %

*FCF-margin* - er beregnet som fri kontantstrøm dividert på salgsinntektene. Fri kontantstrøm-margin er beregnet for å undersøke om selskapene som er kjøpt opp har høyere fri kontantstrøm enn selskapene som ikke er blitt kjøpt opp.

- (i)  $FCFM1 = FCF_{it}/Salg_{it}$
- (ii)  $FCFM2 = \text{Gjennomsnittet av de tre siste årenes fri kontantstrøm dividert på salgsinntektene}$

der

- (a)  $FCF_{it} = EBIT_{it} - Skatt_{it} + Avskrivninger\ og\ nedskrivninger_{it} +/- \Delta arbeidskapital_{it} - Kapitalinvesteringer_{it}$
- (b)  $Skatt_{it} = EBIT_{it} * \text{Bedriftsskattesats for år } t$
- (c)  $\Delta Arbeidskapital_{it} = \Delta varelager_{it} +/- \Delta kundefordringer_{it} +/- \Delta forskudd\ fra\ kunder_{it} +/- \Delta leverandørgjeld\ og\ annen\ ikke-rentebærende\ gjeld_{it}$
- (d)  $Kapitalinvesteringer_{it} = \text{Netto investert i materielle eiendeler}_{it}$

*Salgsvekst* - er definert som geometrisk vekst i salgsinntektene fra ett år til et annet. Høy fri kontantstrøm i kombinasjon med dårlige vekstmuligheter kan føre til høye agentkostnader. Vekstmulighetene blir målt ved de to variablene under. Det forventes at selskapene som er blitt kjøpt opp har dårligere vekstmuligheter enn selskapene som ikke er blitt kjøpt opp.

- (i)  $SalgsV1 = (Salg_{it}/Salg_{it-1}) - 1$
- (ii)  $SalgsV2 = (Salg_{it}/Salg_{it-2})^{(1/2)} - 1$

*Kontanter* – størrelsen på kontantbeholdningen er analysert både i forhold til totale eiendeler og i forhold til salg. Variablene sier noe om hvor stor beholdning av kontanter selskapet sitter på relativt til totale eiendeler og salg. Store forholdstall kan tyde på at selskapets ledelse sitter på mye ekstra kontanter som kunne blitt utbetalt som dividende.

- (i)  $Kontanter1 = \text{Kontantbeholdning}_{it} / \text{Totale eiendeler}_{it}$
- (ii)  $Kontanter2 = \text{Gjennomsnittet av de tre siste årenes kontantbeholdning} / \text{Salg}$

Ved å analysere disse variablene er målet å kunne si noe om selskaper som er blitt kjøpt opp av private equity-fond har høyere agentkostnader enn selskapene som ikke er blitt kjøpt opp.

### 6.3.2 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen til selskapene i utvalget vil også bli analysert for å kunne si noe om utnyttelse av lånekapasitet og selskapenes generelle finansielle situasjon. Følgende variabler er beregnet:

*Egenkapitalandel* - er selskapets balanseførte egenkapital dividert med totale eiendeler. Dette er et forholdstall som beskriver kapitalstrukturen til et selskap. Egenkapitalandelen beskriver hvor stor del av selskapets totale eiendeler som er finansiert av aksjonærene.

- (i)  $EK1 = EK_{it} / \text{Totale eiendeler}_{it}$
- (ii)  $EK2 = \text{Gjennomsnittet av de tre siste årenes EK-andel}$

*Gjeld/egenkapital-forhold* - er definert som netto rentebærende gjeld dividert på bokført egenkapital. Et høyt gjeld/egenkapital-forhold kan indikere at selskapet har for mye gjeld, og at det derfor kan få problemer med å tilfredsstille gjeldsforpliktelsene sine.

- (i)  $G/EK1 = \text{Netto rentebærende gjeld}_{it} / EK_{it}$
- (ii)  $G/EK2 = \text{Gjennomsnittet av netto rentebærende gjeld dividert på EK for de tre siste årene}$

der

- (a)  $\text{Netto rentebærende gjeld} = \text{Pensjonsforpliktelser} + \text{Langsiktig og kortsiktig rentebærende gjeld} - \text{Kontanter og andre likvide midler}$

*Skatt* - er beregnet som gjennomsnittlig betalt skatt for de tre siste årene dividert på gjennomsnittlig salg<sup>8</sup>. Bruk av høy gjeld ved oppkjøp gir skattefordeler, og dersom hensikten med et oppkjøp er å oppnå disse skattefordelene er det grunn til å tro at selskapene som har blitt kjøpt opp betaler mer i skatt enn selskapene som ikke har blitt kjøpt opp.

$$(i) \quad \textit{Skatt} = \frac{\textit{Gjennomsnittlig betalt skatt de tre siste årene}}{\textit{gjennomsnittlig salg de tre siste årene}}$$

*Soliditet* - er her beregnet som nettoresultat pluss avskrivninger dividert på summen av kortsiktige og langsiktige forpliktelser. Soliditetsforholdet måler en bedrifts evne til å møte sine forpliktelser og om selskapet kan unngå konkurs. Dette forholdstallet undersøkes for å se om selskapene som blir kjøpt opp har større evne til å møte forpliktelsene sine.

$$(i) \quad \textit{Soliditet1} = \frac{\textit{Nettoresultat}_{it} + \textit{Avskrivninger}_{it}}{\textit{Kortsiktige forpliktelser}_{it} + \textit{Langsiktige forpliktelser}_{it}}$$

$$(ii) \quad \textit{Soliditet2} = \textit{Gjennomsnittet av selskapets soliditetsforhold de siste tre årene}$$

*Rentedekningsgrad* - er beregnet som EBIT dividert på rentekostnader. Dette forholdstallet måler et selskaps evne til å betale rentekostnader på utestående gjeld ved bruk av fortjenesten. Skal selskapene som er kjøpt opp ha et større potensial til bruk av mer gjeld kan det forventes en høyere rentedekningsgrad.

$$(i) \quad \textit{RDGrad1} = \frac{\textit{EBIT}_{it}}{\textit{Rentekostnader}_{it}}$$

$$(ii) \quad \textit{RDGrad2} = \textit{Gjennomsnittet av de tre siste årenes rentedekningsgrad}$$

### 6.3.3 Underprestering/undervurdering

For å vurdere om selskapene som er blitt kjøpt opp har underprestert og om de ble sett på som undervurderte vil ulike variabler bli analysert. De variablene som blir analysert i denne utredningen er:

---

<sup>8</sup> Betalt skatt er hentet fra kontantstrømoppstillingen i årsrapportene.



*EBIT-margin* - er definert som inntjeningen før finans- og skattekostnader (driftsresultat) dividert på salgsinntektene. EBIT-marginen til et selskap er et relativt prestasjonsmål som er godt egnet til å sammenligne ulike selskaper. Ofte foretas det store restruktureringer i selskapene som kjøpes opp for å øke lønnsomheten i selskapene. Dette kan være et resultat av at selskapene som kjøpes opp har problemer med lønnsomheten, og at de har underprestert sammenlignet med selskapene som ikke er blitt kjøpt opp. Det forventes derfor at selskapene som har blitt kjøpt opp har lavere EBIT-margin.

$$(i) \quad EBITM1 = EBIT_{it}/Salg_{it}$$

$$(ii) \quad EBITM2 = \text{Gjennomsnittet av de tre siste regnskapsårenes EBIT-margin.}$$

*Return on Assets (ROA)* - er beregnet som EBIT dividert på selskapets totale eiendeler. ROA er et mål på lønnsomheten til et selskap. Det er grunnlag for å tro at selskapene som er kjøpt opp har hatt en lavere ROA enn selskaper som ikke er kjøpt opp.

$$(i) \quad ROA1 = EBIT_{it}/\text{Totale eiendeler}_{it}$$

$$(ii) \quad ROA2 = \text{Gjennomsnittet av de tre siste årenes ROA}$$

*Q* – er her en variant av Tobin's Q og definert som markedsverdi dividert på totale eiendeler. Denne variabelen er et tilnærmet mål på vekstmulighetene til et selskap, slik markedet oppfatter dem. Det er også vanlig å bruke Q til å vurdere om et selskap kan oppfattes som undervurdert av markedet. Lav verdsettelse kan gjøre det vanskeligere å samle inn egenkapital i aksjemarkedet, noe som vil påvirke fremtidige vekstmuligheter (Weir et al., 2005b). Selskapene som har blitt kjøpt opp forventes å ha en lavere Q enn selskapene som ikke er kjøpt opp.

$$(i) \quad Q = \text{Markedsverdi}_{it}/\text{Totale eiendeler}_{it}$$

der

$$(a) \quad \text{Markedsverdi}_{it} = \text{Aksjekurs}_{it} * \text{Totalt antall aksjer}_{it}$$

*Enterpriseverdi* - er et mer objektivt mål på den sanne verdien til et selskap, og er beregnet som endring i enterpriseverdi fra et år til et annet. I motsetning til markedsverdien, tar enterpriseverdien hensyn til selskapets gjeld. De to variablene måler utviklingen i enterpriseverdien over de to siste årene, og man får dermed et lengre perspektiv på en eventuell undervurdering av selskapet.

$$(i) \quad EV1 = Enterpriseverdi_{it}/Enterpriseverdi_{it-1}$$

$$(ii) \quad EV2 = Enterpriseverdi_{it}/Enterpriseverdi_{it-2}$$

der

$$(a) \quad Enterpriseverdi = Markedsverdi_{it} + Netto \text{ gjeld}_{it}$$

*P/E-forholdet* - er beregnet som selskapets aksjekurs dividert på fortjenesten per aksje. P/E-forholdet er en multiplere som forteller hvor mye man må betale for selskapets inntjening. Et høyt P/E-forhold indikerer en høy markedspris for hver inntjente krone, men det kan også bety at selskapet har gode vekstmuligheter. P/E-forholdet brukes ofte til å sammenligne like selskaper for å vurdere markedsprisen (Brealey et al., 2006).

$$(i) \quad P/E = Aksjekurs_{it}/Fortjeneste \text{ per aksje}_{it}$$

*EV/EBIT-forholdet* - er beregnet som selskapets enterpriseverdi dividert på driftsresultat. Bruk av multipler basert på enterpriseverdien gir et bedre mål på selskapets sanne verdi enn multipler som tar utgangspunkt i markedsverdien. For en PE-aktør er EV/EBIT-forholdet mer interessant enn P/E-forholdet fordi de som regel kjøper opp hele selskapet og derfor også må ta hensyn til netto gjeld. En lav verdi på forholdet mellom EV og EBIT kan indikere at selskapet er undervurdert, og således attraktivt for en eventuell kjøper (Koller et al., 2005).

$$(i) \quad EV/EBIT = Enterpriseverdi_{it}/EBIT_{it}$$

*Aksjens likviditet* - er andelen av selskapets aksjer som ble omsatt i løpet av siste regnskapsår. Aksjens likviditet sier noe om hvor interessant selskapets aksje er i markedet. En aksjepost i et

selskap med lav likviditet i aksjen vil være vanskelig å omsette. Dette kan føre til at aksjekursen faller, og dermed en undervurdert markedspris.

$$(i) \quad \textit{Likviditet} = \textit{Antall handlede aksjer i løpet av år } t / \textit{Totalt antall aksjer}_{it}$$

*Eierskap i styret* - er beregnet som prosentvis andel av aksjene eid av styremedlemmene. Eksisterende aksjonærer i et selskap vil kun selge aksjene sine dersom de blir tilbudt mer enn dagens markedspris, og de har derfor et finansielt insentiv til å akseptere et bud. Dersom styret har finansielle insentiver til å akseptere et bud gjennom stort eierskap vil de være mer tilbøyelige til å godta budet. Denne variabelen måler styret sine finansielle insentiver ved en eventuell privatisering (Weir et al., 2005a).

$$(i) \quad \textit{AksjeStyret} = \textit{Antall aksjer eid av styret}_{it} / \textit{Totalt antall aksjer}_{it}$$

*Institusjonelt eierskap* - er beregnet som prosentvis andel av aksjene eid av institusjonelle investorer. For en institusjonell investor med en høy eierandel i et undervurdert selskap vil et bud som øker prisen bli sett på som attraktivt. Denne variabelen måler institusjonelle investorers finansielle insentiver ved en privatisering av selskapet.

$$(i) \quad \textit{AksjeInst} = \textit{Antall aksjer eid av institusjonelle investorer}_{it} / \textit{Totalt antall aksjer}_{it}$$

## 6.4 Deskriptiv statistikk

Tabell 5 og 6 gir en oversikt over deskriptiv statistikk for utvalget av selskaper som har blitt kjøpt opp, og for utvalget av selskaper som ikke har blitt kjøpt opp. Tabellene viser gjennomsnitt, median, standardavvik, standardfeilen til gjennomsnittet, minimumsverdi og maksimumsverdi for alle variablene som er studert. For enkelte av variablene er det store forskjeller mellom gjennomsnitt og median, noe som tyder på stor spredning i utvalget. Dette illustreres også ved veldig lave minimumsverdier og høye maksimumsverdier. Det bør også kommenteres at N (antall

selskaper) er lavere enn 20 for noen av variablene. Årsaken til det er manglende informasjon og ugyldige verdier på variabelen for enkelte selskaper.

**Tabell 5: Deskriptiv statistikk over utvalget av selskaper som har blitt kjøpt opp**

*Tabellen gir en oversikt over deskriptiv statistikk for alle variablene som er beregnet. For noen av variablene er det store forskjeller mellom gjennomsnitt og median, og mellom minimums- og maksimumsverdiene. For enkelte av variablene er beregningene basert på færre enn 20 observasjoner.*

Variabel	Gj.snitt	Median	Std.avvik	Std.feil	Min.	Maks.	N
FCFM1 (%)	5,93	4,20	12,58	2,81	-12,33	55,20	20
FCFM2 (%)	4,85	4,61	5,90	1,32	-5,37	24,28	20
SalgsV1 (%)	10,54	7,72	27,55	6,16	-44,47	106,48	20
SalgsV2 (%)	9,75	9,56	12,72	2,92	-23,59	35,74	19
Kontanter1 (%)	10,95	7,77	13,04	2,92	0,54	52,96	20
Kontanter2 (%)	8,76	5,95	9,20	2,06	1,61	32,02	20
EK1 (%)	40,21	37,59	13,67	3,06	19,47	71,53	20
EK2 (%)	38,66	36,18	11,12	2,49	22,64	61,79	20
G/EK1 (%)	72,10	73,60	86,80	19,40	-85,50	291,50	20
G/EK2 (%)	71,90	76,60	64,50	14,40	-31,80	182,70	20
Skatt (%)	1,34	1,17	0,97	0,22	0,00	3,84	20
Soliditet1 (%)	26,99	16,01	31,41	7,02	2,52	127,28	20
Soliditet2 (%)	21,69	14,02	18,23	4,08	5,20	74,76	20
RDGrad1	5,45	4,45	5,01	1,12	-1,71	17,99	20
RDGrad2	8,17	3,35	15,71	3,51	0,60	72,37	20
EBITM1 (%)	4,98	5,26	4,13	2,48	-8,56	9,68	20
EBITM2 (%)	4,99	4,99	3,91	0,87	-6,05	11,17	20
ROA1 (%)	6,66	6,96	11,09	0,80	-8,33	39,57	20
ROA2 (%)	6,28	6,06	5,65	0,71	-2,53	21,78	20
Q	0,79	0,70	0,45	0,10	0,19	2,02	20
EV1	1,18	1,23	0,39	0,09	0,22	2,04	18
EV2	1,38	1,34	0,51	0,12	0,24	2,21	18
P/E	16,70	12,50	14,58	3,64	1,47	60,00	16
EV/EBIT	14,17	14,03	5,26	1,20	6,62	26,35	18
Likviditet (%)	72,90	55,70	61,00	17,60	9,00	192,00	12
AksjeStyret (%)	9,95	2,11	17,88	4,62	0,02	57,10	15
AksjeInst (%)	38,20	36,87	14,00	3,13	15,40	70,00	20

**Tabell 6: Deskriptiv statistikk over utvalget av selskaper som ikke har blitt kjøpt opp**  
*Tabellen gir en oversikt over deskriptiv statistikk for alle variablene som er beregnet.*

Variabel	Gj.snitt	Median	Std.avvik	Std.feil	Min.	Maks.	N
FCFM1 (%)	7,27	5,34	10,17	2,27	-12,73	32,70	20
FCFM2 (%)	6,81	4,82	8,10	1,81	-2,88	33,74	20
SalgsV1 (%)	17,61	11,03	29,59	6,62	-26,96	121,70	20
SalgsV2 (%)	9,41	7,63	14,14	3,24	-21,09	36,77	19
Kontanter1 (%)	8,56	5,20	8,31	1,86	2,21	31,54	20
Kontanter2 (%)	8,94	6,40	8,38	1,87	1,11	35,91	20
EK1 (%)	40,81	36,88	14,27	3,19	21,45	69,36	20
EK2 (%)	41,51	36,98	15,06	3,37	22,36	73,26	20
G/EK1 (%)	72,40	79,10	66,00	14,80	-49,00	200,60	20
G/EK2 (%)	73,90	86,00	76,20	17,00	-53,00	259,30	20
Skatt (%)	1,86	1,57	1,70	0,38	-0,09	6,78	20
Soliditet1 (%)	22,55	15,28	22,19	4,96	3,72	89,97	20
Soliditet2 (%)	23,23	16,28	20,90	4,67	3,65	77,58	20
RDGrad1	10,98	4,77	18,12	4,05	-0,09	65,92	20
RDGrad2	10,99	3,98	17,35	3,88	-0,30	61,54	20
EBITM1 (%)	10,56	7,30	10,42	2,01	-0,58	39,19	20
EBITM2 (%)	10,06	5,97	9,78	2,19	-0,39	36,67	20
ROA1 (%)	10,22	7,04	9,01	2,23	-3,48	29,99	20
ROA2 (%)	9,39	7,81	7,56	1,96	-4,39	23,45	20
Q	1,69	0,78	2,42	0,54	0,16	9,35	20
EV1	1,43	1,40	0,31	0,07	0,93	1,96	18
EV2	1,73	1,42	0,99	0,23	0,78	4,56	18
P/E	26,75	20,40	15,87	3,97	11,23	67,58	16
EV/EBIT	28,60	15,20	45,80	10,80	5,50	208,70	18
Likviditet (%)	42,50	27,90	35,30	10,20	6,50	116,30	12
AksjeStyret (%)	7,84	0,38	13,81	3,56	0,00	48,20	15
AksjeInst (%)	26,70	25,00	15,93	3,56	0,00	54,20	20

## 6.5 Statistisk metode

De to utvalgene av selskaper har blitt sammenlignet med ulike statistiske metoder. Utredningen har tatt i bruk både univariat analyse og regresjonsanalyse, og fremgangsmåten for de to analysene vil nå bli presentert.

### 6.5.1 Univariat analyse

For å kunne sammenligne selskapene som er kjøpt opp med selskapene som ikke er kjøpt opp analyseres de ulike variablene ved hjelp av statistiske tester. Utvalget bestående av de

sammenlignbare selskapene er konstruert ved å identifisere et selskap som ikke er kjøpt opp for hvert selskap som er kjøpt opp. Hele utvalget består derfor av 20 par med selskaper som i utgangspunktet skal være mest mulig like. Av den grunn vil utvalget bli analysert ved bruk av statistiske metoder som forutsetter observasjoner av matchede par. Den interessante parameteren ved sammenligning av to utvalg med matchede par er forventningsverdien til differansen mellom parrene. Hvis fordelingen til differansene er normalfordelt vil en parret t-test være best egnet. Dersom differansene ikke er normalfordelte er det mer hensiktsmessig å bruke en ikke-parametrisk test. Wilcoxons test for parrede observasjoner (Wilcoxons signed rank sum test) vil bli benyttet for å undersøke om forskjellen mellom de to utvalgene er signifikante. For hver variabel er det derfor undersøkt om fordelingen til differansene tilfredsstillende kravet om normalfordeling.

Ut i fra a priori informasjon kan det ikke utelukkes at variabelenes sanne forventningsverdi ligger til en av sidene for nullhypotesen. Det er derfor utført tosidige tester, med et signifikansnivå på 10 %. Utvalget består kun av 20 par med observasjoner og en tosidig test vil derfor være mest konservativ og tar best hensyn til kravet om forsiktighet. En tosidig test er også bedre egnet til å avdekke alle tilfeller av avvik mellom forventningsverdiene til de to utvalgene.

For hver variabel er følgende hypoteser testet:

$H_0$ : *Forventningsverdien til variablene for selskapene som er kjøpt opp og privatisert er lik forventningsverdien til selskapene som ikke er blitt kjøpt opp.*

$H_A$ : *Forventningsverdien til variablene for selskapene som er kjøpt opp og privatisert er ulik forventningsverdien til selskapene som ikke er blitt kjøpt opp.*

### **6.5.2 Regresjonsanalyse**

For å søke etter signifikante forskjeller mellom selskapene som er kjøpt opp og de som ikke er kjøpt opp er det også tatt i bruk regresjonsanalyse. I likhet med tidligere artikler (Weir et al., 2005a og b, Opler & Titman, 1993, Lehn & Poulsen, 1989) er flere binære logistiske regresjonsmodeller testet. En regresjon er et bedre statistisk verktøy til å undersøke hvordan den avhengige variabelen endrer seg hvis en av de uavhengige variablene forandres og de andre

variablene holdes konstant. De logistiske regresjonsligningene som er testet er satt sammen for å undersøke de mest interessante sammenhengene ut i fra teorien.

Den avhengige variabelen er satt til å være en dummy-variabel som har verdien én dersom selskapet har blitt kjøpt opp, og null dersom det ikke har blitt kjøpt opp. Avhengig variabel kan derfor tolkes som sannsynligheten for at et selskap blir kjøpt opp og privatisert. Når den avhengige variabelen har en dikotom natur vil bruk av OLS innebære en del svakheter. Fordelingen til feilleddene vil ikke være normalfordelt og det er fare for heteroskedastisitet. Modellen kan også gi meningsløse prediksjoner da verdien av den avhengige variabelen (sannsynligheten) kan anta verdier under null og over én. Binær logistisk regresjon er derfor brukt. En slik teknikk fjerner øvre og nedre grense for den avhengige variabelen slik at den kan anta alle verdier (Tuftes, 2000). Den logistiske modellen som er brukt har avhengig variabel:

$$Z_i = \ln (P_i / (1 - P_i))$$

der  $P_i$  er sannsynligheten for at et selskap skal bli kjøpt opp og  $1 - P_i$  er sannsynligheten for å ikke bli kjøpt opp. Avhengig variabel ( $Z_i$ ) er derfor logaritmen til oddsen for å bli privatisert. De viktigste modellene som er estimert er:

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 FCF2_i - \beta_2 SalgsV1_i + \beta_3 EK2_i + \beta_4 Skatt_i - \beta_5 EBITM1_i - \beta_6 Q_i - \beta_7 EV/EBIT_i + \beta_8 AksjeInst_i \quad (1)$$

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 FCF2_i - \beta_2 SalgsV1_i + \beta_3 EK2_i + \beta_4 Skatt_i - \beta_5 EBITM1_i - \beta_6 EV1_i - \beta_7 EV/EBIT_i + \beta_8 AksjeInst_i \quad (2)$$

$$Z_i = \beta_0 - \beta_1 SalgsV1_i + \beta_2 EK2_i - \beta_3 EBITM1_i - \beta_4 EV/EBIT_i + \beta_5 AksjeInst_i \quad (3)$$

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 EK2_i - \beta_2 EBITM1_i - \beta_3 EV1_i - \beta_4 EV/EBIT_i + \beta_5 AksjeInst_i \quad (4)$$

Tabell 7 viser hvilke uavhengige variabler som er brukt i logit-ligningene. Variablene er beregnet på samme måte som beskrevet tidligere i utredningen. Den forventede sammenhengen mellom sannsynligheten for å bli kjøpt opp og de ulike uavhengige variablene er også predikert. Prediksjonene er begrunnet ut i fra teoriene og hypotesene som er beskrevet i kapittel 5. For eksempel er det forventet at en økning i fri kontantstrøm-marginen (FCFM1 eller FCFM2) til et selskap vil gi en høyere sannsynlighet (log-odds) for at selskapet skal bli kjøpt opp og privatisert. Denne forventede positive sammenhengen forklares ut i fra hypotesen om at det er høyere sannsynlighet for at selskaper med høy fri kontantstrøm kjøpes opp og privatiseres.

**Tabell 7: Forventet sammenheng mellom avhengig variabel og de uavhengige variablene.**  
*Tabellen beskriver den forventede sammenhengen mellom sannsynligheten for å bli kjøpt opp og en økning i uavhengig variabel i regresjonsmodellene. Sammenhengen er beskrevet som forventet fortegn på koeffisientene i regresjonene. Hvilken hypotese som er utgangspunkt for prediksjonen er også angitt.*

Uavhengig variabel	Hypotese	Forventet fortegn
FCFM	Høy fri kontantstrøm	Positivt
SalgsV	Dårlige vekstmuligheter	Negativt
EK	Høy egenkapitalandel	Positivt
G/EK	Lav gjeldsgrad	Negativt
Skatt	Betaler mer i skatt	Positivt
EBITM	Underprestering/undervurdering	Negativt
ROA	Underprestering/undervurdering	Negativt
Q	Underprestering/undervurdering	Negativt
EV	Underprestering/undervurdering	Negativt
EV/EBIT	Underprestering/undervurdering	Negativt
AksjeInst	Høyere eierandeler hos institusjonelle investorer	Positivt

## 7. Resultater

### 7.1 Univariat analyse

Resultatene av den univariate analysen presenteres i denne delen. Først blir resultatene som har med corporate governance og agentkostnader presentert, deretter kommer resultatene fra analysen av kapitalstrukturvariablene. Tilslutt kommer resultatene fra variablene som måler størrelsen på eierandelene til styret og institusjonelle investorer, og om selskapene har underprestert og er undervurdert.



### 7.1.1 Corporate Governance

Tabell 8 gir en oversikt over gjennomsnittlig differanse og median differanse mellom selskapene som er kjøpt opp og de som ikke er kjøpt opp. Variablene i tabellen kan si noe om den relative størrelsen på agentkostnadene til selskapene i de to utvalgene. For variablene der fordelingen til differansene er normalfordelt er p-verdien oppgitt både ved bruk av Wilcoxons test for parrede observasjoner og ved bruk av parret t-test. Negative differanser indikerer en høyere verdi på variabelen for selskapene som ikke har blitt kjøpt opp, mens en positiv verdi indikerer det motsatte.

Resultatene viser at begge variablene som måler fri kontantstrøm-margin er negative og ikke-signifikante. Det betyr at selskapene som har blitt kjøpt opp hadde en lavere FCF-margin enn selskapene som ikke har blitt kjøpt opp. Differansene er størst for gjennomsnittsverdiene, men medianverdiene gir samme resultat. Resultatene gir derfor ingen støtte til teori som sier at selskaper som blir kjøpt opp har høyere fri kontantstrøm. Salgsveksten ser også ut til å være lavere for selskapene som er blitt kjøpt opp, men forskjellene er ikke signifikante. Undersøkelse av Kontanter1 og Kontanter2 gir ingen grunn til å hevde at det er forskjeller i den relative kontantbeholdningen mellom de to utvalgene.

**Tabell 8: Analyse av forskjeller i variabler som påvirker agentkostnadene til et selskap**

Variabel	Gjennomsnitt		Median	Wilcoxon	Parret t-test
	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	P-verdi	P-verdi
FCFM1 (%)	-1,30	-1,30	-0,60	0,287	Ikke normalfordelt
FCFM2 (%)	-2,00	-2,00	-1,60	0,162	Ikke normalfordelt
SalgsV1 (%)	-7,10	-7,10	-7,00	0,255	Ikke normalfordelt
SalgsV2 (%)	0,30	0,30	-2,50	0,984	0,936
Kontanter1 (%)	2,40	2,40	0,20	0,668	Ikke normalfordelt
Kontanter2 (%)	-0,20	-0,20	-0,20	0,538	Ikke normalfordelt

\*\* Signifikant ved 5 % signifikansnivå

\* Signifikant ved 10 % signifikansnivå

### 7.1.2 Kapitalstruktur

Variablene i tabell 9 tar for seg ulike forhold ved selskapenes kapitalstruktur, i tillegg til betalt skatt. Resultatene i tabellen illustrerer at det nesten ikke er forskjeller mellom egenkapitalandelen til selskapene som er kjøpt opp og selskapene som ikke er kjøpt opp. Den andre variabelen som

går direkte på selskapenes kapitalstruktur er forholdet mellom netto gjeld og egenkapital. Differansen mellom de to utvalgene er marginal også for denne variabelen. Ingen av forskjellene er signifikante. Resultatene gir heller ingen støtte til teori om at selskapene som er kjøpt opp betaler mer i skatt. Når det gjelder soliditetsforholdet og rentedekningsgrad er det ingenting som tyder på signifikante forskjeller mellom de to utvalgene. Differansen for gjennomsnittlig rentedekningsgrad er riktignok stor, men median differanse er marginal, og med motsatt fortegn. Dette kan forklares ved at det er store forskjeller mellom selskapene i noen av parene.

**Tabell 9: Tabellen viser forskjeller mellom de to utvalgenes kapitalstruktur**

Variabel	Gjennomsnitt		Median	Wilcoxon	Parret t-test
	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	P-verdi	P-verdi	P-verdi
EK1 (%)	-0,60	0,40	0,867	0,898	
EK2 (%)	-2,90	-1,70	0,867	0,498	
G/EK1 (%)	-0,30	-8,00	0,779	0,990	
G/EK2 (%)	-2,00	2,60	0,985	0,927	
Skatt (%)	-0,50	-0,50	0,225	Ikke normalfordelt	
Soliditet1 (%)	4,40	2,70	0,867	Ikke normalfordelt	
Soliditet2 (%)	-1,50	2,70	0,955	0,807	
RDGrad1	-5,53	0,10	0,723	Ikke normalfordelt	
RDGrad2	-2,82	0,46	0,955	Ikke normalfordelt	

### 7.1.3 Underprestering/undervurdering

Tabell 10 viser differanser i gjennomsnittsverdien og medianverdien for variabler som måler om selskapene som er kjøpt opp har vært undervurdert og om de har underprestert.

Undersøkelser av EBIT-marginen viser at selskapene som er blitt kjøpt opp har signifikant lavere EBIT-margin. En lavere EBIT-margin indikerer at lønnsomheten er dårligere. Begge variablene er signifikante ved 5 % signifikansnivå, noe som kan tyde på at problemene med dårlig lønnsomhet også har vart over et lengre tidsrom. ROA er et annet forholdstall som måler lønnsomheten til et selskap. Både gjennomsnittsverdiene og medianverdiene viser negative differanser. Det betyr at selskapene som ikke har blitt kjøpt opp har hatt en høyere avkastning på eiendelene enn selskapene som har blitt kjøpt opp, men resultatet er ikke signifikant.

Resultatene kan også tyde på at de privatiserte selskapene generelt har lavere pris-multipler og har hatt en dårligere utvikling i enterpriseverdi. Både gjennomsnittsverdien og medianverdien for

Q er negativ, men forskjellen er ikke signifikant. Fortegnet er derfor som forventet i henhold til teorien. Enterpriseverdien har utviklet seg svakere for selskapene som har blitt kjøpt opp. Variabelen EV1 gir signifikant støtte til teori om at selskapene som er kjøpt opp har hatt en svakere verdiutvikling. Forskjellene er signifikante ved 10 %. Fordelingen til EV1 er normalfordelt, og bruk av en parret t-test gir signifikans også ved 5 % signifikansnivå. Dette kan indikere at selskapene som har blitt kjøpt opp har blitt sett på som undervurderte, relativt til selskapene som ikke har blitt kjøpt opp. Over en periode på to år er det tegn på svakere utvikling i enterpriseverdi blant de privatiserte selskapene, men forskjellene er ikke signifikante. Forholdet mellom markedspris og fortjeneste per aksje gir også signifikante forskjeller mellom selskapene. Bruk av Wilcoxon-testen og t-test gir signifikans på henholdsvis 5 og 10 % signifikansnivå. Variabelen EV/EBIT er signifikant, men ikke i like sterk grad som for P/E. En p-verdi på 9,8 % gir signifikans ved bruk av 10 % signifikansnivå. Variabelen som måler likviditeten i aksjene viser stor forskjell mellom gjennomsnittlig differanse og median differanse, men begge tyder på at selskapene som er blitt kjøpt opp har høyere likviditet i aksjen. Forskjellene er ikke signifikante. Resultatene viser ingenting som tyder på at styremedlemmene har større eierandeler i selskaper som er blitt kjøpt opp. Det er derimot funnet at institusjonelle investorer har større eierandeler i selskaper som har blitt privatisert. Dette resultatet er signifikant på 5 %.

**Tabell 10: Forskjeller mellom de to utvalgene. Variablene måler om et selskap har underprestert/er undervurdert.**

Variabel	Gjennomsnitt		Median	Wilcoxon	Parret t-test
	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	Kjøpt opp - Ikke kjøpt opp	P-verdi	P-verdi
EBITM1 (%)	-5,60	-4,10	-4,10	0,026**	Ikke normalfordelt
EBITM2 (%)	-5,10	-3,30	-3,30	0,035**	Ikke normalfordelt
ROA1 (%)	-3,60	-1,80	-1,80	0,360	Ikke normalfordelt
ROA2 (%)	-3,10	-1,60	-1,60	0,401	Ikke normalfordelt
Q	-0,90	-0,14	-0,14	0,401	Ikke normalfordelt
EV1	-0,25	-0,18	-0,18	0,067*	0,042**
EV2	-0,35	-0,22	-0,22	0,139	0,154
P/E	-10,05	-7,37	-7,37	0,032**	0,096*
EV/EBIT	-14,40	-4,50	-4,50	0,098*	Ikke normalfordelt
Likviditet (%)	30,30	10,90	10,90	0,147	Ikke normalfordelt
AksjeStyret (%)	2,10	0,00	0,00	0,798	Ikke normalfordelt
AksjeInst (%)	11,40	21,40	21,40	0,029**	Ikke normalfordelt

\*\* Signifikant ved 5 % signifikansnivå

\* Signifikant ved 10 % signifikansnivå

## 7.2 Logistisk regresjon

Tabell 11 gir en oversikt over korrelasjonen mellom utvalgte uavhengige variabler. Høye korrelasjonskoeffisienter kan indikere sterk multikollinearitet mellom forklaringsvariablene. Tabellen viser blant annet at korrelasjonen er høy mellom FCF2 og EBITM1, EBITM2 og Skatt. Disse variablene bør derfor ikke inkluderes i samme modell. Teoretisk er det derimot interessant å inkludere alle variablene som kan bidra til å forklare sannsynligheten for at et selskap blir kjøpt opp og privatisert i samme ligning. Tabell 12 viser resultatene fra fire ulike modeller der to av modellene ikke tar hensyn til at det er høy korrelasjon mellom flere av variablene.

**Tabell 11: Korrelasjonsmatrise**

	FCF2	SalgsV1	EK2	Skatt	EBITM1	EBITM2	ROA1	Tobin's Q	EV1	EV/EBIT	Aksjelnst
FCF2	1,00										
SalgsV1	-0,13	1,00									
EK2	0,23	0,04	1,00								
Skatt	0,73	0,07	0,40	1,00							
EBITM1	0,56	0,17	0,33	0,72	1,00						
EBITM2	0,58	0,19	0,35	0,77	0,97	1,00					
ROA1	0,28	0,06	0,59	0,37	0,67	0,61	1,00				
Tobin's Q	0,33	0,16	0,68	0,45	0,61	0,58	0,85	1,00			
EV1	-0,17	0,57	0,15	0,02	0,32	0,30	0,31	0,36	1,00		
EV/EBIT	0,03	-0,02	-0,10	-0,16	-0,14	-0,12	-0,19	0,02	0,03	1,00	
Aksjelnst	0,10	-0,21	-0,29	0,14	0,08	0,07	-0,17	-0,28	-0,31	-0,39	1,00

Modell 1 og modell 2 viser resultatene fra den opprinnelige regresjonsmodellen, der alle variablene er inkludert. I modell 2 er variabelen Q byttet ut med EV1 for å undersøke et annet mål på potensiell undervurdering. Ser en bort i fra at flere av variablene korrelerer sterkt med hverandre, kan begge modellene antas å gi en god forklaring på sannsynligheten for å bli kjøpt opp. Kjikvadrat-testen som er oppgitt under AksjeInst tester nullhypotesen om at alle koeffisientene er null, og denne forkastes på henholdsvis 1 og 5 % signifikansnivå. Det er derfor tilstrekkelig bevis til å hevde at minst en av koeffisientene er ulik null. De tre kjikvadrat-verdiene som er rapportert nederst i tabellen er resultatet av en "goodness of fit"-test. Ikke signifikante verdier betyr at p-verdiene er høye, og indikerer at det er utilstrekkelig bevis til å hevde at modellen ikke er godt tilpasset til dataene.

EBITM1 er signifikant på 5 % signifikansnivå i modell 1, og på 10 % i modell 2. Dette indikerer at selskapene som er blitt kjøpt opp og privatisert av PE-fond har dårligere lønnsomhet enn selskapene som ikke er blitt kjøpt opp. Resultatet gir støtte til teori om at selskapene har underprestert. Selskapene som har blitt kjøpt opp har også en signifikant høyere andel institusjonelle investorer. AksjeInst er signifikant på 5 % signifikansnivå i begge modellene.

Resultatet av regresjonene gir ingen signifikant støtte til hypotesen om at selskapene som er kjøpt opp er undervurderte relativt til selskapene som ikke er kjøpt opp. Koeffisienten for EV/EBIT indikerer riktignok en negativ sammenheng mellom sannsynligheten for å bli kjøpt opp og verdien på variabelen. Fortegnet på koeffisienten til Q og EV1 indikerer derimot at sannsynligheten for å bli kjøpt opp stiger ved høyere verdi på variablene. Dette er overraskende både ut i fra resultatene av den univariate analysen og ut i fra teori.

Regresjonene gir heller ingen bevis om at selskapene som er kjøpt opp har lavere vekst og høyere egenkapitalandel. Koeffisienten til fri kontantstrøm er positiv, men ikke signifikant i begge modellene. Det er derfor ingen støtte til hypotesen om at selskapene som har blitt kjøpt opp har høyere fri kontantstrøm. Hypotesen om at selskapene som har blitt kjøpt opp betaler mer skatt får heller ikke signifikant støtte. I modell 3 og 4 er det tatt hensyn til at variabler med for høy korrelasjon ikke skal inkluderes i samme ligning. EBITM1 er signifikant på 10 % signifikansnivå i begge modellene og gir derfor ytterligere bevis for at selskapene som har blitt kjøpt opp har underprestert. AksjeInst er signifikant på 5 % i modell 3 og 4, og støtter hypotesen om at selskapene som har blitt kjøpt har høyere andel institusjonelle investorer. Resultatene gir derimot ingen signifikant støtte til hypotesene om lavere vekstmuligheter, høyere egenkapitalandel eller undervurdering målt ved EV1 og EV/EBIT.

Flere regresjonsmodeller ble testet for å undersøke andre variabler. Fire av disse modellene er inkludert i appendiks V. EBITM2 var negativ og signifikant, og gir støtte til hypotesen om at selskapene har underprestert også over et lengre tidsrom. For å undersøke et annet mål på underprestasjon ble EBITM-variablene byttet ut med ROA. Koeffisienten ble funnet å være negativ, men ikke signifikant. Resultatet gir derfor ingen signifikant støtte til hypotesen. Videre var AksjeInst positiv og signifikant i alle modellene som ble testet. I likhet med de fire første modellene var verken FCF2, SalgsV1, EK2, Skatt og Q signifikante. EV/EBIT var negativ i alle modellene, men heller ikke denne var signifikant.

Ytterligere analyser ble foretatt for å undersøke modellens robusthet. G/EK, soliditet og rentedekningsgrad ble testet i stedet for EK2. Ingen av variablene var signifikante, og det hadde heller ingen innvirkning på resultatene. Videre ble EV2 testet i stedet for EV1 og Q, men heller ikke denne variabelen var signifikant.

**Tabell 12: Logistiske regresjoner over sannsynligheten for at et selskap skal kjøpes opp**

Variabel	Modell 1		Modell 2		Modell 3		Modell 4	
	Koeffisient	p-verdi	Koeffisient	p-verdi	Koeffisient	p-verdi	Koeffisient	p-verdi
Konstant	0,6184	(0,831)	-1,71729	(0,616)	-0,6778	(0,772)	-1,4181	(0,666)
FCF2	7,6835	(0,681)	9,83678	(0,567)				
SalgsV1	-1,2768	(0,563)	-1,87977	(0,411)	-1,0950	(0,536)		
EK2	-1,6626	(0,745)	0,615614	(0,895)	1,5749	(0,696)	1,9701	(0,623)
Skatt	6,5411	(0,917)	15,5783	(0,817)				
EBITM1	-48,3850	(0,032)**	-38,2469	(0,054)*	-30,1919	(0,064)*	-29,7308	(0,066)*
Q	0,9292	(0,168)						
EV1			1,22188	(0,541)			0,3318	(0,844)
EV/EBIT	-0,0471	(0,659)	-0,031903	(0,684)	-0,0173	(0,607)	-0,0290	(0,672)
AksjeInst	10,8110	(0,040)**	9,45367	(0,045)**	8,9945	(0,031)**	9,4491	(0,033)**
Kjikkvadrat		20,5***		19,1**		18,3**		17,9***
Pearson kjikkvadrat		28,5		25,6		25,1		23,9
Deviance kjikkvadrat		26,7		28,0		28,9		29,2
Hosmer-Lemeshow kjikkvadrat		9,4		5,8		4,0		10,7

\*\*\* Signifikant ved 1 % signifikansnivå

\*\* Signifikant ved 5 % signifikansnivå

\* Signifikant ved 10 % signifikansnivå

Deretter ble det konstruert to dummy-variabler for å se om det hadde noen betydning at selskapene kom fra ulike land. En dummy-variabel tok verdien én for selskaper som kom fra Norge, og en annen tok verdien én hvis selskapet kom fra Sverige. Det ble også laget en dummy-variabel som tok verdien én dersom et selskap var fra industrisektoren, og null dersom det kom fra en av de andre sektorene. Dette ble gjort for å fange opp eventuelle forskjeller i særtrekkene mellom de ulike industriene. Ingen av dummy-variablene var signifikante, og resultatene for de andre variablene ble heller ikke nevneverdig forskjellige. AksjeInst og EBITM1 og 2 var fortsatt signifikante i alle modellene. Det kan derfor konkluderes med at resultatene som er presentert ser ut til å være robuste.

### 7.3 Tolkning av resultatene

Resultatene ga ingen støtte til hypotesen om høyere agentkostnader som et resultat av høy fri kontantstrøm, høy relativ kontantbeholdning og lav vekst. Disse resultatene er i samsvar med nyere forskning, som Weir et al. (2005a og b) og Halpern et al. (1999), men bryter med tradisjonelle forklaringer på hvorfor selskaper privatiseres.

Analysen av selskapenes kapitalstruktur ga heller ingen støtte til hypotesene om forskjeller mellom selskapene som er kjøpt opp og selskapene som ikke er kjøpt opp. Relativt identiske gjennomsnitt- og medianverdier tyder på homogene forhold. Dette kan tolkes som at en aktuell oppkjøpskandidat skal ha et akseptabelt gjeldsnivå, men så lenge dette kriteriet er oppfylt vil ikke forhold ved kapitalstrukturen være avgjørende for om et selskap skal kjøpes opp. I likhet med Weir et al. (2005a) gir resultatene ingen støtte til hypotesen om at selskapene som er privatisert betaler mer i skatt. Skattefordeler ser derfor ikke ut til å være den viktigste årsaken til at et selskap tas av børs.

EBIT-marginen til selskapene som har blitt kjøpt opp viste seg å være signifikant lavere enn EBIT-marginen til selskapene som ikke har blitt kjøpt opp. Dette resultatet gir støtte til hypotesen om at selskapene som blir kjøpt opp har prestert dårligere enn sammenlignbare selskaper. Det kan være flere årsaker til at disse selskapene har dårligere lønnsomhet. Lav EBIT-margin kan være et resultat av problemer med effektiviteten og høye kostnader. Det kan også komme av dårlig ledelse, og ofte velger PE-selskapene og bytte ut deler av eller hele ledelsen etter at de har tatt selskapet av børs. Forskjellene i ROA mellom de to utvalgene var negativ, men ikke signifikant. Hypotesen om at selskaper som blir privatisert har underprestert får derfor delvis støtte. Regresjonene bekreftet resultatene fra den univariate analysen, og styrket dermed bevisene om at selskapene som har blitt privatisert har underprestert i form av lavere EBIT-marginer.

Videre ga resultatene av den univariate analysen størst støtte til hypotesen om at selskapene som er kjøpt opp har en tendens til å være undervurdert, relativt til sammenlignbare selskaper. Alle de fem variablene som måler om selskapene er undervurdert er negative og tre av dem er signifikante. Regresjonsanalyse ga derimot ingen resultater som tyder på at selskapene som har blitt kjøpt opp er undervurdert relativt til selskapene som ikke har blitt kjøpt opp. Dette kan

skyldes høy varians og for få observasjoner, men vil uansett svekke resultatene i den univariate analysen. Samtidig skal det nevnes at variabelen P/E, som var mest signifikant i den univariate analysen, er utelatt fra de multiple regresjonene. Årsaken til det er at en del selskaper hadde meningsløse P/E-verdier, slik at regresjonene måtte ha blitt kjørt med enda færre observasjoner. Hypotesen om at selskapene som er kjøpt opp har vært undervurderte får derfor begrenset støtte.

Det ble funnet at institusjonelle investorer har en relativt høyere eierandel i selskapene som har blitt kjøpt opp. Dette resultatet var signifikant både i den univariate analysen og i alle regresjonsmodellene. En forklaring kan være at oppkjøpet gir institusjonene anledning til å selge seg ut av selskap som har underprestert med begrenset tap eller en gevinst. Resultat støtter hypotesen om at finansielle insentiver er gjeldende i forbindelse med et oppkjøp. Selv om regresjonene ikke ga noen støtte til hypotesen om at selskapene som kjøpes opp er undervurderte tilbyr PE-selskapene ofte en pris høyt over markedsprisen. Institusjonelle investorer kan se på denne budpremien som en mulighet til å sikre seg avkastning. Gjennomsnittlig budpremie for 19 av selskapene var på 20 % over markedspris dagen før oppkjøpet ble annonsert<sup>9</sup>. Budpremien er signifikant forskjellig fra null, og kan ses på som et svakt bevis på at markedet har undervurdert selskapene.

Private equity-selskapene går ut med en pressemelding i forbindelse med annonsering av et oppkjøp eller et oppkjøpstilbud. Et kort sammendrag av pressemeldingen for hvert av oppkjøpene i utvalget er gjengitt i appendiks VI. I pressemeldingen beskrives bakgrunnen og motivet for oppkjøpet. Undersøkelser av pressemeldingene gir ytterligere støtte til hypotesen om at selskapene har underprestert. Problemer med lønnsomhet som følge av økte kostnader nevnes i flere av dem. Samtidig oppgis det i nesten samtlige pressemeldinger at selskapet går inn i en fase med store muligheter for vekst og innovasjon. Ofte er det vanskelig å overbevise det offentlige kapitalmarkedet, med overvåking av passive institusjonelle investorer og et kortsiktig fokus, om lønnsomheten av de nye mulighetene. Det vil derfor ikke være mulig å utnytte mulighetene til vekst mens selskapet er børsnotert. PE-selskapene har finansielle midler til å finansiere ekspansjon, og er derfor ikke avhengig av aksjemarkedet. PTP-transaksjoner er derfor en måte å kjøpe opp og privatisere selskaper, restrukturere dem, la dem vokse, for deretter å børsnotere

---

<sup>9</sup> Informasjon om budpremien var tilgjengelig for alle selskapene i utvalget, bortsett fra BPA AB.



selskapet igjen på et senere tidspunkt. PE-markedet spiller derfor en viktig rolle når det gjelder å utnytte mulighetene i disse selskapene og forbedre resultatene deres (Wright et al., 2000). Resultatene i utredningen støtter, som tidligere nevnt, delvis en hypotese om at selskapene har underprestert/er undervurdert relativt til selskaper som ikke har blitt kjøpt opp. Pressemeldingene gir derimot uttrykk for at selskapene har underprestert/er undervurdert ut i fra sitt eget potensial. Dette resultatet bevises ikke på noen måte i denne utredningen, men det er likevel en mulig forklaring på hypotesen om underprestering/undervurdering.

## **7.4 Svakheter**

Denne delen av oppgaven tar for seg svakheter og begrensninger ved undersøkelsene. Svakheter i forbindelse med datamaterialet vil bli presentert først og deretter kommer en del som tar for seg svakheter ved metoden og resultatene.

### **7.4.1 Datamaterialet**

Den største svakheten ved denne undersøkelsen er at utvalget er relativt lite. Det ble stilt strenge krav til hva som ble klassifisert som et oppkjøp gjennomført av et PE-fond. Dette er gjort for å luke ut oppkjøp der årsakene til oppkjøpet er andre faktorer enn de som kun er forbundet med selskapet isolert sett. En reduksjon i utvalgsstørrelsen kan føre til at kvaliteten ved undersøkelsen reduseres. Riktignok er det nok observasjoner til at både t-fordelingen og Wilcoxon-testen kan brukes. Enkelte av selskapene manglet data for noen av variablene, og testene foretatt på disse variablene består derfor av så få som 12 par med observasjoner. Når utvalget er så lite er det problematisk å generalisere resultatene. I tillegg ble 14 selskaper utelatt fra det endelige utvalget på grunn av vanskeligheter med innhenting av data. Dette kan føre til skjevheter i utvalget.

Datamaterialet er innhentet gjennom årsrapporter, databaser og annen offentlig tilgjengelig informasjon. Dette er pålitelige kilder, men ved analyse av regnskapsinformasjon er det viktig å studere hva som ligger bak tallene. Ingen av regnskapstallene er normalisert i denne analysen. Dette betyr at tallene for noen av selskapene vil være sterkt påvirket av restruktureringer og andre spesielle forhold, og at sammenligning mellom ulike år kan gi lite mening. Overgangen fra

NGAAP til IFRS i 2005 medfører også problemer med sammenligninger, men det ble ansett som for tidkrevende å normalisere alle tall.

Det viste seg å være store forskjeller mellom gjennomsnitt og median for de fleste av variablene. I kombinasjon med relativt høye standardavvik tyder dette på et heterogent utvalg. Wilcoxon-testen for parrede observasjoner tar utgangspunkt i medianen og ikke i gjennomsnittet. Ved stor spredning i utvalget er analyser av medianverdien ansett som mer representative, slik at bruk av Wilcoxon-testen begrenser svakhetene tilknyttet det heterogene utvalget. Det er uansett en svakhet at utvalget er så spredt.

For noen av selskapene var det problemer ved beregning av de ulike multiplene. Selv om datamaterialet var tilstrekkelig gjorde negative tall det umulig å kalkulere meningsfulle multipler. Veldig små eller store verdier på enkelte av regnskapstallene førte til urealistiske multiplerverdier og derfor at enkelte observasjoner måtte utelates fra analysen.

#### **7.4.2 Metode og resultatene**

Det største problemet med metoden var å finne passende sammenlignbare selskaper. Hensikten med å finne selskaper som opererer innenfor samme type industri og av samme størrelse er å kunne kontrollere faktorer som påvirkes av generelle industri- og størrelsesforhold. For en del av selskapene er ikke disse kravene tilstrekkelig oppfylt, noe som kan gi utslag i forskjeller mellom variablene. Det overordnede kravet var at parrene av selskaper skulle være klassifisert innenfor samme GICS-sektor. Forskjellene mellom selskapene innenfor hver sektor kan være store, slik at dette kravet ikke nødvendigvis gir sammenligning mellom like selskaper. Det er også to tilfeller der selskapene som sammenlignes ikke kommer fra samme land. Hensynet til mest mulig like produkter/tjenester er blitt prioritert, og det er usikkert hvor stor betydning forskjellig hjemland har å si for de ulike variablene.

Det er ikke tatt hensyn til at selskaper som sammenlignes befinner seg på forskjellige nivåer i livssyklusen. Modne selskaper som har vært børsnotert i en lang periode vil sannsynligvis ha forskjellige forholdstall og en helt annen utvikling enn unge selskaper som nettopp har blitt notert.

Kieschnick (1998) kommenterer at et utvalg med like mange observasjoner fra to undergrupper der de virkelige andelene for de to gruppene er helt forskjellig kan gi skjevheter i estimatorene. Denne utredningen består av et utvalg med like mange selskaper som er kjøpt opp og privatisert som selskaper som ikke er kjøpt opp og privatisert. Den virkelige andelen av selskaper som er kjøpt opp og privatisert er mye lavere, og både koeffisientene og variansene som er estimert kan derfor være preget av skjevheter. Skjevhetene forsterkes når utvalget er lite. Dette problemet kunne blitt løst ved kjøre regresjoner med et større utvalg av selskaper som ikke har blitt kjøpt opp.

Det er også knyttet en del svakheter til valg av variabler og beregningene av disse. Beregningen av fri kontantstrøm er en teoretisk riktig beregning, men den tar ikke hensyn til utbetaling av dividende. Selskaper som har høy fri kontantstrøm vil ikke nødvendigvis ha høye agentkostnader dersom en stor del av kontantstrømmen brukes til utbetaling av dividende. P/E-forholdene er beregnet ved bruk av markedsprisen og fortjenesten til et selskap ved tidspunkt  $t$ . En investor som kjøper en aksje vil ha rettigheter til selskapets fremtidige fortjeneste. P/E-forholdet beregnet i denne oppgaven er derfor misvisende siden fortjenesten brukt i nevneren er et mål på tidligere resultater, og ikke fremtidig inntjening, som er basis for markedsverdien. Enkelte hevder at P/E-forholdet gir uttrykk for den veksten markedet forventer i et selskap. Et signifikant høyere P/E-forhold blant bedrifter som ikke er kjøpt opp kan da tolkes som at markedet forventer en høyere vekst i disse selskapene. EV/EBIT-multiplen er et bedre mål på et selskaps relative verdi. Problemer i tilknytning til kapitalstruktur og engangsgevinster/tap elimineres også, i motsetning til P/E (Koller et al., 2005). Når det gjelder variablene EK og G/EK så skal de fungere som et mål på ubrukt lånekapasitet i et selskap. Variablene måler historisk kapitalstruktur og sier noe om hvordan selskapene er finansiert, men det kan diskuteres om dette er gode mål på ubrukt lånekapasitet og potensial til å øke gjelden.

Forskjellige resultater i den univariate analysen og i regresjonsmodellene er også en svakhet ved analysene. Den univariate analysen ga signifikante forskjeller i EV1 og EV/EBIT mellom de to gruppene av selskaper, mens ingen av regresjonsmodellene ga de samme signifikante variablene. Regresjonsmodellene er kun testet på 34 observasjoner. Det vil si at det er 17 selskaper som er kjøpt opp og 17 selskaper som ikke er kjøpt opp. I den univariate analysen er flere av variablene

analysert med 40 observasjoner. Færre observasjoner gir dårligere resultater, og derfor er flere manglende verdier en svakhet ved regresjonene.

Høy korrelasjon mellom mange av variablene er også med på å svekke regresjonsmodellene. For å unngå multikollinearitet bør variabler med en korrelasjon større enn 0,5 ikke tas med i samme modell. For de modellene der det er tatt hensyn til høy korrelasjon er derfor variabler som kan bidra til å forklare sammenhengene i modellen utelatt. Samtidig har noen av variablene som er inkludert i disse modellene en korrelasjon i intervallet 0,3-0,5. Korrelasjon større enn 0,3 anses som lite bra, og variablene bør derfor behandles med forsiktighet. Det skal bemerkes at resultatene stor sett var identiske, uavhengig om det ble tatt hensyn til korrelasjonen.

## **8. Konklusjon**

Denne utredningen har studert 20 børsnoterte selskaper som har blitt kjøpt opp og privatisert av private equity-fond i perioden 1999-2007. Hensikten har vært å undersøke om disse 20 selskapene har noen felles særtrekk som er signifikant forskjellig fra selskaper som ikke har blitt kjøpt opp. Mer spesifikt har utredningen analysert forhold ved eierstrukturen, finansielle variabler og regnskapsbaserte variabler for selskapene som er kjøpt opp, og sammenlignet dem med et matchende utvalg av selskaper som ikke er blitt kjøpt opp. Univariat analyse har gitt støtte til hypotesen om at selskapene som har blitt kjøpt opp har underprestert og kan ses på som undervurderte relativt til selskaper som ikke har blitt kjøpt opp. Signifikant lavere EBIT-margin, samt lavere P/E- og EV/EBIT-multipler og svakere utvikling i enterpriseverdi begrunner dette. Ikke signifikant ROA, Q-verdi og utvikling i enterpriseverdien over en lengre periode (EV2) svekker støtten til hypotesen. Videre avdekket regresjonsanalyse at kun EBIT-marginen var signifikant. Dette resultatet forsterker bevisene om at selskaper som kjøpes opp har underprestert i form av lavere EBIT-marginer. Samtidig begrenses den brede støtten til hypotesen om at selskapene har underprestert/er undervurdert fordi ingen av de andre variablene var signifikante. Analysen avdekket ingenting som tyder på at tradisjonelle forklaringer som høy fri kontantstrøm, lav salgsvækst og høy skatt er fellestrekk ved selskaper involvert i PTP-transaksjoner. Resultatene fra analysene presenterer derfor bevis som i større grad støtter at hypotesen om underprestering/undervurdering kan forklare hvorfor selskaper kjøpes opp, enn den tradisjonelle

hypotesen om høy fri kontantstrøm og lav vekst. Selv om bevisene ikke er avgjørende foreslår hypotesen at selskaper er attraktive oppkjøpskandidater fordi effektiviteten og resultatene kan forbedres uten at skalaen på driften forandres. Dette kan igjen føre til at verdien på selskapene stiger.

Det er også funnet at selskapene som har blitt kjøpt opp har større andel institusjonelle eiere, noe som kan tyde på at institusjonene har finansielle insentiver ved en privatisering av et selskap. Oppkjøpspremien som ofte er involvert i transaksjonene er en attraktiv mulighet til å sikre seg en god avkastning på investeringen, spesielt dersom selskapet har underprestert og oppfattes som undervurdert. Samtidig ble det ikke funnet bevis for at styret har høyere eierandeler i selskapene som har blitt privatisert. Det er heller ikke funnet at forhold ved kapitalstrukturen og evnen til å betjene gjeld er spesielt forskjellig fra selskaper som ikke har blitt kjøpt opp.

Undersøkelsene som er foretatt har avdekket flere spørsmål som kan være grunnlag for videre studier. For det første vil det være interessant å foreta en tilsvarende undersøkelse på et større utvalg av selskaper og se om resultatene blir sterkere og tydeligere. Hele analysen er preget av at utvalget er lite, og de store forskjellene mellom resultatene i den univariate analysen og regresjonsanalysen er et resultat av dette. En undersøkelse som sammenligner selskaper som er kjøpt opp med et større antall selskaper som ikke er kjøpt opp vil også kunne gi ytterligere forståelse. Videre kan det være interessant å undersøke andre variabler som kan gi uttrykk for problemer med corporate governance, siden agentteori er en så viktig del av teorien bak private equity-investeringer. En utredning som undersøker agentkostnader som følge av ikke-optimale interne systemer for kontroll og styring kan avdekke andre spesielle særtrekk som kan forklare hvorfor selskaper kjøpes opp og privatiseres. I tillegg vil en analyse av selskapene i perioden fra de blir kjøpt opp til de selges, eller eventuelt børsnoteres igjen, gi en dypere innsikt i hele prosessen. Analysen kan ta for seg omfanget av restruktureringer som blir gjennomført, innføring av nye kompensasjonssystemer, hvordan resultatene og marginene utvikler seg, og prising i forbindelse med en eventuell senere børsnotering. Dette kan gi en mer helhetlig forklaring på hvorfor selskapene kjøpes opp og hvilke grep som gjennomføres etter oppkjøpet. Det kan også bidra til ytterligere bevis som enten støtter eller motbeviser hypotesen om at selskapene har underprestert/er undervurdert.

## Litteraturliste

3i, "History of 3i", <<http://www.3i.com/about3i/history-of-3i.html>> (25.mars 2008).

Aksjespareforeningen i Norge (1999), "Aksje- og fondsguiden", Delphi Finansanalys AB.

Aksjespareforeningen i Norge (2003), "Aksje- og fondsguiden", Delphi Finansanalys AB.

Argentum (1), "Hvorfor investere i Private Equity",

<<http://www.argentum.no/index.php?struct=11&structinstance=58&lang=nor>> (26. mars 2008)

Argentum (2), "Dette er Argentum", <<http://www.argentum.no/index.php?struct=7&lang=nor>> (27. mars 2008)

Argentum (3), "Utviklingstrekk",

<<http://www.argentum.no/index.php?struct=84&structinstance=1997&lang=nor>> (27. mars 2008)

Argentum Fondsinvesteringer AS (2005), "Høringsuttalelse vedrørende forslag til regulering av spesialfond", <[www.argentum.no/pub/config/dir\\_struc\\_root/nedlastbare\\_filer/Specialfond.pdf](http://www.argentum.no/pub/config/dir_struc_root/nedlastbare_filer/Specialfond.pdf)> (3. mars 2008)

Baker, K. M. & Viksøy, M. (2006), "Private equity - Strukturert metodikk for eksepsjonell verdiskapning", *Praktisk økonomi og finans nr. 2*, side 1.

Berle, A. A. & Means, G. C. (1932), "The modern corporation and private property", New York: Macmillan.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2006), "Corporate Finance", 8th ed. McGraw-Hill.

Brooks, C. (2002), "Introductory econometrics for finance", 6th reprint, Cambridge University Press.

Bruton, G. D., Keels, J. K. & Scifres, E. L. (2002), "Corporate Restructuring and Performance: An Agency Perspective on the Complete Buyout Cycle", *Journal of Business Research* 55, side 709-724.

Bäckman, P., Johansson, B. & Persson, G. (2007), "Private Equity and the Privatization of Public Companies – A Case Study", Master Thesis, School of Business Economics and Law, Göteborg University.

The Centre for Management Buy-out Research (2007), "European Management Buy-out Review", Nottingham University Business School, Jan-Jun 2007.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Rice, E. (1984), "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholders' Wealth", *Journal of Law and Economics*, Vol. 27, side 367-402.

EVCA (2005), "EVCA Yearbook 2005", European Private Equity and Venture Capital Association.

EVCA (2007), "EVCA Yearbook 2007", European Private Equity and Venture Capital Association.

Fama, E. F. (1980). "Agency Problems and the theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88 (2), side 288.

Farrel, D. et al. (2007), "The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets", *The McKinsey Quarterly*, Oktober 2007, side 143-144.

Fox, I. & Marcus, A. (1992), "The causes and consequences of leveraged management buyouts", *Academic Management Review* 17, side 62-85.

Franklin Park (2005), "Private Equity Survey: Summer 2005",  
<[http://www.altassets.net/pdfs/franklinpark\\_Survey2005.pdf](http://www.altassets.net/pdfs/franklinpark_Survey2005.pdf)> (27.mars 2008)

Franks, J., Mayer, C. & Renneboog, L. (2001), "Who disciplines management of poorly performing companies?", *Journal of Financial Intermediation*, No. 10, side 209-248.

Gambro AB (2005), "Annual report Gambro AB 2005", <<http://www.gambro.com/int/About-Gambro/For-former-shareholders/reports/Post.aspx>> (2.april 2008)

Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1980), "Take-over bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, No. 11, s. 42-64.

- Grünfeld, L.A. & Jakobsen, E.W. (2007), "Private equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster?", Menon report nr. 2, side 2.
- Halpern, P., Kieschnick, R. & Rotenberg, W. (1999), "On the heterogeneity of leveraged going private transactions", *The Review of Financial Studies*, Vol.12, No. 2, side 281-309.
- Hausman, M. J. (2002), "Adequate Due Diligence: Are you sure?", *The Journal of Private Equity*, Fall 2002.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, s. 305-360.
- Jensen, M.C. (1986a), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review* 76, side 323-329.
- Jensen, M. C. (1986b), "The takeover controversy: Analysis and evidence", *Midland Corporate Finance Journal*, 4, side 6-32.
- Jensen, M. C. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), side 21.
- Jensen, M. C. (1989a), "The eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review* 67, side 61-74.
- Jensen, M. C. (1989b), "Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.2, No.1, side 35-44.
- Kaplan, S. (1989a), "Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value", *The Journal of Finance*, Vol. 44, No.3, s. 611-632.
- Kaplan, S. (1989b), "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value", *Journal of Financial Economics*, 24 (2), side 217.
- Keller, G. & Warrack, B. (2003), "Statistics for Management and Economics", 6<sup>th</sup> rd., Thomson Brooks/Cole.



- Kieschnick, R. L. (1998), "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions revisited", *Journal of Business Finance & Accounting* 25, side 187-202.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005), "Valuation", 4th ed., McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Lehn, K. & Poulsen, A. (1989), "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions", *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 3, side 771-787.
- Loos, N. (2005), "Value creation in leveraged buyouts", Dissertation No. 3052, The University of St. Gallen.
- Maupin, R. J. (1987), "Financial and stock market variables as predictors of management buyouts", *Strategic Management Journal*, Vol. 8, side 319-327.
- Nikoskelainen, E. (2006), "The Operating Characteristics of Leveraged Buyouts: Empirical Evidence from Europe", *LTA*, 3, side 296-335.
- Norges Bank (2008), <[http://www.norges-bank.no/Pages/Article\\_\\_\\_\\_26799.aspx](http://www.norges-bank.no/Pages/Article____26799.aspx)> (5.mai 2008)
- Oslo Børs (2008), <<http://www.oslobors.no/ob/borsregler>> (25.april 2008)
- Opler, T. & Titman, S. (1993), "The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs", *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 5., side 1985-1999.
- Pantheon (2007), "The 2007-2008 Russell Survey on Alternative Investing", Executive summary, Pantheon Russel Private Equity, <[http://www.pantheonventures.com/Public/Research\\_Commentary/default.aspx](http://www.pantheonventures.com/Public/Research_Commentary/default.aspx)> (5. mars 2008)
- Renneboog, L., Simons, T. & Wright, M. (2005), "Leveraged public to private transactions in the UK", TILEC Discussion Paper, Tilburg University.
- Smith, A. J. (1990a), "Corporate ownership structure and performance", *Journal of Financial Economics*, 27 (1), side 143.
- Smith, A. (1990b), "The effects of leveraged buyouts", *Business Economics*, 25 (2), side 19.

SVCA (2007), "Introduction to the Swedish Private Equity Market", Swedish Private Equity & Venture Capital Association, <<http://www.svca.se/home/index.asp?sid=370&mid=1>> (28. mars 2008)

Tufte, P. A. (2000), "En intuitiv innføring i logistisk regresjon", SIFO, Arbeidsnotat nr. 8, juni 2000.

Upton, G. & Cook, I. (2001), "Dictionary of Statistics", Oxford University Press, s.322.

Weir, C., Laing, D. & Wright, M. (2005a), "Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private", *Applied Financial Economics*, 15:13, side 947-961.

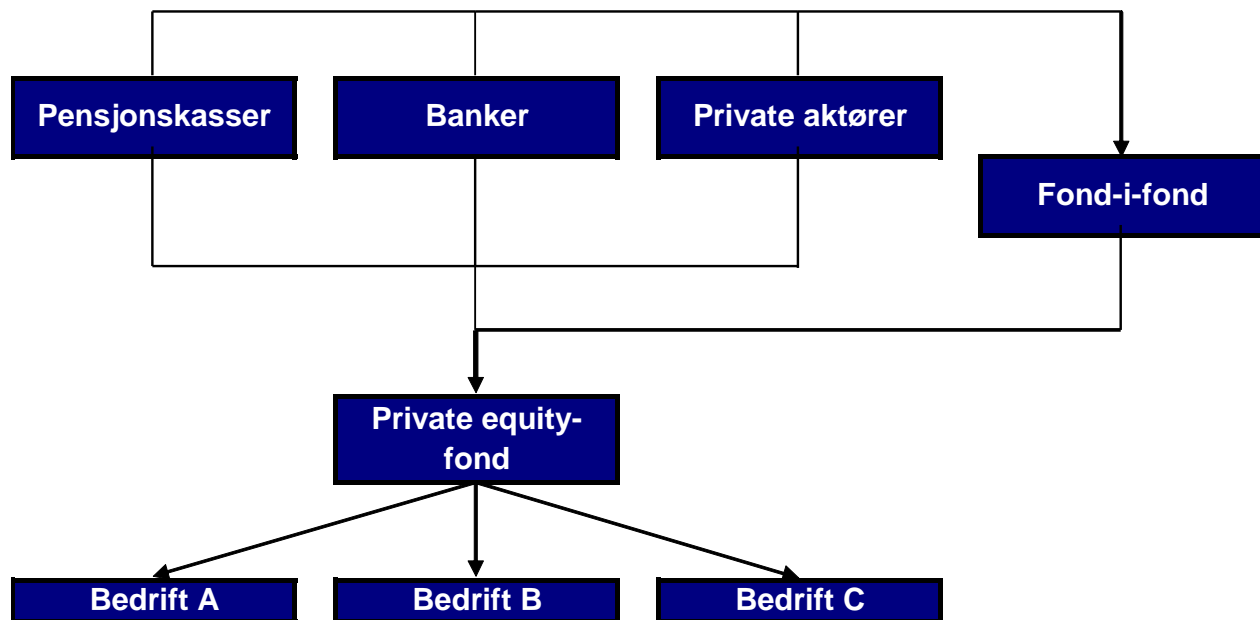
Weir, C., Laing, D. & Wright, M. (2005b), "Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK", *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5) & (6), side 909-943.

Wright, M., Hoskisson, R.E., Busenitz, L.W. & Dial, J. (2000), "Entrepreneurial Growth Through Privatisation: The Upside of Management Buy-outs", *Academy of Management Review*, Vol. 25, side 591-601.

## Appendiks

### Appendiks I: Organiseringen av en investering i private equity

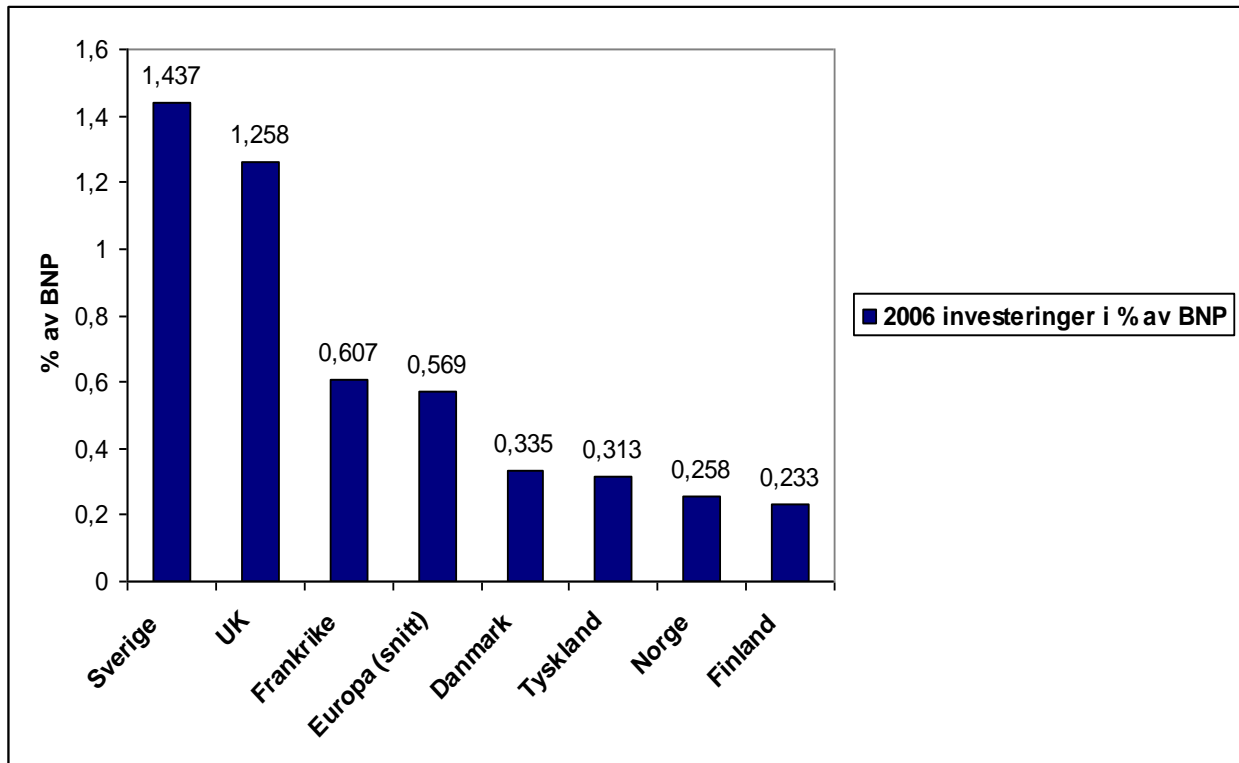
*Institusjonelle investorer, banker, private investorer og fond-i-fond investerer i et PE-fond. Et PE-selskap, som selv ofte har investert en andel, forvalter fondet. PE-selskapet investerer deretter fondets kapital i utvalgte porteføljeselskaper.*



**Kilde: Argentum (2005)**

## Appendiks II: Private equity-investeringer i prosent av landets BNP

Figuren gir en oversikt over private equity-investeringer i utvalgte europeiske land som % av landets BNP. Sverige har den høyeste prosentandelen med 1,43 %, etterfulgt av Storbritannia og Frankrike. Norge har en relativt lav andel (0,258 %), og ligger godt under snittet for hele Europa (0,569 %). Også Danmark har en lavere prosentandel enn det europeiske snittet.



Kilde: EVCA (2007)

### Appendiks III: Variabler for selskapene som har blitt kjøpt opp

Tabellen viser de resterende variablene for hvert av selskapene som har blitt kjøpt opp, og er således et tillegg til tabell 4 i kapittel 6. Også denne tabellen avdekker store forskjeller mellom de ulike selskapene for hver variabel. For enkelte av selskapene har ikke variabelen noen verdi grunnet mangel på informasjon.

Nr.	Selskap	Konter1	Konter2	G/EK1	G/EK2	Soliditet1	Soliditet2	RD1	RD2	ROA2	EV2	Likviditet	AksjeStyret
1	Kongsberg Automotive ASA	10,2 %	6,3 %	94,8 %	114,0 %	23,4 %	13,9 %	4,2	2,7	6,0 %	0,99	192 %	2,11 %
2	Dyno Industrier ASA	10,9 %	6,3 %	115,0 %	110,7 %	9,7 %	9,8 %	1,8	2,2	5,9 %	1,25	-	0,13 %
3	Norsk Kjøkkeninvest ASA	16,4 %	5,9 %	-1,5 %	71,2 %	90,7 %	36,3 %	0,3	0,6	2,2 %	0,24	-	-
4	VIA Travel Group ASA	3,3 %	8,4 %	161,5 %	132,1 %	14,0 %	9,8 %	1,9	2,3	4,2 %	-	-	5,21 %
5	Technor ASA	7,1 %	14,0 %	36,6 %	26,1 %	9,3 %	7,8 %	-1,7	0,7	1,3 %	1,67	-	0,87 %
6	Visma ASA	16,0 %	22,7 %	-6,6 %	-18,0 %	22,4 %	37,0 %	16,6	72,4	7,5 %	1,75	73 %	9,59 %
7	BPA AB	8,4 %	3,1 %	21,8 %	18,2 %	11,8 %	10,4 %	8,5	6,6	5,2 %	1,08	34 %	0,26 %
8	Lindab AB	2,7 %	3,4 %	79,6 %	55,9 %	20,6 %	26,2 %	6,6	8,6	11,9 %	1,38	22 %	5,94 %
9	Esselte AB	0,5 %	1,8 %	129,9 %	132,6 %	10,3 %	9,4 %	1,4	0,9	2,5 %	0,86	76 %	0,09 %
10	Finnveden AB	3,8 %	2,3 %	73,3 %	97,4 %	16,2 %	13,8 %	5,1	2,3	3,5 %	1,52	171 %	-
11	Gambro AB	37,9 %	30,8 %	-32,5 %	15,1 %	62,1 %	59,3 %	3,4	3,9	4,4 %	0,88	87 %	0,02 %
12	Närkes Elektriska AB	13,4 %	9,0 %	0,6 %	-6,1 %	15,1 %	14,1 %	10,4	9,1	6,8 %	1,30	9 %	11,65 %
13	Capio AB	0,7 %	3,5 %	156,5 %	134,2 %	10,4 %	13,1 %	2,5	3,0	8,0 %	2,21	101 %	-
14	Nefab AB	10,3 %	8,8 %	7,6 %	-0,5 %	36,6 %	33,0 %	18,0	18,0	14,1 %	1,96	13 %	57,10 %
15	Vest-Wood A/S	1,2 %	5,0 %	291,5 %	178,4 %	15,8 %	15,0 %	2,4	3,2	8,3 %	1,85	-	-
16	Danske Træløst A/S	4,5 %	2,0 %	73,9 %	101,0 %	16,6 %	11,7 %	3,7	3,3	8,7 %	0,85	29 %	0,07 %
17	Falck A/S	53,0 %	32,0 %	-85,5 %	-31,8 %	127,3 %	74,8 %	8,7	12,1	6,6 %	-	-	-
18	ISS A/S	12,5 %	6,0 %	94,8 %	82,0 %	3,7 %	5,2 %	5,3	4,9	8,3 %	1,29	104 %	0,03 %
19	Kompan A/S	4,0 %	2,2 %	46,2 %	42,9 %	2,5 %	14,9 %	5,3	3,4	4,1 %	1,96	35 %	7,77 %
20	Color Print A/S	2,2 %	1,6 %	184,0 %	182,7 %	21,4 %	18,5 %	4,8	3,4	6,1 %	1,81	-	48,40 %

## Appendiks IV: Generell informasjon om selskapene som er kjøpt opp

Tabellen gir en oversikt over generell informasjon for hvert av de 20 selskapene som er kjøpt opp. Det er gitt informasjon om hvilket år selskapet ble kjøpt opp, hvilken sektor selskapet var klassifisert i, hvilken børs selskapet var notert på, hvilke(t) PE-selskap som kjøpte opp selskapet, og hvilket selskap selskapet er sammenlignet med.

Årstall	Selskap	Industri (GICS)	Børs	Kjøper	Sammenlignbart selskap
1999	Kongsberg Automotive ASA	Industri	Oslo	Industri Kapital, BancBoston Inv. Inc. og FSN Capital	Raufoss ASA
1999	BPA AB	Industri	Stockholm	Procuritas Capital Partners	JM AB
2000	Dyno Industrier ASA	Industri	Oslo	Industri Kapital	Elkem ASA
2001	Norsk Kjøkkeninvest ASA	Industri	Oslo	Whitecliff ASA og Selvaag Invest	Hjellegerde ASA
2001	Lindab AB	Industri	Stockholm	Ratos AB, Sjøtte AP-fonden og Skandia Liv	Assa Abloy AB
2002	Esselte AB	Forbruksvare	Stockholm	J.W. Childs Associates, L.P.	Clas Ohlson AB
2002	Vest-Wood A/S	Industri	København	Axcel og Polaris Private Equity	Rockwool A/S
2003	Danske Træløst A/S	Forbruksvare	København	CVC Capital Partners	H+H International A/S
2005	VIA Travel Group ASA	Forbruksvare	Oslo	FSN Capital	TFDS ASA
2005	Finnveden AB	Industri	Stockholm	Nordic Capital	Hexagon AB
2005	Falck A/S	Industri	København	Nordic Capital	Securitas AB
2005	ISS A/S	Industri	København	EQT og Goldman Sachs Capital Partners	Københavns Lufthavne A/S
2005	Kompan A/S	Forbruksvare	København	Nordic Capital	Brio AB
2006	Technor ASA	Industri	Oslo	HitecVision Private Equity	TTS Technology ASA
2006	Visma ASA	IT	Oslo	HgCapital	SuperOffice ASA
2006	Gambro AB	Helsevern	Stockholm	EQT og Investor	Getinge AB
2006	Närkes Elektriska AB	Industri	Stockholm	Segulah	Fagerhult AB
2006	Capio AB	Helsevern	Stockholm	Apax Partners og Nordic Capital	Nobel Biocare AB
2006	Color Print A/S	Industri	København	Polaris Private Equity	FE Bording A/S
2007	Nefab AB	Materiale	Stockholm	Nordic Capital og Nordgren/Pihl-familien	Billerud AB

## Appendiks V: Logistiske regresjonsmodeller

Tabellen viser fire nye regresjonsmodeller som er testet. Modellene inneholder flere variabler enn de som er dokumentert i kapittel 7. EBITM2 er negativ og signifikant i både modell 5 og modell 7, mens AksjeInst er positiv og signifikant i alle fire modellene. Ingen av de andre variablene er signifikante.

Variabel	Modell 5		Modell 6		Modell 7		Modell 8	
	Koeffisient	p-verdi	Koeffisient	p-verdi	Koeffisient	p-verdi	Koeffisient	p-verdi
Konstant	-0,7292	(0,772)	-0,2122	(0,893)	-1,2401	0,586	-0,8493	(0,527)
FCF2	3,8174	(0,785)	-5,6928	(0,343)			-6,0593	(0,312)
SalgsV1	-0,9668	(0,622)	-1,8184	(0,346)	-0,8927	(0,619)	-1,8916	(0,369)
EK2	-0,0298	(0,995)			1,4079	(0,721)		
Skatt	12,7118	(0,839)						
EBITM1								
EBITM2	-23,5536	(0,092)*			-18,0602	(0,058)*		
ROA1			-9,4541	(0,376)				
Q	0,2248	(0,674)					-0,1991	(0,612)
EV/EBIT	-0,0258	(0,702)	-0,0164	(0,631)	-0,0153	(0,676)	-0,0092	(0,710)
AksjeInst	8,2679	(0,038)**	6,0349	(0,080)*	8,0136	(0,031)**	6,0014	(0,082)*
Kjikkvadrat		16,2**		11,8**		15,8***		11,0*
Pearson kjikkvadrat		55,9***		31,2		39,2*		33,3
Deviance kjikkvadrat		31,0		35,3		31,3		36,2
Hosmer-Lemeshow kjikkvadrat		12,0		9,1		6,5		13,0

\*\*\* Signifikant ved 1 % signifikansnivå  
 \*\* Signifikant ved 5 % signifikansnivå  
 \* Signifikant ved 10 % signifikansnivå

## **Appendiks VI a: Beskrivelse av selskapene som er blitt kjøpt opp**

*En kort beskrivelse av hvert av de 20 selskapene som har blitt kjøpt opp og privatisert vil nå bli presentert. Presentasjonen inneholder markedsverdien til hvert selskap på tidspunktet for siste publiserte årsrapport, en kort beskrivelse av selskapets aktiviteter og et utdrag fra pressemeldingen som hvert PE-selskap har publisert i det de har lagt inn et bud. Pressemeldingen inneholder blant annet bakgrunn og motiv for oppkjøpet.*

### **KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA**

**Markedsverdi (31.12.1998):** NOK 312,9 millioner

**Kort beskrivelse:** Kongsberg Automotive er en nisje-produsent av bildeler, og selskapet har en sterk markedsposisjon innenfor de segmentene de opererer i. I 1999 ble selskapet kjøpt opp av et konsortium bestående av det europeiske PE-selskapet Industrikapital, BancBoston Investments Inc. og det norske PE-selskapet FSN Capital. Majoritetseieren Industrikapital, som har nordiske røtter, oppgir at de skal skape verdier i selskapet ved å separere de ulike forretningsenhetene inn i individuelle profittenheter. De skal forbedre ledelsen innenfor de ulike enhetene og foreta en restrukturering av selskapets portefølje (Industri Kapital, 16.feb. 1999).

### **DYNO INDUSTRIER ASA**

**Markedsverdi (31.12.1999):** NOK 5 119,5 millioner

**Kort beskrivelse:** Dyno opererer innenfor kjemisk industri, og er verdens ledende produsent av sprengstoff. De viktigste kundesegmentene er gruveindustrien og bygg- og anleggsindustrien. I 2000 ble Dyno kjøpt opp av et av fondene til PE-selskapet Industrikapital. Industrikapital ville forbedre driften gjennom implementering av en intern restruktureringsplan. Samtidig ønsket man å styrke markedsposisjonen og konkurransekraften til Dyno ved organisk ekspansjon og gjennom oppkjøp. (Industri Kapital, 7.des. 1999).

### **NORSK KJØKKENINVEST ASA**

**Markedsverdi (31.12.2000):** NOK 82,5 millioner

**Kort beskrivelse:** Norsk Kjøkkeninvest (tidligere Norema) er et selskap som driver med produksjon av kjøkken. Selskapet ble i 2001 kjøpt opp av et konsortium bestående av Whitecliff ASA og Selvaag Invest.



## **VIA TRAVEL GROUP ASA**

**Markedsverdi (09.06.2005):** NOK 388,7 millioner

**Kort beskrivelse:** VIA Travel Group er et stort nordisk reisebyrå. Da FSN Capital la inn bud på selskapet i 2005 hadde de kun vært børsnotert i et par måneder. FSN oppgir på sin hjemmeside følgende investeringskriterier: selskapene skal ha etablerte produkter og teknologier i det nordiske markedet, sterk markedsposisjon, betydelig identifiserbare muligheter til resultatforbedringer, potensial for vekst, en sterk og motivert ledelse, og generere en stor kontantstrøm (FSN Capital, 2008).

## **TECHNOR ASA**

**Markedsverdi (31.12.2005):** NOK 329,3 millioner

**Kort beskrivelse:** Technor-gruppen er et internasjonalt teknologikonsern med virksomhet i Norge, Frankrike, Storbritannia og Forente Arabiske Emirater. Selskapet produserer og distribuerer elektroniske og elektriske produkter til nisje-markeder innenfor olje- og gassindustrien. I 2006 ble selskapet kjøpt opp av HitecVision Private Equity, som er et norsk PE-selskap. På hjemmesidene oppgir HitecVision (2006) at: ”Technor vil få en langsiktig og stabil eier, som har til hensikt å bygge videre på selskapets sterke posisjon innen dagens forretningsområder og med dagens ledelse”.

## **VISMA ASA**

**Markedsverdi (31.12.2005):** NOK 3 200 millioner

**Kort beskrivelse:** Visma er nordens ledende leverandør av programvare og tjenester innenfor økonomi og administrasjon. I 2006 ble selskapet kjøpt opp av HgCapital, som er et britisk basert private equity-selskap. Nic Humphries i HgCapital begrunnet oppkjøpet med at ”Visma er et fantastisk selskap, med en stor og stabil kundebase og en ledende markedsposisjon. Vi støtter Visma’s nåværende ledelse og de strategiske målene om organisk vekst, og vekst gjennom oppkjøp” (HgCapital, 2006).

## **BPA AB**

**Markedsverdi (31.12.1998):** NOK 1 280 millioner

**Kort beskrivelse:** BPA er et svensk installasjonsselskap. Selskapet var et av de ledende installasjonsselskapene i Norden, med store markedsandeler innenfor vann og avløp, ventilasjon og elektriske installasjoner. BPA ble i 1999 kjøpt opp av Procuritas Capital Partners, som er et private equity-selskap med spesialisering innenfor MBOs i Skandinavia. Bakgrunnen for oppkjøpet var å skape verdier ved å skille ut deler av virksomheten som ikke er kjerneaktiviteter, blant annet en stor eierandel i et eiendomsselskap. I stedet ønsker man å satse på forretninger innenfor installering for å øke markedsandeler og omsetningen i denne bransjen (Procuritas Private Equity, 1999).

## **LINDAB AB**

**Markedsverdi (31.12.1999):** NOK 1 976 millioner

**Kort beskrivelse:** Lindab AB er et internasjonalt konsern som utvikler, produserer, markedsfører og distribuerer produkter og systemløsninger av tynnmetall og stål til byggeindustrien. Konsernet er etablert i 30 land. I 2001 ble Lindab kjøpt opp av en gruppering ledet av det børsnoterte svenske PE-selskapet Ratos AB. Ratos begrunnet oppkjøpet med at Lindab har en ledende markedsposisjon og styrke innen distribusjon, samt overlegne skalafordeler, noe som gir gode forutsetninger for raskere vekst enn konkurrentene. I tillegg ønsket Ratos at Lindab skulle ekspandere kraftig slik at de skulle bli en betydelig større aktør enn det de var. Ekspansjonen var ventet å dempe resultatene og gevinstene på kort sikt, og derfor ble det argumentert for en privatisering av selskapet (Ratos AB, 2001).

## **ESSELTE AB**

**Markedsverdi (31.12.2001):** NOK 1 374 millioner

**Kort beskrivelse:** Esselte AB er en ledende produsent av kontorrekvisita på global basis. Selskapet hadde vært notert på Stockholmsbørsen siden 1917, og har kontorer i Amerika, Asia og Europa. I 2002 ble Esselte kjøpt opp av det amerikanske PE-selskapet J.W. Childs Associates, L.P. På denne tiden hadde selskapet vært gjennom en stor og omfattende restrukturering, men de hadde store problemer med lønnsomheten. Styret i Esselte valgte derfor å anbefale tilbudet fra

J.W. Childs, da de forventet at de nye eierne kunne øke lønnsomheten. Den nye styrelederen, Magnus Nicolin, kom med følgende uttalelse:

”JW Childs er en sterk eier og er mer forpliktet til selskapets vekst. De har et ønske om å skape verdier og støtter nye initiativ.” Nye restruktureringer ble gjennomført, og det ble innført intensivbaserte kompensasjonssystemer for å forene ledelsens og eiernes interesser. Dette førte til økt produktivitet og økt operasjonell effektivitet (Answers.com, 2008).

### **FINNVEDEN AB**

**Markedsverdi (31.12.2004):** NOK 1 841 millioner

**Kort beskrivelse:** Finnveden er et internasjonalt selskap som utvikler og produserer metallkomponenter til bilindustrien. Selskapet har en sterk posisjon i utvalgte markedssegmenter. I 2005 ble selskapet kjøpt opp av Nordic Capital. Nordic Capital uttalte at bakgrunnen og motivet for oppkjøpet var en sterk tro på svensk bilindustri, og at Finnveden hadde et stort potensial for fremtidig vekst gjennom signifikante investeringer. Samtidig mente de at Finnveden ville møte fremtidige utfordringer best som et privat selskap, ledet av en stor privat majoritetseier. Nordic Capital la vekt på at Finnveden hadde et stort behov for investeringer både i Sverige og i utlandet, og at de ville møte problemer med overkapasitet og økt konkurranse fra lavkost-land. Disse utfordringene møtes best dersom selskapet er privat eid, med Nordic Capital som en aktiv eier med store kapitalressurser som kan støtte ledelsen og den daglige driften når det trengs (Nordic Capital, 15.nov. 2004).

### **CAPIO AB**

**Markedsverdi (31.12.2005):** NOK 10 161 millioner

**Kort beskrivelse:** Capio er et av Europas ledende helseforetak. De eier og driver sykehus og medisinske senter i mange europeiske land. I 2006 ble Capio kjøpt opp av Nordic Capital og av den globale PE-gruppen Apax Partners. Bakgrunnen for oppkjøpet er de to selskapenes lange erfaring innenfor helsevernindustrien. De oppgir at de er imponert over Capio's utvikling og vekst, samtidig som de ser skjulte verdier i selskapet og et potensial for enda høyere vekst. I prospektet forteller PE-selskapene at de tror Capio vil ha fordeler ved å ikke være børsnotert, gjennom raskere og lettere tilgang på finansiering og mindre byråkrati. Nordic Capital's CEO, Robert Andreen, uttaler at Capio kan ses på som et selskap med svært spredt eierskap og derfor

vil være tjent med å ha færre og større eiere som kan være mer effektive og sette klarere mål (Nordic Capital, 1.sept. 2006).

### **NÄRKES ELEKTRISKA AB**

**Markedsverdi (31.12.2005):** NOK 1 013 millioner

**Kort beskrivelse:** NEA-gruppen driver med elektroinstallasjon, salg av elektrisk materiell og serviceverksteder for elektrisk utrustning. De er den nest største elektroinstallatøren i Sverige. Kundene er i hovedsak industrien og offentlig forvaltning . Etter å ha vært børsnotert siden 1982, ble NEA kjøpt opp av det nordiske PE-selskapet Segulah AB i 2006. Segulah har stor erfaring innenfor det svenske installasjonsmarkedet og samtidig nok kapital til å utvikle NEA ytterligere. NEA har en sterk markedsposisjon, men Segulah ønsker å akselerere utviklingen innenfor alle forretningsområdene. De argumenterer for at bransjen er i en konsolideringsfase der nye oppkjøp er av viktig strategisk betydning for å styrke NEA's markedsposisjon. Oppkjøpene kan komme til å påvirke lønnsomheten negativt på kort sikt, og det er derfor fordeler med en privatisering (Segulah, 11.sept. 2006). NEA's styreformann, Johan Broberg, uttalte senere at selskapet ville være tjent med å ikke være børsnotert på grunn av lite handel og lav likviditet i aksjen (Bäckman et al., 2007).

### **GAMBRO AB**

**Markedsverdi (31.12.2005):** NOK 25 430 millioner

**Kort beskrivelse:** Gambro er et globalt medisinsk teknologiselskap. Selskapet utvikler, produserer og leverer ulike produkter, terapier og tjenester innenfor flere forretningsområder. Gambro hadde akkurat vært i gjennom en suksessfull restrukturering da EQT og Investor i 2006 la inn et bud på selskapet. Bakgrunnen for oppkjøpet var at EQT og Investor mente at Gambro ville utvikle seg bedre og oppnå mer effektiv styring som et unotert selskap, uten de restriksjoner og begrensninger aksjemarkedet medfører. Dette gjelder blant annet et kortsiktig markedsfokus og mindre grad av fleksibilitet. Det er enklere for ledelse og eiere å ha et langsiktig perspektiv i et privat selskap. Samtidig ble det nevnt at et konsentrert eierskap i en privat kontekst tillater mer effektiv implementering av vekstorienterte og verdiskapende mål (EQT, 3.april 2006). Analytikere argumenterte også for at Gambro's aksje hadde underprestert som følge av en lite optimal kapitalstruktur (Bäckman et al., 2007).

## **NEFAB AB**

**Markedsverdi (31.12.2006):** NOK 2 058 millioner

**Kort beskrivelse:** Nefab er et globalt selskap som tilbyr komplette emballaseløsninger til transport og materialehåndtering. Konseptet omfatter hele logistikken og inkluderer også rådgivning om frakt og emballasje. Selskapet er godt etablert i Nord og Sør Amerika, Europa og Asia. I 2007 gikk Nordic Capital sammen med hovedeieren Nordgren/Pihl-familien for å kjøpe opp selskapet og privatisere det. Både eierfamilien og Nordic Capital er av den oppfatning at Nefab best kan ta vare på de mulighetene og møte de utfordringer virksomheten står overfor som et unotert selskap. Det er store muligheter til å øke veksten gjennom oppkjøp som krever betydelige kapitalressurser. Utfordringene består av økte kostnader på råmateriale og øke salget mot nye kundesegmenter. Dette krever et langsiktig og aktivt engasjement fra eierne, og lar seg lettest gjennomføre dersom selskapet er privat (Nordic Capital, 27.aug. 2007).

## **VEST-WOOD A/S**

**Markedsverdi (31.04.2001):** NOK 1 617 millioner

**Kort beskrivelse:** Vest-Wood var i 2002 Skandinavias største produsent av dører. Selskapet hadde produksjon i syv europeiske land og salg til kunder i over 20 forskjellige land. Vest-Wood ble i 2002 kjøpt opp av de to dansk baserte private equity-selskapene Axcel og Polaris Private Equity og fjernet fra børslistene. Axcel og Polaris oppga da at de ønsket å være med og fortsette selskapets positive utvikling. Selskapets sterke posisjon i Norden skal bevares, salget i eksisterende markeder utenfor Norden skal økes og man skal samtidig utvikle nye markeder. Denne veksten skal oppnås både gjennom organisk vekst og oppkjøp. Det argumenteres for at selskapets nåværende situasjon som et mellomstort børsnotert industriselskap og en small cap aksje har blitt en barriere for realisering av virksomhetens vekstpotensial. De nye eierne vil privatisere Vest-Wood og dermed fjerne disse barrierene. Samtidig får selskapet tilgang på kapitalressurser som er nødvendig for å gjennomføre virksomhetens vekstambisjoner (Axcel, 12.mars 2002).

## DANSKE TRÆLAST A/S

**Markedsverdi (31.12.2002):** NOK 3 022 millioner

**Kort beskrivelse:** Danske Trælast-gruppen er den største detaljhandleren og distributøren av byggemateriale i Norden. Selskapet betjener kundene sine gjennom over 220 utsalgssteder i de nordiske landene. I 2002 ble Danske Trælast kjøpt opp av CVC Capital Partners, et ledende globalt PE-selskap. Danske Trælast ble sett på som et godt kjøp fordi det var et veldrevet selskap med en sterk markedsposisjon i sine utvalgte markeder. Virksomheten har gode muligheter til videre vekst og utvikling med hjelp fra CVCs ressurser og kunnskap (CVC Capital Partners, 3.april 2003).

## KOMPAN A/S

**Markedsverdi (31.12.2004):** NOK 732 millioner

**Kort beskrivelse:** Kompan er global markedsleder innenfor lekeplasser og lekesport. Selskapet tilbyr markedets største utvalg av lekeapparater og utstyr til lekeplasser (Kompan, 2008). Kompan ble i 2005 kjøpt opp av Nordic Capital. Nordic Capital ønsker å fjerne selskapets aksjer fra børslistene for å videreutvikle selskapet i en privat kontekst sammen med den sittende ledelsen. Christian Dyvig i Nordic Capital uttalte at de nye eierne kan akselerere Kompans vekst i både eksisterende og nye markeder gjennom investeringer i organisk vekst, og ikke minst gjennom oppkjøp. Dette kan påvirke selskapets inntjening negativt på kort sikt, men vil øke den langsiktige verdien. Det vil derfor være riktig å privatisere Kompan. Nordic Capital er en langsiktig eier med den finansielle styrken som er nødvendig til å gjennomføre fremtidige ekspansjoner, uten å måtte ta hensyn til kortsiktige svingninger i inntjeningen (Nordic Capital, 30.jan 2005).

## ISS A/S

**Markedsverdi (31.12.2004):** NOK 16 016 millioner

**Kort beskrivelse:** ISS er et verdensomspennende serviceselskap med hovedkontor i København. Selskapet leverer tjenester til offentlig og privat sektor innenfor forretningsområdene renhold, catering, eiendom og kontorstøtte. ISS ble i 2005 kjøpt opp av et konsortium bestående av EQT og Goldman Sachs Capital Partners. EQT og Goldman Sachs ønsket å privatisere selskapet og videreutvikle den nåværende strategien i samarbeid med den sittende ledelsen. Ledelsen vil få

tilbud om å kjøpe aksjer i selskapet. Selskapets mål er å bli en ledende leverandør av serviceløsninger gjennom både organisk vekst og oppkjøp. Disse målene vil være enklere å oppnå dersom selskapet er privat eid, med EQT og Goldman Sachs som aktive investorer (EQT, 29.mars 2005).

### **FALCK A/S**

**Markedsverdi (31.07.2004):** NOK 4 196 millioner

**Kort beskrivelse:** Falck er et nordisk basert selskap som leverer assistanse og trygghetstjenester. Selskapets aktiviteter er knyttet til å forebygge, assistere og begrense skadevirkninger. Opprinnelig var Falck en del av Group 4 Falck, men da dette selskapet fusjonerte med britiske Securicor i juli 2004 ble Falck separert ut og børsnotert som et eget selskap (Falck, 2008). Noen måneder senere ble Falck kjøpt opp av PE-selskapene Nordic Capital og ATP Private Equity Partners. De nye eierne ønsket å videreutvikle Falck gjennom organisk vekst og gjennom oppkjøp. Beslutningen om å privatisere selskapet ble begrunnet med at den videre veksten kunne ha negative konsekvenser for selskapets inntjening på kort sikt, noe som ville bli hardt straffet i aksjemarkedet. Selskapets langsiktige verdi vil derimot øke. Nordic Capital oppgir videre at de ønsker å fortsette samarbeidet med den sittende ledelsen (Nordic Capital, 19.nov 2004).

### **COLOR PRINT A/S**

**Markedsverdi (30.04.2006):** NOK 644 millioner

**Kort beskrivelse:** Color Print er Skandinavias ledende trykkeri på rotasjonstrykk og trykk på ark. Selskapet driver med fremstilling og salg av grafiske produkter. I 2006 ble selskapet kjøpt opp av Polaris Private Equity, og avnotert fra Københavns Fondsbørs. Viggo Nedergaard Jensen i Polaris uttalte at: "Color Print skal være markedsleder i Norden og bli så store at virksomheten synes". Color Print har et stort potensial for videre vekst, men mangler tilstrekkelig kapital. Målet er en fordobling av omsetningen, og store deler av veksten skal skje gjennom oppkjøp. Det vil være vanskelig å hente nok kapital på børsen. Selskapets videre utvikling er derfor tjent med en privatisering, der en aktiv investor sikrer tilstrekkelig tilførsel av kapital (Aalborg.dk, 31. des. 2006).

## **Appendiks VI b: Referanser til beskrivelsen av hvert selskap**

*Appendikset inneholder en referanseliste over kildene som er brukt i appendiks VI a. Hjemmesidene til selskapene og til kjøperen (PE-selskapene) er de viktigste kildene.*

Answers.com (2008), "Company History: Esselte",  
<<http://www.answers.com/topic/esselte?cat=biz-fin>> (2.juni 2008)

Axcel, "Axcel og Polaris afgiver købstilbud på Vest-Wood A/S", Presse, 12.mars 2002,  
<[http://www.axcel.dk/content/dk/presse/2002/axcel\\_og\\_polaris\\_afgiver\\_kobstilbud\\_pa\\_vest-wood\\_a](http://www.axcel.dk/content/dk/presse/2002/axcel_og_polaris_afgiver_kobstilbud_pa_vest-wood_a)> (3.juni 2008)

CVC Capital Partners, "CVC Capital Partners Announces a Recommended Offer for Danske Trælast", Media Centre, 3.april 2003,  
<<http://www.cvc.com/Content/En/MediaCentre/MediaCentre.aspx>> (3.juni 2008)

EQT, "EQT and Goldman Sachs Capital Partners make a DKK 470 per share voluntary cash tender offer for ISS A/S", News, 29.mars 2005,  
<[http://www.eqt.se/pressreleases\\_\\_\\_\\_199.aspx?epslanguage=EN&y=2005](http://www.eqt.se/pressreleases____199.aspx?epslanguage=EN&y=2005)> (3.juni 2008)

EQT, "Recommended cash offer of SEK 111 per share in Gambro", News, 3.april 2006,  
<[http://www.eqt.se/Page\\_\\_\\_\\_425.aspx?epslanguage=EN&menu=199](http://www.eqt.se/Page____425.aspx?epslanguage=EN&menu=199)> (1.juni 2008)

Falck, "History", <<http://www.falck.com/home/history>> (3.juni 2008)

FSN Capital, "Investment Criteria", <<http://new.fsncapital.no/index.php?id=56>> (1.juni 2008)

HgCapital, "HgCapital completes £382 acquisition of Visma ASA", News Press Releases, 12.juli 2006, <<http://www.hgcapital.com/en/News/Pages/PressView.aspx?ItemId=5&ListId=46B5E661-22E9-4E7F-9766-71FC19B5039B&WebId=E6DEC429-4918-411B-A8E4-2AF05F8114A3&SiteId=622c2749-8fc5-4c8c-a942-9ac88660ed4c>> (1.juni 2008)



HitecVision Private Equity, "HitecVision Private Equity planlegger frivillig tilbud på Technor ASA", Recently published news, 27.mars 2006,  
<[http://www.hitecvision.com/htv/public/openIndex/view/page1.html?ARTICLE\\_ID=1143442033922](http://www.hitecvision.com/htv/public/openIndex/view/page1.html?ARTICLE_ID=1143442033922)> (1.juni 2008)

Industri Kapital, "Industri Kapital will bid for all shares in Kongsberg Automotive ASA", Press release, 16.feb. 1999, <<http://www.industrikapital.com/templates/press.aspx?id=2300>> (1.juni 2008)

Industri Kapital, "NOK 206 per share cash offer for Dyno ASA from Industri Kapital", Press release, 07.des. 1999, <<http://www.industrikapital.com/templates/investment.aspx?id=2367>> (1.juni 2008)

Kompan, "Kompan ser verden gjennom lek", Om Kompan,  
<<http://www.kompan.com/sw27226.asp>> (2.juni 2008)

Nordic Capital, "Nordic Capital announces recommended cash offer for Finnveden", Press releases, 15.nov. 2004, <[http://www.nordiccapital.com/media\\_2007\\_2004.asp](http://www.nordiccapital.com/media_2007_2004.asp)> (1.juni 2008)

Nordic Capital, "Nordic Capital and ATP Private Equity Partners announce recommended tender offer for Falck A/S", Press releases, 19.nov. 2004,  
<[http://www.nordiccapital.com/media\\_2007\\_2004.asp](http://www.nordiccapital.com/media_2007_2004.asp)> (3.juni 2008)

Nordic Capital, "Nordic Capital makes recommended tender offer for Kompan A/S", Press release, 30.jan. 2005, <[http://www.nordiccapital.com/media\\_2007\\_2004.asp](http://www.nordiccapital.com/media_2007_2004.asp)> (3.juni 2008)

Nordic Capital, "Apax Europe VI, Nordic Capital Fund VI and Apax France make cash offer for Capio", Press release, 1.sept. 2006, <[http://www.nordiccapital.com/media\\_2007\\_2004.asp](http://www.nordiccapital.com/media_2007_2004.asp)> (1.juni 2008)

Nordic Capital, "Rekommenderat kontanterbjudande om 97 kronor per aktie i Nefab", Press release, 27.aug. 2007, <[http://www.nordiccapital.com/media\\_2007\\_2004.asp](http://www.nordiccapital.com/media_2007_2004.asp)> (3.juni 2008)

Procuritas Private Equity, "Procuritas makes a bid for BPA AB", News, 29. april 1999,  
<[http://www.procuritas.com/index\\_com.htm](http://www.procuritas.com/index_com.htm)> (1.juni 2008)

Ratos AB (2001), "Årsredovisning 2001",

<[http://www.ratos.se/templates/pages/WebPage\\_\\_\\_\\_\\_239.aspx](http://www.ratos.se/templates/pages/WebPage_____239.aspx)> (1.juni 2008)

Aalborg.dk (2006), "Color Print solgt for 635 MIO", 31. des. 2006,

<<http://www.aalborg.dk/Dansk/Business/?ctrl=424&data=117%2C2173071%2C531&count=1>>

(3.juni 2008)

Segulah, "Rekommenderat kontantbud om 145 kronor per aktie i NEA", Nyheter, 11.sept. 2006,

<<http://www.segulah.se/>> (2.juni 2008)