

# Riskkapitalfonder, skuldsättning och incitament

*Artikeln är baserad på ett föredrag vid Stockholms universitet den 27 september 2012 i anslutning till mottagandet av 2011 års Assar Lindbeck-medalj. Jag vill tacka alla mina mentorer och medförfattare under åren, framför allt Rick Green, Steve Kaplan och Ulf Axelson, som har varit stora förebilder och inspirationskällor. Men framför allt vill jag tacka min fantastiska fru Lina och mina tre underbara barn för att ni stöttat (och orkat med) mig under alla dessa år.*

## **PER STRÖMBERG**

är professor i finansiell ekonomi, med särskild inriktning på riskkapital, vid Handelshögskolan i Stockholm.  
per.stromberg@sifr.org

Den traditionella analysen av *corporate governance*, eller ägarstyrning, lanserades av Jensen och Meckling (1976) och fokuserar på det *principal-agent*-problem som uppstår när ägarna (principalerna) delegerar styrningen av företaget till en företagsledning (agenterna). Eftersom företagsledningen handlar i egenintresse kan en konflikt uppstå med ägarnas intresse, vilket är att maximera företagets värde. Denna potentiella konflikt kräver att ägarna är engagerade i att övervaka företagsledningen och att de utformar rätt incitament för värdeskapande.

Enligt detta synsätt är den optimala modellen från ett ägarstyrningsperspektiv att ha koncentrerat ägande och i idealfallet att ägare och ledning sammanfaller. I en sådan ägarstruktur minimeras per definition agentproblemen mellan ägare och företagsledning.<sup>1</sup>

En viktig anledning till att inte alla företag drivs av sin ägare är problemen med kapitalanskaffning och diversifiering. När företag växer är de oftast i behov av extern finansiering från nya aktieägare, eftersom grundaren har ett begränsat kapital att lägga in i verksamheten. Och även om en ägare hade tillräckligt med kapital för att ensam äga företaget skulle denne därigenom ta på sig en stor risk, eftersom en stor del av förmögenheten nu vore bunden i en och samma investering. Aktiebörsernas huvudsakliga funktion är just att tillåta nya ägare att investera kapital i bolag och att ge företagets grundare möjlighet att diversifiera sin förmögenhet.

Den andra extrema ägarformen är det publika börsbolaget med ett stort antal aktieägare, som var och en endast äger en liten del av bolagets aktier. Denna modell är optimal ur ett kapitalkostnadsperspektiv, eftersom ägarna kan uppnå maximal diversifiering i sina portföljer och inte behöver kräva

<sup>1</sup> Detta utesluter förstås inte att det också kan kvarstå intressekonflikter mellan aktieägare och andra intressegrupper, såsom anställda, långgivare eller samhället i stort. Endast i en (orealistisk) värld av kompletta kontrakt kommer aktieägarna att internalisera effekterna av sina beslut på andra *stakeholders* (Tirole 2008). Becker och Strömberg (2012) använder ett amerikanskt rättsfall som ett naturligt experiment för att identifiera och mäta kostnaden av intressekonflikter mellan aktieägare och långgivare.

Jag är tacksam till Ulf Axelson och Niclas Berggren för kommentarer på denna artikel.

någon extra kompensation för odiversifierad risk och bristande likviditet. Denna modell leder dock till vad Berle och Means (1932) benämnde separation mellan ägande och kontroll. Företagen leds av professionella företagsledningarna med litet eller obefintligt ägande, medan de enskilda aktieägarna vare sig har incitament (eftersom de har ett så litet ekonomiskt intresse i bolaget) eller förmåga (eftersom de håller så få röster på bolagsstämman) att engagera sig i styrningen av företaget. I denna ägarmodell blir därför agentkostnaderna av intressekonflikter mellan ägare och ledning som allra störst. Det finns alltså en fundamental motsättning mellan aktivt ägande och diversifiering, eller med andra ord en avvägning mellan agentkostnader och kapitalkostnader.

En av de starkaste trenderna på aktiemarknaderna över de senaste decennierna är det allt större institutionella ägandet. Den andel av Stockholmsbörsen som ägs av institutionella investerare (såsom pensionsfonder, försäkringsbolag, aktiefonder, finansinstitut och utländska institutioner) har vuxit från 36 procent år 1980 till 66 procent år 2011.<sup>2</sup> Samma trend ses i de flesta länder runt om i världen (Gompers och Metrick 2001). En viktig fråga är därför om institutionellt ägande leder till bättre eller sämre företagsstyrning.

När individuella sparare delegerar sina investeringsbeslut till institutioner samlas större mängder kapital som enklare och billigare kan köpa mer betydande aktieandelar i företag och därigenom kan vara mer aktiva ägare, vilket borde kunna förbättra ägarstyrningen. Men det finns ett antal faktorer som begränsar. Dels leder delegeringen av investeringsbeslut från sparare till institutioner till ett nytt agentproblem. Ansvar för ägarstyrningen ligger nu på tjänstemännen i institutionerna, som kan ha andra primära motiv (som att maximera fondavgifter eller förvaltarbonusar) än att maximera värdet för sina sparare. Dessutom har även de institutionella investerarna ett krav att diversifiera sina portföljer. Även om en institution kan hålla en betydande andel i ett bolag, kräver det stora resurser att vara en aktiv ägare i alla de tusentals bolag man har i sin portfölj.<sup>3</sup>

Forskningen om effekten av institutionellt ägande på ägarstyrning ger ett tämligen blandat resultat. Även om studier har påvisat att ökat institutionellt ägande verkar öka bolagens börsvärden (Ferreira och Matos 2008; Giannetti och Laeven 2009) är det svårare att fastslå att detta faktiskt beror på bättre ägarstyrning. En alternativ förklaring är att institutioner tenderar att placera i samma bolag (de mest likvida aktierna), vilket i sin tur pressar upp priserna. Oavsett vilket står det klart att institutionellt ägande i bästa fall endast delvis kan lösa den grundläggande ägarstyrningsproblematiken.

<sup>2</sup> Se SCB (2012).

<sup>3</sup> Burkart m fl (1997) poängterar ytterligare ett problem med stora aktiva ägare, nämligen att överdriven inblandning av stora aktieägare i företagets verksamhet kan verka hämmande på företagsledningens incitament att ta egna initiativ för att förbättra verksamheten.

## 1. Riskkapitalfonder som delegerad ägarstyrning

De första *private equity*- eller riskkapitalbolagen uppstod i USA i slutet på 1970-talet. Dessa bolag samlade kapital från institutioner och rika privatpersoner till riskkapitalfonder för att investera i privata företag. Idén var att köpa stora aktieposter, oftast majoritetspositioner, i ett litet antal företag under en begränsad tidsperiod för att öka värdet på dessa och sedan sälja dem med vinst. Dessa riskkapitalbolag kom i två huvudsakliga typer: de som ägnade sig åt *venture capital*, som finansierade tillväxten i nystartade företag, och de som fokuserade på *leveraged buyouts* och köpte etablerade företag (börsbolag, familjebolag eller avknoppningar) för att öka värdet genom aktivt ägande.

Denna nya organisationsform kan ses som ett sätt att lösa institutionernas ägarstyrningsdilemma. I stället för att själva försöka utöva en aktiv ägarroll i ett stort antal bolag där de endast äger begränsade innehav, kan de stora institutionerna nu investera en del av sitt kapital i ett antal av riskkapitalbolagens fonder. Genom att samtidigt investera i andra typer av tillgångar åstadkommer institutionerna en god portföljdiversifiering. Riskkapitalfonderna tar i sin tur dominerande ägarpositioner i ett fåtal företag där de har stora möjligheter att utöva aktivt ägande. Institutionen får därigenom en väldiversifierad portfölj samtidigt som ägarstyrningen delegeras till riskkapitalfondernas förvaltare.

Redan från början hade riskkapitalfonderna en specifik struktur som består än i dag (Metrick och Yasuda 2010). Fonderna är strukturerade som kommanditbolag (*Limited Partnerships*) där investerarna (kallade *Limited Partners* eller *LPs*) utfäster en viss mängd kapital till riskkapitalförvaltarna (kallade *General Partners* eller *GPs*) under en period på 10–12 år. Under de första åren i fondens liv, vanligen 5 år, investerar förvaltarna det utfästa kapitalet i ett antal portföljbolag, ofta 10–20 bolag. Riskkapitalfondens strategi är att äga bolagen under 4–7 år och försöka öka deras värde genom tillväxt och effektiviseringar, för att därefter avyttra dem (genom en börsintroduktion eller försäljning) och ge tillbaka intäkterna, minus fondavgifter, till investerarna. En viktig aspekt av modellen är att investerarna låser in sitt utfästa kapital under fondens liv – efter att utfästelsen har gjorts har fondförvaltarna i princip full frihet att investera kapitalet utan inblandning från investerarna, som först får tillbaka sina pengar när portföljbolagen avyttras, vilket kan ta 10–12 år.

Som kompensation för sitt arbete ersätts riskkapitalförvaltarna dels med en fast fondavgift (*management fee*), oftast 1,5–2,5 procent av utfäst kapital, dels med en del av den eventuella vinst som fonden skapar (*carried interest*), oftast 20 procent av vinsten givet att en minimumavkastning på 8 procent per år har uppnåtts. Tanken är att denna *management fee* ska täcka fondens löpande förvaltningskostnad, medan *carried interest* ska skapa incitament för fondförvaltarna att öka värdet i sina portföljbolag.

Den forskare som först uppmärksammade fenomenet med riskkapitalfonder var Michael Jensen. I sin klassiska artikel ”The Eclipse of the Public

Corporation” (Jensen 1989) argumenterade han för att riskkapital, och då framför allt *leveraged buyouts*, var en optimal ägarstyrningsform, som över tiden skulle ta över som ägarform i ekonomin på bekostnad av aktiebörserna. Överlägsenheten i riskkapitalmodellen byggde enligt Jensen dels på de starka incitamenten för fondförvaltarna att skapa värde tack vare den höga vinstdelningen, dels på att riskkapitalfonderna tack vare sitt koncentrerade ägande i företagen kunde utveckla en unik ägarmodell. Denna modell bygger på tre centrala delar.

Den första delen är ägarstyrningen, där styrelserna i riskkapitalägda företag tenderar att vara mindre och mer aktiva än i de typiska börsbolagen.<sup>4</sup> Dessutom domineras styrelserna av personer med ett starkt ekonomiskt intresse i företaget – fondförvaltarna själva, industriella experter knutna till fonderna samt företagsledningen. Ledningen tvingas dessutom investera en stor del av sin egen förmögenhet i företaget, och deras komensation kopplas till stor del till företagets värdeutveckling. Tack vare att riskkapitalfonden har kontroll över företaget kan den också byta företagsledning eller stänga ned delar av verksamheten om detta skulle vara befogat.<sup>5</sup>

Den andra delen är kapitalstrukturen. I *leveraged buyout*-transaktioner betalas förvärven endast till en mindre del med riskkapitalfondens egna kapital, medan huvuddelen finansieras via lån från banker och företagsobligationer. Jensen argumenterade att skuldsättning hade viktiga fördelar. Dels minskar den företagets skattebörd, eftersom räntebetalningar till skillnad från utdelningar är avdragsgilla (Modigliani och Miller 1958). Ännu viktigare enligt Jensen är dock effekten av skuldsättning på företagets styrning och ledningens incitament. Företag med högre skuldsättning tvingas att vara mer effektiva och rätta till problem i sin verksamhet snabbare eftersom de annars riskerar att inte kunna täcka sina räntebetalningar och hamna i finansiellt svårigheter. Även en företagsledning som handlar i egenintresse kommer att ha incitament att undvika obestånd, eftersom medlemmarna själva skulle förlora jobbet i en konkurs (Jensen 1986). Visserligen måste dessa fördelar avvägas mot kostnaden för företaget av finansiellt obestånd, som likviditetsproblem, underinvesteringar och konkurskostnader. Enligt Jensen (och efterföljande studier, som Graham 2000) är många börsbolag underskuldsatta, eftersom företagsledningarna tenderar att föredra lägre skuldsättning än vad som är optimalt.

Den tredje delen är riskkapitalförvaltarnas egna unika expertis. Ett riskkapitalföretag kommer över tiden att utveckla betydande erfarenhet i att äga och utveckla verksamheter och kan därigenom bidra med operationell och strategisk kunskap till sina portföljföretag. Detta kan inkludera egna industriella nätverk av erfarna styrelseledamöter och företagsledare, egna

<sup>4</sup> En uppmärksam studie av Yermack (1996) dokumenterade att börsföretag med mindre styrelser värderades högre av marknaden.

<sup>5</sup> Kaplan och Strömberg (2001, 2003) dokumenterar dessa incitaments- och kontrollmekanismer för *venture capital*-investeringar och tolkar dem i skenet av finansiell kontraktsteori. Liknande kontraktsformer återfinns även inom *leverage buyout*-investeringar – se exempelvis Cronqvist och Fahlenbrach (2012).

processer för företagsförvärv och omstruktureringar samt andra affärsmodeller (Bloom m fl 2009).

I Kaplan och Strömberg (2009) sammanfattar vi riskkapitalforskningen under de senaste två decennierna och visar att de teoretiska fördelarna med riskkapitalets ägarstyrningsmodell även verkar hålla empiriskt. Den stora majoriteten av studier dokumenterar signifikanta förbättringar i effektivitet, produktivitet och lönsamhet efter att ett företag har köpts av en riskkapitalfond. I Bernstein m fl (2011) visar vi att riskkapitalaktivitet även är associerad med tillväxt- och produktivetsförbättringar på industri- och makronivå. En kritik mot dessa studier har varit att riskkapitalfonderna, på grund av sin begränsade investeringshorisont, har incitament att prioritera kortsiktiga vinstökningar på bekostnad av långsiktiga investeringar. I Lerner m fl (2011) visar vi dock att långsiktiga investeringar i innovationer och patent – vilka borde vara den typ av investeringar som en kortsiktig investerare skulle ha störst incitament att skära i – inte minskar efter ett riskkapitalförvärv, medan effektiviteten i dessa investeringar (mätt med hjälp av patentciteringar) ökar signifikant åren efter transaktionen.<sup>6</sup> Så långt verkar alltså modellen fungera: riskkapitalfonder verkar vara en framgångsrik lösning på ägarstyrningsproblemet mellan aktieägare och företagsledning.

## 2. Det nya agentproblemet mellan riskkapitalfonderna och deras investerare

Jensens analys ignorerar dock ett annat viktigt agentproblem, nämligen det som uppstår när investerarna delegerar sina investeringsbeslut till riskkapitalfonder. Snarare än att ha trollat bort ägandestyrningsproblemet har vi i stället flyttat upp det en nivå. Nu blir i stället problemet hur vi ska kunna säkerställa att riskkapitalfonden verkligen agerar i investerarnas intresse.

En första indikation på att riskkapitalmodellen inte fungerade helt perfekt var den höga skuldsättningen i riskkapitalförvärven. Visserligen argumenterade Jensen för att skuldsättningen hade viktiga incitamentsfördelar, men kunde de verkligen motivera skuldsättningsgrader på 90–95 procent, som vi exempelvis såg under *leverage buyout*-boomen i USA mot slutet av 1980-talet? I en tidig studie redovisade Kaplan och Stein (1993) ett antal tecken på att denna skuldsättning snarare var ett tecken på marknadsöverhettning, där riskkapitalfonderna tog för höga lån och överbetalade i förvärven, vilket ledde till ett stort antal finansiella fallissemang, där fondinvesterar och långivare gjorde betydande förluster. Kan det vara så att riskkapitalfonder använder högre skuldsättning än vad som är optimalt för portföljbolaget?

I Axelson m fl (2009) försöker vi teoretiskt förklara riskkapitalfondernas ekonomiska struktur som lösningen på ett kontraktproblem mellan investerarna och fondförvaltarna. Vi motiverades av ett antal observationer

<sup>6</sup> Däremot finner ett antal studier av börsbolag tecken på att placeringshorisonten hos institutionella investerare påverkar företagets långsiktiga investeringsbeslut – se exempelvis Cella (2012) och Graham m fl (2005).

som hittills inte hade förklarats, åtminstone inte i en och samma modell. Till att börja med ville vi förstå varför investerarna gav kapital till fonder som investerade i ett antal olika portföljbolag, snarare än att besluta att ge riskkapitalförvaltarna finansiering för varje enskilt förvärv. Detta är något av ett mysterium, eftersom investerarna därigenom förlorar kontrollen över framtida investeringsbeslut, vilket borde öka de potentiella agentproblemen snarare än minska dem. Vidare ville vi förstå själva vinstdelningsmodellen. Var det självklart att fondförvaltarna skulle kompenseras med en andel av fondens vinst, snarare än en andel av fondens värde (vilket är fallet i vanliga aktiefonder)? Slutligen ville vi förstå varför riskkapitalmodellen i så stor utsträckning byggde på extern lånefinansiering av sina förvärv. Om det bara var frågan om att minska skatter eller att ge incitament till företagsledningen skulle väl riskkapitalfonden lika gärna själv kunna låna till bolaget och därigenom minska risken för att en extern långgivare sätter bolaget i konkurs?

Principalen i vår kontraktmodell är en institution (exempelvis en pensionsfond) som ger kapital till en agent, riskkapitalförvaltaren, som i sin tur investerar i företag. Vi antar att förvaltaren saknar eget kapital men har en unik förmåga att hitta företag att investera i. (Institutionen saknar denna förmåga, så direktinvesteringar är inget alternativ.) Förvaltarens jobb är att hitta investeringar och att välja vilka av dessa att investera i. För att göra modellen enkel antar vi att investeringar kommer i två typer: ”Bra företag”, vilka har positiv förväntad vinst (eller snarare nettonuvärde, NPV), och ”dåliga företag”, vilka har en negativ förväntad vinst. En investering i ett dåligt företag har visserligen en liten chans att ge positiv vinst, men sannolikheten är så liten att en vinstmaximerande investerare skulle undvika den. I en given tidsperiod hittar förvaltaren ett bra respektive dåligt företag med en viss sannolikhet, som varierar beroende på konjunkturen. Vi antar ett asymmetriskt informationsproblem, vilket innebär att investerarna inte kan observera huruvida förvaltarna väljer att investera i ett bra företag, i ett dåligt företag eller att inte investera alls. Slutligen antar vi att parterna inte kan skriva kontrakt avhängiga av det framtida konjunkturläget (dvs sannolikheten att hitta ett bra respektive dåligt företag i en given tidsperiod), fast detta är observerbart av marknadsaktörerna. Parterna kan dock skriva kontrakt på det framtida realiserade värdet i fonden.<sup>7</sup>

Den första frågan är varför compensationen till förvaltaren bygger på en andel av vinsten (realiserat värde minus investeringen), snarare än en fast andel av det realiserade värdet. Problemet är att en förvaltare kompenserad med en fast andel helt enkelt kan luta sig tillbaka och inte göra någonting och sedan nästa period helt enkelt behålla en andel av det investeringskapital de har fått från institutionen. För att ge incitament till förvaltaren att över huvud taget investera kan denne endast ersättas om en investering i ett

<sup>7</sup> Vi antar att kontrakt måste vara ”monotona” i det realiserade värdet, dvs om värdet är högre måste parternas ersättning också vara högre. Detta är ett standardantagande i kontraktslitteraturen och kan berättigas med att parterna annars skulle ha incitament att ”bränna pengar” för att öka sin ersättning.

företag bevisligen har skett, vilket bara kan beläggas i det fall fonden genererar en vinst.

Denna ersättningsmodell, att ersätta förvaltaren endast om denne genererar en vinst, leder dock i sin tur till ett överinvesteringsproblem. Även om förvaltaren bara hittar dåliga företag att investera i, kommer denne att föredra att investera i ett dåligt företag än att inte investera alls, så länge det dåliga företaget åtminstone har en liten sannolikhet att generera vinst. Vi visar att detta problem minskar om institutionen ger så pass mycket kapital till förvaltaren att denne kan investera i flera företag. Med andra ord är det optimalt att finansiera en fond snarare än en enskild investering. Anledningen är att förvaltaren nu kommer att låta bli att investera i ett dåligt företag i dag, om det finns hopp att hitta ett bra företag imorgon. Likaså kommer en förvaltare som redan har investerat i ett bra företag inte att vilja investera i några dåliga företag i framtiden, eftersom det drar ned förvaltarens förväntade vinstandel.

Vi visar också att det är viktigt att förvaltaren har full frihet att fatta framtida investeringsbeslut utan inblandning från institutionen. Det enda som stoppar förvaltaren från att investera i ett dåligt företag i dag är hoppet om att kunna få investera i ett bra företag imorgon. Om institutionen har möjlighet att lägga in veto mot en framtida investering – t ex därför att konjunkturen är sådan att det är osannolikt att hitta bra företag – faller denna mekanism samman.

Slutligen presenterar vi en förklaring till att riskkapitalutköp förlitar sig på lånefinansiering från externa parter. I fondmodellen ovan återstår fortfarande ett överinvesteringsproblem. Om förvaltaren ännu inte har hittat något bra företag att investera i när fonden närmar sig sitt slut kommer denne fortfarande hellre att investera i ett dåligt företag (med åtminstone en liten chans till vinstdelning) än att inte investera alls. För att minska detta problem är det optimalt att förvaltaren tvingas hitta en medfinansierare – t ex en bank – för att kunna köpa ett företag. Även om banken inte perfekt observerar vilken typ av företag som förvaltaren har hittat, observerar banken i alla fall det rådande konjunkturläget, och den kommer inte att vilja bidra med någon medfinansiering om det är alltför osannolikt att förvaltaren hittat ett bra företag.<sup>8</sup> Bankfinansieringen verkar alltså disciplinerande på förvaltarens investeringar under perioder då konjunkturen är ”dålig”, dvs under perioder då det finns få bra företag att investera i. Vi visar också varför lånefinansieringen måste ges separat för varje enskilt företag (snarare än att fonden i sig lånar med hela portföljen som säkerhet), eftersom detta gör bankens finansieringsbeslut mer känsligt för konjunkturläget.

Vår förklaring till riskkapitalfondmodellen – fonder med stor frihet för förvaltaren att välja investeringar, vinstdelning via *carried interest* samt

<sup>8</sup> Vi förklarar även varför det är optimalt att medfinansieringen är i form av riskfyllda lån, vilket beror på att det fortfarande finns ett asymmetriskt informationsproblem mellan banken och förvaltaren. Skuldfinansiering visar sig typiskt vara den optimala finansieringsformen i modeller med asymmetrisk information, eftersom värdet på ett lån är mindre informationskänsligt än värdet på eget kapital (Nachman och Noe 1994).

extern tredjepartsfinansiering via lån – är alltså att detta är en optimal kontraktslösning av agentproblemet mellan riskkapitalförvaltarna och deras investerare. Även detta kontrakt är dock endast *second best* och det återstår fortfarande ineffektivitet i förvaltarnas investeringar. I perioder av ”högkonjunkturer” kommer bankerna att låna ut till alla investeringar eftersom de bedömer att sannolikheten att företagen är bra är hög. En fond som når slutet av sin levnad och ännu inte hittat något bra företag kommer då fortfarande att investera i dåliga företag. I perioder av ”lågkonjunkturer” kommer vissa fonder å andra sidan inte att kunna investera alls, ens om de hittat ett bra företag, eftersom banken inte kommer att bevilja den nödvändiga lånefinansieringen.

Detta ger oss också klara empiriska prediktioner som vi kan testa: under ”högkonjunkturer” (tider då lånemarknaderna är särskilt aktiva) kommer riskkapitalfonderna att investera mer och avkastningen på de genomsnittliga investeringarna kommer att vara lägre. Under ”lågkonjunkturer” kommer riskkapitalaktiviteten att vara lägre, men den genomsnittliga avkastningen på investeringarna kommer att vara högre.

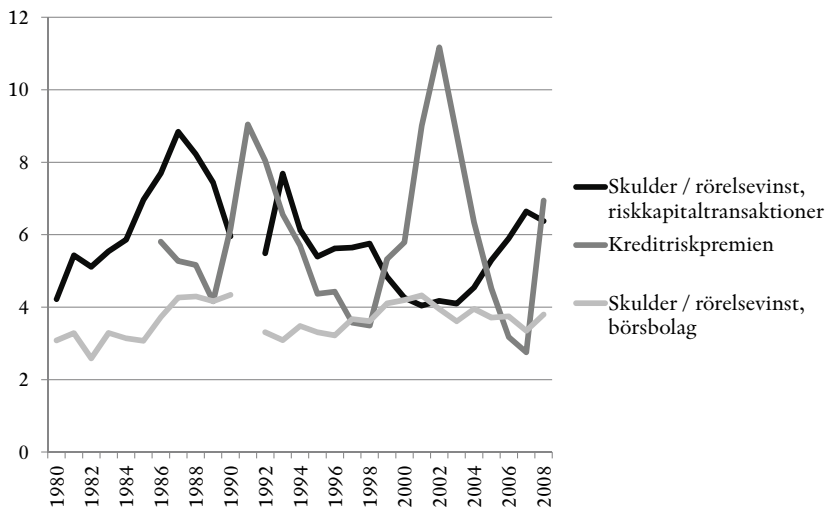
### 3. Riskkapitalinvesteringar, skuldsättning och fondavkastning

I Axelson m fl (2012) tog vi oss an att testa dessa prediktioner empiriskt och mer generellt dokumentera vad som bestämmer skuldsättning och transaktionspriser i *leveraged buyout*-marknaden. Vi konstruerade ett datamaterial som täckte 1 158 internationella riskkapitalutköp av 168 riskkapitalföretag under perioden 1980–2008, för vilka vi samlade in data på kapitalstruktur, transaktionspriser, företagets vinst och storlek vid förvärvet, fondernas avkastning m m. Vi jämförde även utköpen med publika börsbolag i motsvarande tidsperiod, region och bransch.

En första fråga vi var intresserade av att besvara var i vilken mån skuldsättningen i de riskkapitalägda portföljbolagen bestämdes av det specifika företagets egenskaper. Enligt Jensens synsätt, där riskkapitalfonden väljer en optimal kapitalstruktur för bolaget, borde företags- och branschspecifika faktorer ha stort förklaringsvärde. Riskkapitalutköp i branscher där företagen har hög kapacitet att använda lånefinansiering – låg variation i omsättning och vinst, låga investeringsbehov, många fasta tillgångar som kan användas som säkerhet för skulder etc – borde använda mer lån i förvärvet, medan vi borde se lägre skuldsättning i branscher med motsatta egenskaper. Till vår förvåning fann vi att dessa faktorer inte verkade ha någon som helst relation till skuldsättningen i portföljbolagen. Skuldsättningen i riskkapitalförvärvet beror alltså på helt andra faktorer än det specifika företagets förmåga att hantera lånefinansiering. Men vad bestämmer då kapitalstrukturen?

Figur 1 jämför belåningen i riskkapitalförvärv och motsvarande publika börsbolag över tiden. I diagrammet ses också ett mått på hur aktiva





Figur 1  
Belåning för riskkapitaltransaktioner och börsbolag relativt kreditriskpremien

Anm: Belåningen är mätt som medianvärdet av lån dividerat med rörelsevinst före avskrivningar (EBITDA) för riskkapitaltransaktioner respektive börsbolag i samma bransch, region och år.

Källa: Axelson m fl (2012).

lånemarknaderna är vid en viss tidpunkt, mätt som ränteskillnaden mellan ”skräpobligationer” (företagsobligationer med kreditbetyg sämre än BBB-) och interbankräntan LIBOR.<sup>9</sup> Tider när denna ränteskillnad är låg sammanfaller med perioder då lånemarknaderna är särskilt aktiva (slutet av 1980-talet, slutet av 1990-talet och kredit-boomen 2006–07). Bilden visar en starkt negativ korrelation mellan ränteskillnaden och belåningen i riskkapitaltransaktionerna. Med andra ord lånar riskkapitalfonderna mer till sina förvärv när det är ”billigt” att låna, dvs när långivarna kräver en lägre kompensation för kreditrisk. Även om detta kan verka som en naturlig strategi ser vi ett motsatt beteende hos motsvarande publika bolag där skuldsättningen är positivt korrelerad med ränteskillnaden. Börsbolag tenderar att ha lägre skuldsättning i ”goda tider” när lånemarknaderna är mer aktiva, medan riskkapitalägda bolag har högre skuldsättning. Riskkapitalbolagens aktivitet ökar också kraftigt under dessa perioder, eftersom bankerna och andra långivare är mer benägna att låna ut pengar till förvärven. Slutligen visar vi att de priser som riskkapitalfonderna betalar i sina förvärv har en starkt positiv relation till skuldsättningen i förvärven (också när vi kontrollerar för att även publika värderingar ökar under lågräntetider). Det vill säga fördelen av den billigare lånefinansieringen verkar i princip helt överföras till dem som säljer sina företag till riskkapitalbolagen i form av ett högre försäljningspris.

Är detta då bra eller dåligt för investerarna i riskkapitalfonden? Bara för

<sup>9</sup> LIBOR (*London Inter-Bank Overnight Rate*) är en internationell referensränta mot vilken de flesta företagslån prissätts. LIBOR finns för en rad olika valutor och löptider. Motsvarigheten för lån i svenska kronor kallas STIBOR.

att skuldsättningen och transaktionspriserna går upp i ”goda tider” behöver detta inte nödvändigtvis innebära att fonderna gör sämre investeringar. Den sista delen av vår analys visar dock att så faktiskt är fallet, konsistent med vår teoretiska prediktion. En fond som använder högre skuldsättning borde allt annat lika ha högre avkastning, eftersom högre skulder i en investering automatiskt ökar avkastningen på eget kapital. Enligt Modigliani och Millers (1958) teorem är denna effekt dock helt mekanisk och den *riskjusterade* avkastningen är konstant oavsett skuldsättningsnivå. Vi finner däremot att riskkapitalfonder med högre skuldsättning i sina förvärv i själva verket ger en *lägre* avkastning till sina investerare. Med andra ord verkar den höga skuldsättningen leda till att riskkapitalfonderna gör sämre affärer, för att de betalar för höga transaktionspriser och använder för hög skuldsättning på sina portföljbolag. Vår förklaring till detta – konsistent med Axelson m fl (2009) – är att riskkapitalfonden hellre investerar i riskfyllda bolag än att inte investera alls, eftersom det maximerar deras förväntade kompensation.

Slutligen kan vi fråga oss vad de samhällsekonomiska följderna är av riskkapitalfondernas lånebetende. Å ena sidan visar den forskning som har nämnts stora effektivitetsvinster i portföljbolagen när de köps med hjälp av riskkapital. Å andra sidan kan den höga skuldsättningen leda till att många bolag hamnar i finansiellt obestånd och konkurs, med kapitalförstöring och förlorade arbeten som följd. I Hotchkiss m fl (2012) tar vi oss an denna fråga genom att jämföra sannolikheten för finansiellt obestånd hos riskkapitalägda och icke-riskkapitalägda företag. Vi finner för det första att sannolikheten för obestånd mellan dessa grupper inte skiljer sig åt på ett statistiskt signifikant sätt när skuldsättningen kontrolleras för. Detta är dock i sig inget försvar för riskkapitalmodellen, eftersom dess portföljbolag har högre skuldsättning än andra bolag. Mer intressant är dock att riskkapitalägda bolag verkar komma ur sina finansiella svårigheter snabbare och effektivare än andra bolag i finansiellt obestånd. Sannolikheten att företaget undviker konkurs och att verksamheten överlever är högre om bolaget har en riskkapitalägare som kan stötta bolaget under obestandsperioden. Vår slutsats är därför att nettoeffekten av riskkapitalfonderna på den samhälls ekonomin sannolikt är positiv, trots den höga skuldsättningen.

## 5. Slutord

En av de viktigaste förändringarna på världens kapitalmarknader de senaste decennierna är det allt högre institutionella ägandet av finansiella tillgångar. Att försöka förstå effekterna av finansiella institutioner på ekonomin är därför ett centralt forskningsfält i finansiell ekonomi.

I min egen forskning har jag fokuserat på en speciell typ av ny institution – riskkapitalfonden – och försökt förstå dess ekonomiska drivkrafter och effekter på ekonomin. Jag har argumenterat för att riskkapitalfonderna är en organisatorisk lösning på institutionernas problem att utöva

aktivt ägarskap i de företag de har investerat i och att riskkapitalfondernas ägarstyrningsmodell verkar fungera, åtminstone vad gäller att få företagsledningarna att verka i riktning mot högre aktieägarvärde. Jag har dock visat att modellen medför ett nytt agent-problem – mellan institutionerna och riskkapitalfonderna – som manifesterar sig i en alltför hög skuldsättning i portföljbolagen, i synnerhet under perioder då lånemarknaderna är särskilt aktiva och likvida. Huruvida riskkapitalmodellen kan förbättras ytterligare, exempelvis genom att göra förvaltarnas ersättning beroende på risken och skuldsättningen i sina investeringar, är en fråga som för närvarande ligger mig varmt om hjärtat.

Det finns dock mycket kvar att göra och jag ser fram emot mer forskning om hur intressekonflikter och incitamentsproblem påverkar institutionella investerarens beteende. Förhoppningsvis kan jag själv bidra lite grann i detta spännande arbete.

Axelson, U, T Jenkinson, P Strömberg och M Weisbach (2012), "Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts", under utgivning i *Journal of Finance*.

Axelson, U, P Strömberg och M Weisbach (2009), "Why Are Buyouts Leveraged? The Financial Structure of Private Equity Funds", *Journal of Finance*, vol 64, s 1549-1582.

Berle, A och G Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.

Becker, B och P Strömberg (2012), "Fiduciary Duties and Equity-Debtholder Conflicts", *Review of Financial Studies*, vol 25, s 1931-1969.

Bernstein, S, J Lerner, M Sørensen och P Strömberg (2011), "Private Equity and Industry Performance", manuskript, Handelshögskolan i Stockholm.

Bloom, N, R Sadun och J Van Reenen (2009), "Do Private Equity Owned Firms Have Better Business Practices?", CEPR Discussion Paper 8235.

Burkart, M, D Gromb och F Panunzi (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, vol 112, s 693-728.

Cella, C (2012), "Institutional Investors and Corporate Investment", manuskript, Handelshögskolan i Stockholm.

Cronqvist, H och R Fahlenbrach (2012), "CEO Contract Design: How Do Strong Principals Do It?", under utgivning i *Journal of Financial Economics*.

Ferreira, M och P Matos (2008), "The Colors

of Institutions' Money: The Role of Institutional Investors Around the World", *Journal of Financial Economics*, vol 88, s 499-533.

Giannetti, M och L Laeven (2009), "Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance: Evidence from a Natural Experiment", *Review of Financial Studies*, vol 22, s 4091-4127.

Gompers, P och A Metrick (2001), "Institutional Investors and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, vol 116, s 229-259.

Graham, J (2000), "How Big Are the Tax Benefits of Debt?", *Journal of Finance*, vol 55, s 1901-1941.

Graham, J, C Harvey och S Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, vol 40, s 3-73.

Hotchkiss E, D Smith och P Strömberg (2012), "Private Equity and the Resolution of Financial Distress", manuskript, Handelshögskolan i Stockholm.

Jensen, M (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol 76, s 323-329.

Jensen, M (1989), "The Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, vol 67, s 61-74.

Jensen, M och W Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol 3, s 305-360.

Kaplan, S och J Stein (1993), "The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s", *Quarterly Journal of Economics*, vol 108, s 313-357.

## REFERENSER

- Kaplan, S och P Strömberg (2001), "Venture Capitalists as Principals: Screening, Contracting, and Monitoring", *American Economic Review*, vol 91, s 426-430.
- Kaplan, S och P Strömberg (2003), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Analysis of Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies*, vol 70, s 281-315.
- Kaplan, S och P Strömberg (2009), "Leveraged Buyouts and Private Equity", *Journal of Economic Perspectives*, vol 23, s 121-146.
- Lerner, J, M Sørensen och P Strömberg (2011), "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", *Journal of Finance*, vol 66, s 445-477.
- Metrick, A och M Yasuda (2010), "The Economics of Private Equity Funds", *Review of Financial Studies*, vol 23, s 2303-2341.
- Modigliani, F och M Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol 48, s 261-297.
- Nachman, D och T Noe (1994), "Optimal Design of Securities under Asymmetric Information", *Review of Financial Studies*, vol 7, s 1-44.
- SCB (2012), "Ägandet av aktier i bolag noterade på svensk marknadsplats", [http://www.scb.se/Pages/TableAndChart\\_\\_\\_\\_76596.aspx](http://www.scb.se/Pages/TableAndChart____76596.aspx) (2012-09-06).
- Tirole, J (2008), "Corporate Governance", *Econometrica*, vol 69, s 1-35.
- Yermack, D (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, vol 40, s 185-211.