



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

HUR AP-KONVERTIBELN FUNGERAR I FÖRHÅLLANDE TILL MEZZANINE OCH SÄLJARREVERS

Seminariearbete C-nivå
Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2007

Författare:
Julia Samuelsson 841207
Josefin Örnstedt 840926

FÖRORD

Denna uppsats har skrivits i samarbete med Sjätte AP-fonden, SEB Merchant Banking, SEB och Handelsbanken. Analyser och slutsatser har sin grund i de intervjuer som gjorts med nyckelpersoner på respektive företag och deras medverkan har gjort det möjligt att slutföra denna uppsats. Vi vill tacka Stefan Holmgren och Fabian Dahl, Sjätte AP-fonden, Stefan Klefvenberg, SEB Merchant Banking, Kenneth Andersson och Marie Gälldin, SEB och Peter Kornesjö, Handelsbanken.

Vi vill även tacka vår handledare Conny Overland som har kommit med olika infallsvinklar under studien.

Göteborg 2008-01-14

Julia Samuelsson

Josefin Örnstedt

SAMMANFATTNING

Seminariearbete C-nivå, Industriell och finansiell ekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Höstterminen 2007

TITEL: Hur AP-konvertibeln fungerar i förhållande till mezzanine och säljarrevers

FÖRFATTARE: Julia Samuelsson, Josefin Örnstedt

HANDLEDARE: Conny Overland

SYFTE: Syftet med denna uppsats är att få en ökad förståelse för hur AP-konvertibeln, mezzanine och säljarrevers fungerar i praktiken samt i förhållande till varandra. Det är även att skapa ett beslutsunderlag för förvärvaren och banken vid val av mellanfinansiering i samband med ett företagsförvärv. Intentionen är att bidra med en skriftlig jämförelse som kan vara till användning för finansiärer av mellanfinansiering.

PROBLEM: När ett företagsförvärv ska genomföras uppkommer ett problem för köparen gällande hur förvärvet ska finansieras. Ett företagsförvärv är i allmänhet kapitalkrävande och det är därför vanligtvis inte tillräckligt med den finansiering som tillhandahållas från investerare av eget kapital. Lånefinansiering är relativt billigt och kan även anpassas efter det låntagande företags framtida behov. Banken tar dock en särskild kreditrisk i samband med förvärvsfinansiering och hur mycket banken är villig att låna ut beror på värdet på tillgångarna i företaget. En ökad lånefinansiering involverar vanligen höga risker för inblandade parter och man söker därför andra finansieringslösningar vilka innebär mellanformer av eget kapital och banklån.

METOD: Vårt tillvägagångssätt vid utformandet av denna uppsats kan beskrivas utifrån den deduktiva ansatsen då vi med utgångspunkt i den befintliga teorin, gällande säljarrevers, mezzanine och konvertibla skuldebrev, låtit pröva denna empiriskt. Vi har valt att utföra en kvalitativ intervju och i de besöksintervjuer som ligger till grund för denna uppsats har diskussioner förts med respondenterna utifrån i förväg utformade diskussionsunderlag. Till denna uppsats har sekundärdata samlats in från litteratur samt vetenskapliga artiklar och primärdata genom besöksintervjuer gällande AP-konvertibeln, mezzanine och säljarrevers.

SLUTSATS: Säljarrevers används vid förvärv av små eller mindre medelstora företag till skillnad från AP-konvertibeln som används vid förvärv av medelstora företag och mezzanine som används vid förvärv av medelstora eller stora företag. Sammantaget innebär detta att AP-konvertibeln i viss utsträckning kan användas istället för säljarrevers eller mezzanine beroende på storleken på företagsförvärvet. Den gemensamma nämnaren för AP-konvertibeln, mezzanine och säljarrevers är att de är finansieringsalternativ som risk- och avkastningsmässigt ligger mellan eget kapital och skulder.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEM	4
1.3 SYFTE	6
1.4 DISPOSITION	6
2. METOD	7
2.1 VETENSKAPLIG ANSATS	7
2.2 KVALITATIV INTERVJU	7
2.3 DATAINSAMLING	8
2.4 KVALITETSSÄKRING	9
3. TEORETISK REFERENSRAM	10
3.1 MELLANFINANSIERING	10
3.2 SÄLJARREVERS	10
3.2.1 TILLÄMPNING	11
3.3 MEZZANINE	12
3.3.1 BESTÅNDSDELAR	12
3.3.2 PRISSÄTTNING	13
3.4 KONVERTIBLA SKULDEBREV	13
3.4.1 BESTÅNDSDELAR	13
3.4.2 PRISSÄTTNING	14
4. EMPIRI	16
4.1 SÄLJARREVERS	16
4.1.1 LÅNEVILLKOR	17
4.1.2 PRISSÄTTNING	18
4.1.3 SÄKERHETER	18
4.2 MEZZANINE	19
4.2.1 LÅNEVILLKOR	20
4.2.2 PRISSÄTTNING	21
4.2.3 SÄKERHETER	21
4.2.4 UTVECKLING	22
4.3 AP-KONVERTIBELN	22
4.3.1 LÅNEVILLKOR	23
4.3.2 PRISSÄTTNING	24
4.3.3 SÄKERHETER	25

5. DISKUSSION	27
5.1 ANALYS	27
5.2 SLUTSATSER	27
6. REFERENSLISTA	30
BILAGA 1	33
BILAGA 2	34
BILAGA 3	35

1. INLEDNING

Inledningsvis beskrivs bakgrunden till det valda ämnet för denna uppsats. Vidare förs en problemdiskussion vilken resulterar i en problemformulering. Slutligen presenteras uppsatsens syfte och disposition.

1.1 BAKGRUND

Detta är en studie om finansiering vid förvärv av onoterade företag. Ett företagsförvärv definieras enligt Sevenius (2003) som "när ett företag köper ett företag av ett företag". Enligt Gaughan (2007) definieras däremot företeelsen som en kombination av två företag där endast ett av företagen överlever och det förvärvade företaget slutar existera. Vid ett förvärv övertar det förvärvande företaget det förvärvade företags tillgångar och förpliktelser. Begreppet företagsförvärv benämns ibland även företagsköp, uppköp, företagsöverlåtelse eller den engelska motsvarigheten mergers and acquisitions (M&A) vilket kan översättas som förvärv och fusioner (Orrbeck, 2006). Gaughans (2007) definition berör fusioner och Sevenius (2003) definition berör förvärv varav den senare är utgångspunkten för denna uppsats.

Att förvärva ett företag medför frågan om köpobjektet ska bestå av målbolagets aktier eller dess rörelse. Det senare alternativet benämns som en så kallad inkråmstransaktion och innebär att varje enskild tillgång byter ägare (Orrbeck, 2006). Enligt Gaughan (2007) är däremot aktieöverlåtelse det mest förekommande tillvägagångssättet när ett företag byter ägare och det är denna form som vi kommer att fokusera på i denna uppsats. En viktig strukturfråga vid aktieöverlåtelse är om köparföretaget ska äga målbolaget direkt eller genom ett särskilt bolag som skapats enbart för transaktionen, ett så kallat holdingbolag vars syfte är att stå som ägare till det förvärvade företags aktier. Holdingbolaget har vanligtvis ett majoritetsägande i det förvärvade företaget vilket innebär att man inte äger mindre än 51 procent av aktierna (Gaughan, 2007).

Företagsförvärv har varit en del av näringslivet sedan industrialiseringen under slutet av 1800-talet. Utvecklingen inom företagsförvärv härstammar till stor del från de angloamerikanska länderna, där USA och Storbritannien räknas till de mest transaktionsintensiva ekonomierna i världen. Även om den svenska marknaden inte är lika transaktionsintensiv som den angloamerikanska är företagsförvärv numera en vanligt förekommande företeelse i svenskt näringsliv. Företagsförvärv sågs tidigare som en aktivitet som endast större industrikoncerner hade erfarenhet och resurser att genomföra, synen på företagsförvärv har dock ändrats radikalt de senaste åren. Detta kan ses i den kontinuerliga ökningen av antalet företagsförvärv det senaste decenniet där tillverkningsindustrin är den bransch i vilken dessa transaktioner är mest förekommande (Sevenius, 2003). Köp och försäljning av företag är en viktig och nödvändig del av den moderna ekonomin. Att företag inom olika storlekskategorier och branscher byter ägare är en förutsättning för dynamiken i näringslivet eftersom köp och försäljning av företag samt samgåenden och ägarförändringar ligger till grund för förnyelse och

utveckling (Johansson & Hult, 2002). Enligt Bruner (2004) är företagsförvärv ett instrument för den makroekonomiska miljöns förnyelse och utveckling.

Porter (2008) menar att rivaliteten inom olika industrier har förändrats radikalt i och med den möjlighet det innebär att konkurrera genom att förvärva företag eftersom man på detta sätt kan uppnå konkurrensfördelar. Vidare menar han dock att det är en riskfylld strategi att eliminera sina konkurrenter eftersom denna lönsamhetsförtjänst, som detta ofta medför, kan locka till sig nya konkurrenter. Enligt Duncan (2007) kan orsaken till att företag väljer att genomföra förvärv bero på de möjligheter till snabb tillväxt och den förbättring av konkurrensfördelar som ett förvärv kan medföra. Orrbeck (2006) menar att anledningen till att företagsförvärv genomförs kan vara verksamhetsexpansion, branschutvidgning eller som ett led i ett företags generationsskifte. Gemensamt för majoriteten av företagsförvärv är dock ett mål att åstadkomma ökad försäljning samt höjd marknadsandel för köparen men även att på längre sikt uppnå en ökning av företagets värde för dess aktieägare.

Argument för att köpa ett redan befintligt företag kan vara att det går fortare att starta upp en verksamhet samt att få lönsamhet. Ett annat argument kan vara att man direkt får tillgång till resurser i form av exempelvis medarbetare, kunder, produkter och lokaler, vilket kan vara både svårt och tidskrävande att åstadkomma från grunden. Argument mot att köpa ett företag i stället för att skapa det från grunden kan vara att grundinvesteringen i köpeskillingen för ett företag blir alltför hög med hänsyn till de egna finansiella resurserna. Ett annat argument kan vara att branschförhållandena är sådana, att det långsiktigt är bättre att bygga ett företag från grunden för att exempelvis kunna välja medarbetare och skapa en helt ny marknadsprofil med nya kundrelationer. Även att ta över ledarskapet efter en tidigare företagare kan bli problematiskt då det kan finnas svårigheter med att implementera egna visioner hos medarbetarna (Johansson & Hult, 2002).

Det kan även uppkomma problematik vid ett företagsförvärv om det förekommer asymmetrisk information mellan parterna. Asymmetrisk information inträffar vid en transaktion där den ena parten har tillgång till relevant information som inte är tillgänglig för den andra. Detta kan vara bristande information om den motsatta partens handlingar men även om det framtida utfallet av transaktionen. Något som kan uppkomma som en följd av asymmetrisk information mellan de båda parterna är att beslut fattas på olika grunder. Moral hazard (omoraliskt beteende) inträffar efter det att ett avtal slutits och innebär att en part av ett avtal mot risker blir mindre intresserad av att motverka riskerna. Detta resulterar med stor sannolikhet i oönskade konsekvenser för den andra parten efter det att transaktionen är genomförd (Jones, 2004).

Gemensamt för alla företagsförvärv är att det är en komplicerad process som medför risker och då inte minst för köparen som förvärvar företaget. En viktig del av framgången vid ett företagsförvärv är att redan från processens början finna lämpliga formella strukturer för företagen som ska fungera ihop efter transaktionen. Olika aspekter bör beaktas vid

struktureringen av företagsförvärvet, såsom skatter, finansiering, redovisning, civilrätt och andra regelsystem. Denna formella strukturering bör vara helt genomtänkt och färdigställd inför slutförhandlingen av köpeavtalet. Frågan om hur köpet ska finansieras kommer och bör ha en viktig del i beslutsprocessen (Sevenius, 2003). De två vanligaste finansieringsformerna är eget kapital och lånefinansiering.

Eget kapital¹, avser aktieägarkapital och kan delas in i bundet eget kapital och fritt eget kapital. Bundet eget kapital betecknar aktiekapital och bundna reserver som överkursfond, uppskrivningsfond och reservfond. Fritt eget kapital betecknar disponibla vinstmedel som används för utdelning till aktieägarna, eventuella fria fonder och årets resultat (Gröjer, 2002). Lånefinansiering² tillhandahålls av banker och är fordringar med bästa rätt vilket innebär att finansören har en särskild förmånsrätt (Nyman, 2002). Detta innebär att lånefinansiering kommer först i prioriteringsordningen vid en obeståndssituation följt av mellanfinansiering³ som risk- och avkastningsmässigt ligger mellan eget kapital och lånefinansiering (Tirole, 2006).

Modiglianis och Millers teorem (1958) klargör att på en perfekt marknad utan skatter påverkas inte det totala värdet på ett företag av hur företaget finansieras. Den genomsnittliga kapitalkostnaden⁴ beräknas för att se om värde tillförs när ett företag genomfört en investering. Den genomsnittliga kapitalkostnaden är på en perfekt marknad utan skatter oberoende av förhållandet mellan företagets skulder och tillgångar.⁵ En hög skuldsättning ökar den förväntade utdelningen till aktieägarna men ett aktieinnehav blir mer riskabelt av den anledningen att en del av företagets inkomster kommer att användas till att betala ränta på lånefinansieringen. En hög skuldsättning medför en ökad risk för konkurs och aktieägarna kommer därför att kräva en högre avkastning på sina aktier (Levinsohn, 2003).

Ett högt belånat företagsförvärv⁶ är ett utköp av ett företag genom ett förvärv av aktierna fördelat till ett koncentrerat ägande. Högt belånade företagsförvärv innebär en ökning av skuldsättningsgraden vilket, som ovan nämnts, medför en ökad finansiell risk och därför ett högre avkastningskrav på eget kapital (Tirole, 2006). När en förvärvare av ett företag inte har tillräckligt med eget kapital för att finansiera köpet och lånar delar av köpeskillingen i utbyte mot tillgångar eller kassaflöde i målbolaget är det ett högt belånat företagsförvärv (Stancill, 1988). Det finns ingen given fördelning på förhållandet mellan eget kapital och skulder vid ett högt belånat företagsförvärv utan detta påverkas av bland annat konjunktur, marknadsläge och ränteläge. Vanligtvis brukar fördelningen vara en del eget kapital och tre till fyra delar skulder (Nyman, 2002).

¹ Den engelska termen är equity.

² Den engelska termen är senior debt.

³ Den engelska termen är junior debt.

⁴ Den engelska termen är weighted average cost of capital.

⁵ Den engelska termen är debt ratio.

⁶ Den engelska termen är leveraged buyout.

Vid ett företagsförvärv som finansieras med extern lånefinansiering beräknar långivaren det låntagande företags framtida kassaflöde, det vill säga företags betalningsförmåga. För att kunna betala ränta och amorteringar på extern lånefinansiering måste ett företag ha likvida medel och för att klara detta krävs en god likviditetsplanering (Gröjer, 2002). Långivaren gör en kassaflödesanalys för att beräkna företags betalningsförmåga, det vill säga en analys av företags framtida in- och utbetalningar. Vid ett högt belånat företagsförvärv utformas den finansiella strukturen utifrån företags betalningsförmåga och den finansiella strukturen är fördelningen mellan eget kapital, mellanfinansiering och lånefinansiering (Lindahl, 2000). Vi kommer i denna uppsats att inrikta oss på mellanfinansiering.

1.2 PROBLEM

När ett företagsförvärv ska genomföras uppkommer ett problem för köparen gällande hur förvärvet ska finansieras. Finansiering av ett företagsförvärv kan exempelvis ske genom internt genererade vinstmedel, utbyte av aktier, nyemission av värdepapper, försäljning av egendom, extern lånefinansiering eller revers till säljaren. En betalning med internt genererade vinstmedel innebär en belastning på förvärvsbolagets kassaflöde men kommer inte, till skillnad från extern lånefinansiering, att medföra finansiella begränsningar i form av framtida räntebetalningar och amorteringar (Sevenius, 2003).

Ett företagsförvärv är i allmänhet kapitalkrävande och det är därför vanligtvis inte tillräckligt med den finansiering som tillhandahållas från investerare av eget kapital. Anledningen till detta är att det förutom betalning av köpeskillingen vanligen finns behov av att refinansiera det förvärvade företaget och av att finansiera den fortsatta verksamheten. Den som investerar eget kapital i ett företag får vanligtvis ingen ränta och tar en större risk än övriga finansiärer. Anledningen till detta är att investeraren av eget kapital har sämst villkor vid en obeståndssituation, vilket innebär att alla investeringar i eget kapital kan ses som riskkapital (Nyman, 2002).

Enligt Nyman (2002) är lånefinansiering relativt billigt och kan även anpassas efter det låntagande företags framtida behov. Banken tar en särskild kreditrisk i samband med förvärvsfinansiering vilken beror på kredittagarens förmåga att leva upp till de förpliktelser som låneavtalet medför (Lindahl, 2000). Den risk som en eventuell konkurs medför övervägs i den kreditanalys som banken genomför och därefter sätter sitt avkastningskrav utifrån (Bruner, 2004). För det låntagande företaget innebär lånefinansiering att finansiären strikt reglerar vilka åtgärder låntagaren kan tvingas vidta. Det innebär även att det regelmässigt krävs omfattande och värdebeständiga säkerheter (Nyman, 2002). Hur mycket banken är villig att låna ut beror på värdet på tillgångarna i företaget vilket medför att ett holdingbolag, vars enda tillgång är aktier i förvärvsbolaget, har en begränsad möjlighet att använda lånefinansiering. Detta för att banken enbart kan förlita sig på företags framtida kassaflöden avseende företags återbetalningsförmåga samt värdet av säkerheten i form av aktier (Lindahl, 2000).

Pecking Order teorin (Myers, 1984) stipulerar att ett företag främst väljer att finansiera investeringar med internt genererade vinstmedel. Om ett företag behöver använda sig av extern finansiering föredrar de att i första hand använda lånefinansiering och att sedan använda mellanfinansiering som konvertibla skuldebrev. Slutligen väljer ett företag att använda sig av externt ägarkapital som tillsammans med internt genererade vinstmedel utgör eget kapital. Då mellanfinansiering är en hybrid av eget kapital och lånefinansiering kan denna inte väl definieras på grund av de olika värderingarna av eget kapital (Myers, 1984). Detta innebär att problem uppstår för köparen vid ett företagsförvärv när köpet inte kan finansieras med internt genererade vinstmedel och när banken inte kan ta den risk som det innebär att finansiera resterande del av köpeskillingen utöver eget kapital. Med anledning av detta blir valet av finansiering antingen mellanfinansiering eller externt ägarkapital, varav den senare enligt teorin nedan leder till agentkostnader.

Principal-Agent teorin (Jensen & Meckling, 1976) innebär att agentkostnader kan uppkomma när ett företags ägare (principal) och ledning (agent) har olika nyttofunktioner. Om ett företag har en enskild aktieägare kommer beslut att fattas som maximerar ägarens nytta och det existerar inga agentkostnader. Om däremot aktier emitteras i företaget vilket medför ett spritt ägande och att en ledning tillsätts, kan intressekonflikter mellan ägarna och ledningen leda till agentkostnader. Anledningen är att ledningen har auktoritet att fatta beslut som maximerar sin egen nytta vilken inte alltid sammanfaller med ägarnas nytta. Aktieägarna måste därför övervaka ledningen vilket är ett exempel på när agentkostnader kan uppkomma. Agentkostnader är skillnaden mellan ett företags marknadsvärde och vad kan vara värt om agenten arbetar helt i ägarens intresse. Detta medför i sin tur att priset på företagets aktier reflekterar de agentkostnader som förekommer (Jensen & Meckling, 1976).

Vidare förutspår Principal-Agent teorin att om de agentkostnader som uppstår genom förekomsten av utomstående aktieägare är positiva kan det löna sig för minoritetsägare att sälja sina aktier till en majoritetsägare. Detta för att uppkomsten av agentkostnadsreduktioner kan leda till ett ökat företagsvärde vilket i sin tur kommer att fördelas mellan säljare och köpare. Ett företag med en eller ett fåtal ägare kan även undvika de agentkostnader som uppkommer när det finns utomstående aktieägare (Jensen & Meckling, 1976). Med Principal-Agent teorin som grund kan ett företag arbeta för att förhindra ett spritt ägande på grund av de agentkostnader som kan uppkomma. Ett företag kan därför komma att söka andra finansieringsalternativ, i samband med företagsförvärv, vilka inte medför ett spritt ägande.

Det finns flera anledningar till att företag med en ägare inte kan finansieras med enbart eget kapital och lånefinansiering. Exempel är incitament vid högt belånade företagsförvärv, det vill säga att förvärvaren använder lånefinansiering för att inte riskera eget kapital. För banken uppstår kostnader för kontroll av låntagarens incitament och eventuella konkurskostnader om långgivaren inte fullgör sina förpliktelser. Anledningen till detta är att låntagaren vid ett högt belånat företagsförvärv inte riskerar att förlora lika mycket kapital som banken. En ökad

Lånefinansiering involverar vanligen höga risker för inblandade parter och man söker därför andra finansieringslösningar vilka innebär mellanformer av eget kapital och banklån (Sevenius, 2003). Mellanfinansiering redovisas som en skuld i det låntagande företags balansräkning men banken anser det vara eget kapital eftersom mellanfinansieringen återbetalas efter det att bankfinansieringen är slutamorterad. Problematik uppkommer därmed för mellanfinansiären som är efterställd banken och därför tar en större risk.

Vi kommer i denna uppsats att studera tre alternativ av mellanfinansiering och vår problemformulering är: Hur fungerar AP-konvertibeln i förhållande till mezzanine och säljarrevers?

1.3 SYFTE

Syftet med denna uppsats är att få en ökad förståelse för hur AP-konvertibeln, mezzanine och säljarrevers fungerar i praktiken samt i förhållande till varandra. Det är även att skapa ett beslutsunderlag för förvärvaren och banken vid val av mellanfinansiering i samband med ett företagsförvärv. Intentionen är att bidra med en skriftlig jämförelse som kan vara till användning för finansiärer av mellanfinansiering.

1.4 DISPOSITION

Nedan följer en disposition av uppsatsen för att ge läsaren en överblick av dess innehåll.

Kapitel 2 beskriver de metoder och det tillvägagångssätt som använts vid utformningen av denna uppsats.

Kapitel 3 innehåller teoretisk referensram om finansieringsalternativen säljarrevers, mezzanine och konvertibla skuldebrev.

Kapitel 4 innehåller empiri om finansieringsalternativen säljarrevers, mezzanine och AP-konvertibeln.

Kapitel 5 innehåller en diskussion med analys och slutsatser som har sin grund i den teoretiska referensramen och empirin.

2. METOD

Metodvalet gjordes utifrån den information som behövdes för att uppnå uppsatsens syfte samt för att besvara dess problemformulering. För att samla information om de olika alternativen för mellanfinansiering behövdes datainsamling samt intervjuer genomföras och undersökningen har vi valt att basera på den kvalitativa metoden. Syftet har varit att skapa en ökad förståelse för de frågor vi studerat, därför har vår forskningsansats varit den deduktiva.

2.1 VETENSKAPLIG ANSATS

Vid val av forskningsansats nämner Wallén (1996) två olika metodansatser: den induktiva och den hypotetisk-deduktiva metoden. Den induktiva metoden innebär att man med utgångspunkt ur verkligheten avser att dra teoretiska slutsatser (Wallén, 1996, Weidersheim-Paul & Eriksson, 1989). I den deduktiva metoden utgår man istället från redan befintlig teori och skapar därefter ett påstående utifrån denna, en hypotes, vilket prövas empiriskt. Den deduktiva ansatsen kan sägas logiskt härleda något från generella premisser, utan att tillföra något nytt vad gäller substansen (Sohlberg, 2002).

Vårt tillvägagångssätt vid utformandet av denna uppsats kan beskrivas utifrån den deduktiva ansatsen då vi med utgångspunkt i den befintliga teorin, gällande säljarrevers, mezzanine och konvertibla skuldebrev, låtit pröva denna empiriskt. Vår ambition har inte varit att skapa en ny teori, utan snarare att logiskt strukturera redan befintlig sådan utifrån det empiriska material som respondenterna tillfört.

Enligt Holme & Solvang (1997) görs en skillnad mellan två olika metodiska angreppssätt med utgångspunkt i den typen av information man ämnar undersöka, dessa benämns kvalitativ respektive kvantitativ metod. Den viktigaste skillnaden mellan dessa metoder är i vilken utsträckning man använder sig av siffror och statistik. Det centrala i den kvalitativa metoden är att, genom insamlandet av information, skapa en djupare förståelse för det område man studerar. Den kvantitativa metodens primära syfte är istället att genomföra analyser och jämförelser som kan ges en allmän giltighet. Denna typ av undersökning kännetecknas av att man går på bredden snarare än på djupet.

Vid utformandet av denna uppsats har den kvalitativa metoden använts före den kvantitativa, eftersom vi använt få undersökningsenheter där vi snarare gått på djupet än på bredden. Detta därför att vi strävat efter att få en helhetsbild i förhållande till frågeställningen. Utifrån vår frågeställning har vi ställt upp riktlinjer och hållpunkter, men uppläggningsen och planeringen har vidareutvecklats under hela undersökningsfasen, vilket är kännetecknande för den kvalitativa metoden (Holme & Solvang, 1997).

2.2 KVALITATIV INTERVJU

Vi har vid utformandet av denna uppsats valt att utföra en kvalitativ intervju. Fördelen med den kvalitativa intervjun är att undersökningssituationen liknar ett alldagligt samtal i en

vardaglig situation, där respondenten ges möjlighet att påverka samtalets utveckling (Holme & Solvang, 1997). I de besöksintervjuer som ligger till grund för denna uppsats har diskussioner förts med respondenterna utifrån de diskussionsunderlag som finns som bilagor till uppsatsen.

Diskussionsunderlagen har utformats med utgångspunkt ur den teori som studerats om säljarrevers, mezzanine och konvertibla skuldebrev. Innehållet i dessa diskussionsunderlag utgörs av liknande frågor för att underlätta vid en jämförelse av hur de olika finansieringsalternativen fungerar i förhållande till varandra. Diskussionsunderlagen utformades med kortfattade meningar för att undvika missförstånd och är semistrukturerade, det vill säga att de innehåller ett antal frågeställningar som diskussioner fördes kring.

Respondenterna valdes utifrån deras kunskaper om respektive mellanfinansiering. Respondenterna har varit Stefan Holmgren och Fabian Dahl (Sjätte AP-fonden) avseende AP-konvertibeln, Stefan Klefvenberg (SEB Merchant Banking) avseende mezzanine, Kenneth Andersson och Marie Gälldin (SEB) samt Peter Kornesjö (Handelsbanken) avseende säljarrevers.

Den första besöksintervjun genomfördes med Stefan Holmgren på Sjätte AP-fonden vilket ledde till diskussioner om hur vi skulle kunna utveckla inriktningen på uppsatsen. Genom Stefan Holmgren fick vi kontakt med respondenter så att intervjuer även genomfördes på SEB Merchant Banking i Stockholm samt på SEB i Göteborg. Genom Fabian Dahl fick vi därefter kontakt med Handelsbanken i Göteborg.

Diskussionsunderlaget skickades till respondenterna ett par dagar innan respektive intervju för att de skulle få en möjlighet att studera frågorna samt förbereda sig inför intervjuerna. Syftet med besöksintervjuerna har varit att ge respondenterna möjlighet att tillföra sådan information som inte framställs i teorin samt att få en ökad förståelse för de olika finansieringsformernas tillämpning i verkligheten.

2.3 DATAINSAMLING

Datainsamling är grundläggande för denna uppsats och både sekundärdata och primärdata har samlats in. Sekundärdata utgörs av sådan information som redan är känd inom ett område (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 1989).

Till denna uppsats har sekundärdata samlats in från litteratur samt vetenskapliga artiklar genom det Ekonomiska Biblioteket på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet. De vetenskapliga artiklarna hämtades från den företagsekonomiska databasen Business Source Premier, där de sökord som främst användes var; *företagsförvärv*, *konvertibla skuldebrev*, *mezzanine* och *revers*. Dessa artiklar har synats för att utvärdera innehållets relevans för denna uppsats. Artiklar gällande AP-konvertibeln har hämtats från Dagens Industri via databasen AffärsData, vilka har bidragit till ökad förståelse för en del av empirin.

Primärdata är enligt Wiedersheim-Paul & Eriksson (1989) sådan information som undersökaren själv måste samla in. För att samla in primärdata har besöksintervjuer genomförts gällande AP-konvertibeln, mezzanine och säljarrevers. De olika företagen, där besöksintervjuerna genomfördes, har även studerats via årsredovisningar och hemsidor, detta för att få en uppfattning om målsättningar samt för att samla in information om företagens verksamhet.

2.4 KVALITETSSÄKRING

En grundläggande fråga vid all typ av forskning är informationens tillförlitlighet, det vill säga informationens reliabilitet (Johannessen & Tuft, 2002). Reliabilitet är mått som anger hur väl en undersökning ger liknande resultat vid olika tillfällen under i övrigt lika omständigheter (Bell, 2000).

Vid genomförandet av de intervjuer som ligger till grund för denna uppsats var båda skribenterna närvarande och en diktafon användes. Vidare har innehållen från kassetbanden transkriberats och detta material har använts som grund vid formuleringen av empirin. För att uppnå en hög tillförlitlighet och validitet fick respondenterna därefter möjlighet att granska och kommentera innehållet.

En utförlig kritisk granskning av litteraturen behövs vid all typ av forskning (Bell, 2000). Källkritik är en urvalsmetod i vilken man värderar det material man samlat in och därefter väljer att antingen rensa bort eller behålla material. Syftet med källkritiken är således att avgöra huruvida källan mäter det den utger sig för att mäta, validitet, om den är väsentlig för frågeställningen, relevans, samt om den är fri från systematiska felvariationer, reliabilitet (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 1989).

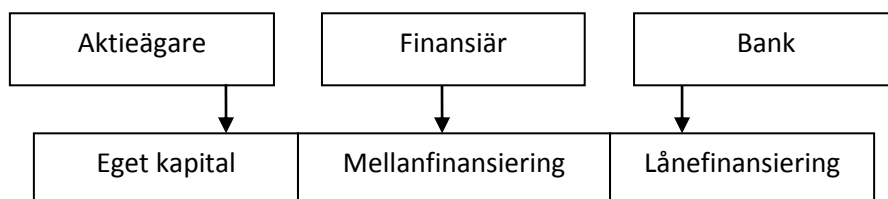
Det material, det vill säga de böcker och artiklar, som vi använt till denna uppsats har noggrant valts ut samt granskats vilket även gäller då en bok eller artikel hänvisat till en källa där även den källan granskats. Urvalet av det material vi har valt att använda oss av har grundat sig på vissa kriterier; samtidskrav, tendenskritik samt beroendekritik.

För att samtidskravet skall uppfyllas krävs att materialet är någorlunda aktuellt rent tidsmässigt. Tillämpningen av tendenskritiken görs för att besvara frågor som; Vilka egna intressen har uppgiftslämnaren i den här frågan? Beroendekritiken används i sin tur för att granska huruvida källorna är beroende av varandra (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 1989). Dessa källkritiska kriterier har även tillämpats vid användandet av den information som respondenterna lämnat vid respektive besöksintervju.

3. TEORETISK REFERENS RAM

Den teoretiska referensramen beskriver de teorier som är tillämpbara på det empiriska materialet. De finansieringsalternativ som presenteras är säljarvers, mezzanine och konvertibla skuldebrev. Avsnitten behandlar tillämpning, beståndsdelar, prissättning samt säkerheter gällande de olika alternativen.

3.1 MELLANFINANSIERING

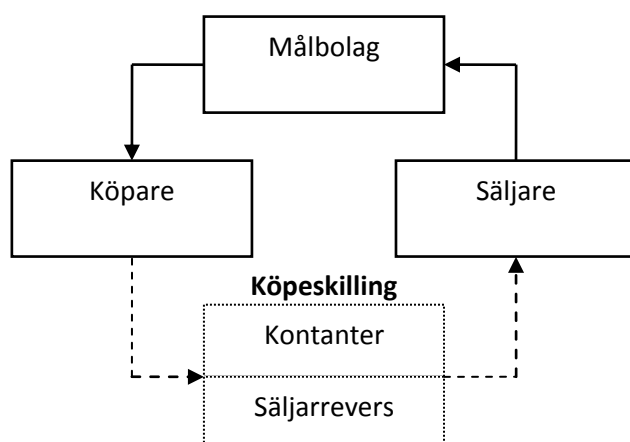


Figur 1. Förhållandet mellan finansiärer och finansieringsinstrument vid företagsförvärv

Figuren ovan visar förhållandet mellan eget kapital, mellanfinansiering och lånefinansiering samt de olika finansiärerna. Säljarvers, mezzanine och konvertibla skuldebrev är exempel beträffande mellanfinansiering. Finansiären tar en större risk än banken som utfärdar lånefinansiering och har därmed ett högre avkastningskrav. Aktieägarna som investerar eget kapital är de som tar störst risk och kräver därför högst avkastning vilket medför att eget kapital är den dyraste finansiering ett företag kan använda.

3.2 SÄLJARREVERS

En säljarvers fungerar som ett skuldebrev vilket utfärdas mellan köpare och säljare, där köparen står i skuld till säljaren. Säljarverser används vanligtvis då banklån och eget kapital tillsammans inte är tillräckligt för att finansiera köpeskillingen vid ett företagsförvärv. Alternativet kan då vara att säljaren lånar ut den sista delen av beloppet till köparen (Nyman, 2002).



Figur 2. Säljarvers som del av köpeskillingen

Figuren ovan visar hur köparen använder sig av både kontanter och säljarrevers vid betalning av köpeskillingen och i utbyte erhåller målbolaget av säljaren. Med kontanter avses här den resterande del av köpeskillingen som inte betalas med säljarrevers, denna kan exempelvis bestå av eget kapital och/eller bankfinansiering.

Lagen om skuldebrev regleras i Handelsbalken och enligt Veres och Fogelberg (1983) är innebörden av lagtexten i sammandrag att skuldebrevet är en skriftlig handling där det utfästes att ett visst penningbelopp ska erläggas vilket är förbundet med vissa villkor ställda av utfärdaren. För skuldebrevets tydlighet bör det innehålla en långivare, en låntagare, ett lånebelopp, räntevillkor, amorteringsvillkor, en säkerhet, en överlåtelse samt låntagaren eller låntagarnas underskrift (Veres & Fogelberg, 1983). Villkoren i säljarreversen görs upp i det avtal som upprättas mellan köparen och säljaren och i detta regleras belopp, löptid, eventuell ränta och amorteringar.

Balansräkning	
Tillgångar	Eget Kapital
Aktier 100	Equity 25
	Skulder
	Säljarrevers 25
	Senior Debt 50
Summa 100	Summa 100

Figur 3. Bokföring av säljarrevers

Figuren ovan åskådliggör ett exempel över hur säljarreversen redovisas i det förvärvande företaget. Figuren utgår från ett förvärv där köpeskillingen är 100, vilket finansieras med 25 eget kapital, 25 säljarrevers samt de resterande 50 från lånefinansiering. Säljarreversen bokförs således som en skuld i det förvärvande företaget.

En anledning till att använda säljarrevers kan till exempel vara att köparen har möjlighet att frigöra likvida medel längre fram eller att denne vill ha tid att sälja av tillgångar i det förvärvade företaget. Att säljaren i sin tur går med på att få en del av köpeskillingen i form av en revers kan vara ett tecken på säljarens tro på företagets framtida förutsättningar, vilket kan vara en trygghet för köparen. Att säljaren ligger kvar med pengar i företaget kan även vara ett sätt att få säljaren mer intresserad av att hjälpa till med att överföra kunskaper och kontakter, för att på så vis förhindra att företaget tappar marknadsandelar efter förvärvet (www.almi.se).

3.2.1 TILLÄMPNING

Säljarrevers fungerar i regel som ett vanligt banklån, vilket innebär att det löper med ränta och amorteringar. En avgörande skillnad är dock att säljarreversen vanligtvis har en låg säkerhet eller ingen säkerhet alls. Om säljarreversen kombineras med vanliga banklån ställer banken vanligtvis som krav att säljarreversen ska vara efterställd bankens finansiering vilket innebär

att bankens fordran ska återbetalas innan säljarreversen om företaget hamnar i en insolvenssituation, (Nyman, 2002).

3.3 MEZZANINE

Enligt Nyman (2002) är mezzanine en finansiering som risk- och avkastningsmässigt ligger mellan eget kapital och lånefinansiering. Detta alternativ till finansiering kan användas av företag som på grund av stora förluster eller skulder inte har möjlighet att använda sig av lånefinansiering. Mezzanine kan även användas av företag som enbart kan erhålla lånefinansiering med ett strikt avtal eller som inte kan ta de risker som lånefinansiering med rörlig ränta innebär (Torpey & Viscione, 1987).

Företag kan välja att använda sig av mezzanine om andra intressenter, det vill säga finansiärer, enbart vill investera med ett krav på ett ägarintresse som företaget inte kan acceptera. Företag kan även använda mezzanine istället för eget kapital i de fall där banken kräver en ökning av eget kapital för att de ska utfärda lånefinansiering. Banken kan i dessa fall godkänna mezzanine som ett alternativ till eget kapital eftersom mezzaninelånet inte återbetalas förrän banklånet är slutamorterat (Torpey & Viscione, 1987).

Mezzanine är ett alternativ till finansiering som blir allt vanligare och anledningen till detta är den lönsamhet som ett mezzaninelån medför för finansiären (Torpey & Viscione, 1987). Mezzanine utfärdas vanligtvis av en investerare i ett företag eller en långgivare som är specialiserad på denna finansieringslösning (Nyman, 2002).

3.3.1 BESTÅNDSDELAR

Mezzanine är ett finansieringsalternativ som erbjuder låntagaren långsiktigt kapital till ett överkomligt pris. Det ger även långgivaren en högre avkastning än vanlig lånefinansiering till en lägre risk än finansiering med eget kapital. Mezzanine innebär att en kompromiss mellan låntagaren och långgivaren enklare kan uppkomma gällande de villkor som detta finansieringsalternativ medför (Torpey & Viscione, 1987).

Mezzanine innefattar vanligen ett lån med en normal eller hög ränta samt en rätt att teckna aktier i företaget i form av teckningsoptioner eller konvertibla skuldebrev. Dessa fungerar som påtryckningsmedel,⁷ och ger en rättighet att erhålla aktier i företaget. En teckningsoption är ett skuldebrev förenat med en optionsrätt till nyteckning av aktier, och ett konvertibelt skuldebrev är ett skuldebrev med möjlighet att konvertera till aktier (Nyman, 2002).

Vid företagsförvärv där mezzanine används som finansiering är visionen vanligen att förvärvsbolaget antingen kommer att säljas eller börsnoteras. Detta innebär att om mezzaninefinansiären har optioner i företaget registreras eller säljs även dessa. Det finns dock

⁷ Den engelska termen är equity kicker.

en möjlighet att företagsledningen väljer att inte vill sälja eller börsnotera företaget och många finansiärer begär därför en rättighet till återköp av optionerna (Torpey & Viscione, 1987).

3.3.2 PRISSÄTTNING

Ett företag som lånar via mezzanine kan räkna med att betala en fast riskrelaterad ränta och finansiären kan även förhandla till sig optioner. Dessa optioner kan vid en fastställd tidpunkt omvandlas till en förutbestämd summa kapital. Mezzanine medför att de transaktionskostnader som uppkommer vid till exempel en nyemittering av aktier uteblir vilket är en fördel med detta finansieringsalternativ (Torpey & Viscione, 1987).

Även om mezzaninefinansiering innebär en stor flexibilitet för låntagaren vill finansiären som vid alla investeringar ha en avkastning motsvarande risken och arbetet som lånet medför. Finansiären vill utöver ränta och optioner ofta ha någon form av kontroll över affärsbeslut och kan erhålla detta genom att tillsätta en styrelseledamot i företaget. Sammantaget innebär detta att finansiären förväntar sig en avkastning som totalt sett är betydligt högre än den ränta som denna finansiering medför (Torpey & Viscione, 1987).

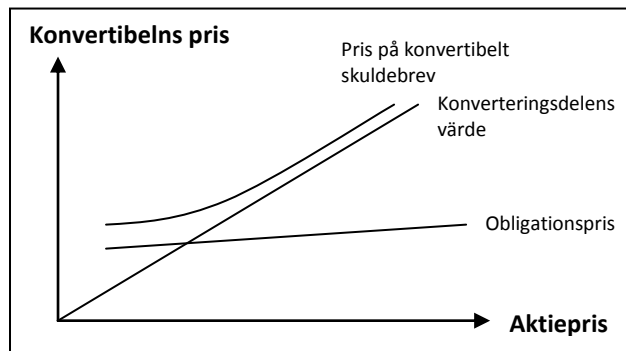
3.4 KONVERTIBLA SKULDEBREV

Ett konvertibelt skuldebrev, även kallad konvertibel, är benämningen på ett skuldebrev som löper med ränta och som vid en viss fastställd tidpunkt eller under en viss tidsperiod ger innehavaren rätt att byta ut detta skuldebrev mot aktier i det emitterande företaget till en i förväg fastställd kurs (Wramsby & Österlund, 2004). Orsaker till att ett företag väljer att besluta om upptagande av konverteringslån kan vara finansiering av företagsförvärv, kapitalbehov eller personalpolitik (Sköldebrand, 1989).

3.4.1 BESTÅNDSDELAR

Värdet på det konvertibla skuldebrevet kan teoretiskt sätt beskrivas som sammansättningen av tre olika delar, en obligationsdel, en konverteringsdel och en optionsdel. Värdet på obligationsdelen uppskattas till det pris till vilket konvertibeln skulle kunna säljas för med utgångspunkt i att det inte finns någon konverteringsmöjlighet till aktier. Det uppskattade värdet beror dels på det allmänna ränteläget men även på den finansiella risken i det emitterande bolaget. Värdet på obligationsdelen är det minsta värde en konvertibel kan ha (Ross et al, 2002).

Konverteringsdelens värde är vad konvertibeln vore värd om den omgående konverterades till aktier. Detta beräknas genom att multiplicera det för tillfället gällande aktiepriset med det antal aktier som konvertibelinnehavaren har rätt att konvertera till (Ross et al, 2002). När konvertibelinnehavaren väljer att genomföra konverteringen dröjer det vanligtvis 1-2 månader innan de nya aktierna erhålls, vilket kan medföra en kursrisk eftersom innehavaren inte kan handla med aktierna under denna period (Karlsson, 1990).



Figur 4. Konvertibelns beståndsdelar.

Figur 4 visar hur ett konvertibelt skuldebrev har en nedre gräns, vilken motsvarar obligationsdelens nominella värde (Wransby & Österlund, 2004).

Konvertibelns optionsdel kan enligt Brealey & Myers (1988) liknas vid en köpoption vilken ger rätt, men inte skyldighet, att köpa en aktie i framtiden. Vanligtvis är det konvertibla skuldebrevets värde högre än både dess obligationsvärde och konverteringsvärde. Innehavaren kan välja att avvakta för att dra nytta av en eventuell ökning av konvertibelns obligations- eller konverteringsvärde. Om det är förmånligt, utnyttjar köparen optionen, om inte låter innehavaren den förfalla outnyttjad. Optionens värde på förfallodagen grundar sig i vilket värde den underliggande aktien har. Om aktiepriset överstiger konvertibelns lösenpris är det förmånligt för innehavaren av optionen (Ross et al, 2002).

3.4.2 PRISSÄTTNING

Vid ett emitterande av konvertibler upprättas villkor gällande bland annat ränta, konverteringstid och konverteringskurs. Den ränta som innehavaren av ett konvertibelt skuldebrev erhåller ligger vanligtvis i nivå med bankernas inlåningsränta eller något högre men alltid minst ett par procent under deras utlåningsränta (Hansson, 2001). Konverteringstiden anger den tidsperiod under vilken det är möjligt att omvandla lånet till aktier, vanligtvis först tre till fyra år efter utgivningsdagen. Konverteringskursen fastställer det pris som skall betalas för en aktie vid konvertering, vanligtvis är konverteringskursen aningen högre än aktiens kurs vid emissionstillfället (Andersson, 2003). Konverteringskursen måste justeras om det emitterande företaget genomför fondemission, nyemission eller aktieuppdelning, det vill säga split. Konverteringskursen kommer således att sänkas till hälften om företaget exempelvis genomför en fondemission som medför att aktiekapitalet fördubblas (Hansson, 2001).

Betalningen för ett konvertibelt skuldbrev sker vid förvärvstillfället, detta medför att konvertibelinnehavaren inte betalar något extra vid en eventuell framtida konvertering (Wransby & Österlund, 2004). Konvertibelinnehavaren väljer själv om denne under konverteringstiden ska omvandla lånet till aktier (Sköldebrand, 1989). En konvertering kan resultera i kursvinster som en följd av att aktiekursen överstiger konverteringskursen men om det däremot skulle visa sig att aktiens marknadsvärde, vid tidpunkten för inlösen, understiger

konverteringskursen genomförs ingen konvertering. Istället inlöses skuldebrevet till konvertibelns nominella belopp vid löptidens slut, vilken vanligtvis är fem till tio år (Hansson, 2001).

Ett innehav av en konvertibel kan medföra vissa risker i samband med en eventuell konkurs av det emitterande företaget, detta då konvertibelinnehavaren vanligtvis har rätt till betalning först efter det att övriga fordringsägare fått sin ersättning, bortsett från aktieägare som vanligtvis har lägst prioritet (Hansson, 2001).

4. EMPIRI

Det empiriska materialet som förvärvades genom intervjuer samt de berörda företagens årsredovisningar ligger till grund för kapitlet. Det innehåller även en kort beskrivning av de företag där intervjuerna, som ligger till grund för det empiriska materialet, genomfördes.

4.1 SÄLJARREVERS

Gällande säljarrevers har intervjuer genomförts med Kenneth Andersson och Marie Gälldin som arbetar med företagsrådgivning på SEB i Göteborg samt Peter Kornesjö som är kontorschef på Handelsbanken, Älvängen. SEB ansvarar för cirka 400 000 mindre och medelstora företag i Norden och Tyskland, där de huvudsakliga verksamhetsområdena består av finansiering och corporate finance. Finansiering erbjuds genom olika produkter som exempelvis checkkredit och lån där förvärvsfinansiering ingår (Årsredovisning, 2006). Handelsbanken har cirka 200 000 aktiva företagskunder i Norden. Banken erbjuder olika finansieringslösningar, bland annat förvärvsfinansiering (Lars Kenneth Dahlqvist).

Finansieringsfrågan är ofta central vid företagsförvärv och enligt Peter Kornesjö, Handelsbanken är banken generellt villig att låna ut till omkring 50 procent av köpeskillingen. Banken ser helst att köparen står för de resterande 50 procenten och är inte detta möjligt kan förslaget om att utfärda en säljarrevers läggas fram. Ibland kan även banken kräva att säljarrevers ska användas då denna kan ge upphov till en positiv utveckling för företaget. Marie Gälldin och Kenneth Andersson på SEB menar att en säljarrevers kan fungera som ett påtryckningsmedel i det avseendet att säljaren har kvar kapital i företaget, vilket torde medföra ett ökat intresse för en fortsatt positiv utveckling av företaget från säljarens sida. Även Peter Kornesjö framhåller detta faktum som en positiv effekt av säljarreversen.

Peter Kornesjö:

"För vad är det som är så förnämligt med att ha med säljaren på banan, i framtiden? Det är att det ska ligga ett litet ekonomiskt intresse från honom att det här ska gå väl. /../ Då är det helt plötsligt ett ekonomiskt intresse i att hjälpa den nya köparen, det är ju det som är det suveräna med säljarreversen. Det behöver inte vara mycket pengar, till exempel 100 000 kr, då är det självklart att man engagerar sig lite."

Vad gäller upprättandet av en säljarrevers anser man på SEB att detta bör göras av en affärsjurist eller eventuellt en revisor om det rör sig om mindre företag. SEB anlitar ibland sina egna affärsjurister för att granska reversen för att på så sätt säkra den juridiska korrektheten i avtalet samt för att undvika att oklarheter uppstår vid en eventuell tvist. Enligt SEB används säljarreversen som finansieringsform främst vid förvärv av små eller mindre medelstora företag, vilket även Peter Kornesjö på SHB menar, då han beskriver säljarreversen som en "jordnära finansiering". En säljarrevers kan även användas i de fall då bankfinansiering inte är aktuellt, vilket exempelvis kan bero på företagets kassaflöde eller risk. I dessa fall kan säljarreversen svara för 100 procent av köpeskillingen.

4.1.1 LÅNEVILLKOR

Lånevillkoren gällande säljarreversen fastställs i det skuldebrev som utfärdas mellan parterna, vanligtvis med hjälp av en affärsjurist. Enligt SEB kan lånevillkoren skilja sig åt vad gäller exempelvis ränta, amorteringar och löptid där löptiden vanligtvis varierar mellan ett till tio år. Amortering av säljarreversen kan utformas på ett flertal sätt och enligt SEB sker detta vanligtvis månadsvis, kvartalsvis, årsvis eller vid ett specifikt datum. Handelsbanken menar att upplägget av en amortering beror på säljarreversens storlek men vanligtvis börjar säljarreversen amorteras efter fem år, när eventuella banklån normalt är slutamorterade.

Peter Kornesjö, Handelsbanken, menar att en säljarrevers i regel är efterställd bankens finansiering, vilket innebär att den inte får amorteras innan banklånet är slutamorterat. Detta ställer banken vanligtvis som krav då de begär största säkerhet för sin finansiering eftersom säljarreversen ses som riskkapital till skillnad mot bankfinansieringen. Vidare menar han att det även ligger i bankens intresse att en eventuell ränta på säljarreversen ska vara efterställd.

Peter Kornesjö:

”Det ligger i mitt intresse att även räntan ska vara efterställd, men det kan säljaren tycka är oskäligt, vilket man om man tänker efter kan hålla med om. Men det beror väldigt mycket på kassaflödet i bolaget också. Är det tight och vi sitter och ångrar oss att vi egentligen gick med i det här, vilket också har hänt, är det oerhört viktigt att vi får in våra räntepengar först.”

När ett företag vill använda sig av bankfinansiering är företagets återbetalningsförmåga oerhört viktigt och på SEB menar man att en säljarrevers inte får inkräkta på denna. Företaget måste därför ha ett så starkt kassaflöde att det klarar av att betala både ränta och amorteringar på banklånet samt ränta och amorteringar på säljarreversen. Inom SEB tillämpas något som benämns financial covenants, det vill säga finansiella åtaganden som låntagaren måste uppfylla. Dessa åtaganden kan exempelvis utgöras av mått på nyckeltal som måste uppfyllas eller andra viktiga faktorer för den fortgående rörelsen. Om företaget inte fullgör dessa förpliktelser inträder vissa sanktioner vilket kan medföra att banken avslutar lånet.

Marie Gälldin:

”När vi lånar ut pengar så är återbetalningsförmågan A och O, det är jätteviktigt, det är det som det baseras på. Vi kanske lägger upp en sådan här förvärvskredit på säg fem år. Då vill vi se att det fungerar i ett kassaflöde. Och då vill vi inte gärna att en säljarrevers inkräktar på det. Det kan ju vara så att det är ett jättebra kassaflöde och då är detta inkluderat också, då är det mycket bra. Men vi vill ändå ha en koll på det hela.”

Enligt SEB är det vid finansiering av ett företagsförvärv oerhört viktigt att granska kapitalstrukturen eftersom de inte vill vara ensamma i finansieringen. Att analysera kapitalstrukturen både före och efter förvärvet anses betydelsefullt för att på så sätt kunna bedöma den finansiella risken i företaget. Inom SEB gör man därför noggranna analyser av

kapitalstrukturen där man bland annat studerar prognoser, budgetar och affärsplaner. Man vill även att någon extern part, exempelvis en revisor eller affärsjurist, ska ha granskat förvärvet.

4.1.2 PRISSÄTTNING

En säljarrevers löper eventuellt med ränta, detta beroende på den uppgörelse som gjorts mellan de båda parterna. Peter Kornesjö, SHB, anser dock att säljaren ska få ränta på sitt kvarvarande kapital. Om säljarreversen är räntebärande menar man på SEB att denna oftast är relaterad till exempelvis reporäntan med ett avtalat procentuellt påslag. Säljarreversen kan antingen löpa med fast eller rörlig ränta, detta beroende på vad de båda parterna kommit överens om i avtalet. Vad gäller utbetalningen av räntan är det, enligt SEB, vanligast att detta sker kvartalsvis.

Vid ett företagsförvärv upprättas en så kallad köpehandling, där köpeskillingen samt hur stor del av denna som betalas kontant respektive med säljarrevers klargörs. Peter Kornesjö, Handelsbanken, menar att köpehandlingen kan vara väldigt omfattande så länge båda parterna är överens om dess innehåll. Vidare menar han att man i denna även kan reglera huruvida värdet på köpeskillingen kan stiga respektive sjunka i framtiden med hänsyn till det förväntade resultatet i det förvärvade företaget. Dessa regleringar kan exempelvis göras gällande att företagets resultat ska vara en viss summa under ett antal år framöver och om så inte är fallet får säljaren till exempel endast 50 procent av köpeskillingen. Men om däremot storleken på resultat före skatt ökar markant under de närmaste åren kan säljaren istället få 150 procent av köpeskillingen. Peter Kornesjö menar att detta ger säljaren incitament till att förmedla en trovärdig bild av företagets potential. Men det kan även bidra till att säljaren anstränger sig för att hjälpa den nye ägaren genom att bland annat tillföra kunskap.

4.1.3 SÄKERHETER

I samband med konkurs finns en prioritetsordning som medför att säljarreversen har lägre prioritet än banklån, vilket är innebörden av att den är efterställd. För säljaren ligger det således en risk i att eventuellt inte få tillbaka de utlånade pengarna. Peter Kornesjö anser därför att säljarreversen bör betraktas som riskkapital, då säljaren gått med på att låna ut till en högre risk. Enligt SEB förkommer det därför att säljaren ibland kräver någon form av säkerhet från köparen, vilket kan vara en borgen eller en pant. Normalt förekommer det inte någon säkerhet, detta är mer vanligt vid förvärv av mindre företag där säljarreversen utgör en större del av köpeskillingen. Detta medför att säljarreversen normalt har väldigt låg prioritet vid händelse av konkurs. Det är således oerhört viktigt att båda parterna innan ett förvärv kommer överens om de regleringar som ska gälla samt att dessa därefter tydliggörs i avtalet.

Kenneth Andersson:

"Det finns en punkt som är väldigt viktig i säljarreversen och det är det att om jag inte kan betala vid en förfallodag vad har då den som har fordran på mig för rättighet att säga upp hela skulden? Det är jätteviktigt att det klart framgår så att man inte råkar illa ut där efter fyra

amorteringar och den femte klarar jag inte. Det är därför det är så oerhört viktigt att det inte bara är ett papper med ett skuldbelopp, en räntesats och en namnteckning.”

4.2 MEZZANINE

SEB Merchant Banking ansvarar för stora och medelstora företag, finansiella institutioner och fastighetsbolag. Några av SEB Merchant Bankings huvudsakliga verksamhetsområden är corporate finance och förvärvsfinansiering. Efterfrågan på corporate finance-tjänster var under 2006 hög och SEB var under detta år ledande rådgivare avseende nordiska fusioner och förvärv. Marknaden för högt belånade företagsförvärv fortsatte att visa höga aktivitetsnivåer under 2006 och SEB ledde och deltog i ett antal förvärvsfinansieringar i de nordiska länderna samt Tyskland och Storbritannien (Årsredovisning, 2006). Vi har, gällande mezzanine, valt att intervjua Stefan Klefvenberg som arbetar på SEB Merchant Banking med utfärdande av lånefinansiering i samband med företagsförvärv. Enligt Stefan Klefvenberg fastställs minsta storleken på köpeskillingen vid ett företagsförvärv, där mezzanine utgör en del av finansieringen, utifrån den betalning som finansiären erhåller i förhållande till dennes arbete.

Stefan Klefvenberg:

”Jag tror inte att man kan säga att det finns någon lägsta nivå. /../ Det är en massa timmar som går åt till det här och när får man vettigt betalt för det här. Därför görs det inte mindre än 30 miljoner kronor om man ens gör det. /../ I sådana här sammanhang är det lite pengar när vi pratar om en investering där vi finansierar flera 100 miljoner kronor. Då blir det ingen idé, utan det ska vara ett rejält belopp så att man får ihop den här transaktionen.”

Mezzanine är en mellanfinansiering som används vid högt belånade företagsförvärv där private equity-bolag vanligtvis är köpare. När ett private equity-bolag ska förvärva ett företag bildar de ett holdingbolag som används för att anskaffa aktierna i företaget. Private equity-bolaget investerar eget kapital vilket tillsammans med lånefinansiering och mezzaninefinansiering utgör den köpeskillning som behövs för att förvärva aktierna. Ett mezzaninelån utfärdas vanligtvis av ett mezzaninehus eller en speciell fond, till exempel Nordic Mezzanine eller Capman, men även SEB Merchant Banking kan utfärda mezzaninelån. Mezzanine är alltid efterställd den lånefinansiering som utfärdas av banken, även om SEB Merchant Banking utfärdar mezzaninelånet.

Stefan Klefvenberg:

”Har vi mezzanine med i transaktionen så ser vi alltid till att den är efterställd bankens fordringar, alltid. Annars kan vi inte betrakta den som eget kapital och det är det som är hela grejen. Därför att när vi gör ett sådant här högt belånat företagsförvärv så säger vi att det kostar 100 miljoner kronor att förvärva bolaget. Kassaflöde och affärsrisk och sådant gör att vi vill ha tillbaka vårt lån på 5 år och bolaget förmår att generera kassaflöde på 12 miljoner kronor vilket innebär att vi kan låna ut 60 miljoner kronor. Resten vill vi se i någon form av eget

kapital, om det är aktiekapital eller mellanfinansiering spelar inte så stor roll, men det måste riskmässigt ligga efter banken.”

4.2.1 LÅNEVILLKOR

När ett företagsförvärv ska finansieras analyserar SEB Merchant Banking det förvärvande företags finansiella risk och rörelserisk. Därefter fattar de ett beslut om hur mycket pengar banken kan låna ut samt beräknar det förvärvande företags framtida kassaflöde. Detta för att bedöma om det förvärvande företaget kan betala kommande ränta och amorteringar. SEB Merchant Banking förhandlar därefter fram sina villkor efter vilket utfärdaren av mezzanine förhandlar fram sina.

Financial covenants är finansiella åtaganden som utgör en del av de kreditvillkor som finns med i avtalet vid ett företagsförvärv. Låntagaren har samma finansiella åtaganden gentemot samtliga finansiärer. Däremot är åtagandena som låntagaren har gentemot finansiären av mezzanine på en nivå som är efterställd åtagandena som låntagaren har gentemot banken. Detta medför att mezzaninelån har längre löptid än banklån och att mezzaninelån inte kan amorteras. Mezzaninelån kan vanligtvis inte lösas in i förtid med undantag om det låntagande företaget redovisar ett resultat över förväntningarna och om banken accepterar det. Det blir en kostnadsfråga hos mezzaninehuset och det uppkommer en diskussion mellan banken, det låntagande företaget och mezzaninefinansiären om vilka kostnader det ska medföra.

För att beräkna kvantiteten eget kapital som ska investeras vid ett företagsförvärv kalkylerar förvärvaren den räntemässiga värdestegringen det vill säga internräntan.⁸ Beräkningen av internräntan visar avkastningen på en investering av eget kapital och förvärvaren kalkylerar internräntan för olika investeringsnivåer för att se vilken som ger mest fördelaktig avkastning. Förvärvaren beslutar även hur mycket eget kapital som ska investeras utifrån den uppskattade värdeutvecklingen på företaget, vad som kan göras med företaget och vad företaget kan säljas för.

Stefan Klefvenberg anser att ägarstrukturen spelar en ansenlig roll vid ett företagsförvärv och att banken lägger stor vikt vid vilket private equity-bolag de gör affärer med. Han menar vidare att det är viktigt att finansiären och låntagaren har samma syn på förvärvsbolagets framtid. Det som är avgörande för om ett företag får ett mezzaninelån är allokeringen mellan eget kapital och lånefinansiering samt att företagsförvärvet är ett bra case till ett skäligt pris. Ett bra case är ett företagsförvärv som medför en väsentlig värdeförbättring för företaget och en bra utveckling på mezzaninefinansiärens optioner. Mezzanine används om banken inte vill låna ut det kapital som behövs utöver eget kapital och det uppkommer en differens mellan eget kapital och lånefinansiering.

⁸ Den engelska termen är internal rate of return.

Stefan Klefvenberg:

”Så måste man fylla ut det här rummet mellan hur mycket vi är beredda att stoppa in och hur mycket eget kapital man är beredd att stoppa in och så går man då till ett mezzaninehus. /../ Antingen så kontaktar vi dem eller också kontaktar private equity-bolaget dem. Vi kan exempelvis ringa dem och säga att nu har vi ett case där vi tror att vi skulle kunna göra något tillsammans och då har man tillstånd från private equity-bolaget att göra det.”

Mezzaninefinansiären genomför en analys av det förvärvande företags finansiella risk och rörelserisk, precis som SEB Merchant Banking. En mezzaninefinansiär måste ha en högre tillförlitlighet till att ett företagsförvärv är ett bra case. Detta eftersom mezzaninefinansiering riskmässigt är efterställd bankfinansiering då banken endast vill ha en återbetalning av lånet tillsammans med en utlåningsränta. Mezzaninefinansiären lever på en hög ränta och eventuella optioner som fungerar som påtryckningsmedel⁹ för att öka framtida aktiekapital. Om mezzaninefinansiären förhandlat till sig optioner analyserar denne även utvecklingen på traditionella nyckeltal för att uppskatta optionernas värde vid exempelvis en börsintroduktion.

4.2.2 PRISSÄTTNING

Mezzanine har två ränteelement, en ränta som betalas ut löpande och en ränta som adderas till kapitalskulden. Anledningen till att en ränta adderas till kapitalskulden är för att det låntagande företags framtida kassaflöden främst ska användas till att betala ränta och amorteringar till banken. Det som avgör hur mycket av räntan som läggs på kapitalskulden är hur mycket framtida kassaflöde företaget beräknas generera. Mezzaninefinansiären får därför anpassa den ränta som betalas löpande och den ränta som läggs till kapitalskulden efter detta.

Mezzanine ligger som ovan nämnts mellan eget kapital och lånefinansiering och den som utfärdar mezzanine kan ta mer betalt än banken eftersom de tar en större risk än banken. Räntan på ett mezzaninelån brukar ligga på mellan åtta till tolv procent varav vanligtvis hälften är den ränta som betalas löpande och hälften är den ränta som läggs till kapitalskulden. Marknaden styr vilka villkor som kan förhandlas fram vid ett mezzaninelån och meningen är att den som lånar ut via mezzanine ska få optioner. När dessa optioner sedan kan lösas in är reglerat enligt avtalet mellan finansiären och låntagaren.

4.2.3 SÄKERHETER

Ett mezzaninelån är vanligtvis ett blancolån vilket innebär att finansiären inte har några säkerheter. Utfärdaren av mezzanine kan ha samma pant som banken men eftersom mezzaninefinansiering är efterställd bankfinansiering medför detta en andrahands pant. Mezzaninefinansiären kan, för att bevaka sina intressen, även tillsätta en styrelsemedlem i det låntagande företaget. Dels för att begränsa den risk som finansiären tar men även på grund av det ägarintresse som finansiären har om denne förhandlat till sig optioner.

⁹ Den engelska termen är equity kicker.

Stefan Klefvenberg:

”Mezzaninehusen har ett ägarintresse i det här genom att de har optioner. Men det är även så att risken i deras långgivning är så pass mycket större än bankens. /../ Detta är ingen säkerhet i säkerhetsbemärkelse, att man får någon form av pant utan det är mer en komfort därför att man kan följa bolaget på ett annat sätt. Det kan vara en typ av säkerhet men det är ingenting som vid en konkurs ger någon form av förmånsrätt.”

Ett mezzanine lån är dyrare än ett banklån och det låntagande företaget får utöver banken ytterligare en långgivare. Det komplicerar även dokumentationen då ett avtal måste förhandlas fram för att reglera förhållandet mellan olika finansiärer. Det är inte alla företag som är lämpade för mezzaninefinansiering på grund av stor volatilitet i branschen eller beroende på vilken typ av verksamhet det är.

4.2.4 UTVECKLING

Enligt Stefan Klefvenberg har det den senaste tiden funnits mycket likviditet på marknaden vilket har lett till att vissa banker har varit villiga att låna ut pengar och att acceptera höga lånebelopp och en hög finansiell skuldsättning. Intresset för mezzanine har därför varit mindre den senaste tiden eftersom många företagsförvärv finansierats med enbart eget kapital och lånefinansiering vilket medfört ett minskat behov av mellanfinansiering. Det har även medfört att räntan på mezzanine lån och möjligheten att förhandla till sig optioner har minskat.

4.3 AP-KONVERTIBELN

Sjätte AP-fonden startade sin verksamhet 1996 med ett fondkapital på 10 miljarder kronor. De arbetar med att förvalta medel från det allmänna pensionssystemet och avkastningen på dessa genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Deras uppdrag är att skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredställande riskspridning genom placering av riskkapital i små och medelstora svenska tillväxtföretag och därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet. Sjätte AP-fondens organisation består av AP Direktinvesteringar, AP Partnerinvesteringar, AP Life Science, AP Fondinvesteringar, AP Konvertibel och Internbanken (Årsredovisning, 2006). Vi har, gällande AP-konvertibel, valt att intervjua Stefan Holmgren och Fabian Dahl som ansvarar för detta finansieringsinstrument på Sjätte AP-fonden.

Sjätte AP-fonden erbjuder via affärsområdet AP Konvertibel ett komplement till traditionell förvärvsfinansiering i samband med generationsskifte.¹⁰ Sjätte AP-fonden har hållit seminarier och varit på bland annat banker och revisionsbyråer som de blivit inbjudna till för att prata om AP-konvertibel. Det har även skrivits artiklar i bland annat Dagens Industri i samband med att Carl Bruske Måleri i Stockholm var först ut att använda sig av AP-konvertibel och det finns även en broschyr om AP-konvertibel som kan laddas ner från Sjätte AP-fondens hemsida.

¹⁰ Ett generationsskifte är ett ägarbyte.

AP-konvertibeln lanserades 2006 och ska ses som ett räntebärande instrument vilket utgörs av ett konvertibelt skuldebrev som är efterställt i förhållande till bankfinansiering. För tillfället finns det inte något annat företag som har en liknande produkt men AP-konvertibeln påminner till sin karaktär i viss utsträckning om mezzaninefinansiering.

Stefan Holmgren:

”Mezzanine är ett finansieringsinstrument som i mångt och mycket påminner om AP-konvertibeln. Men den är som vi uttrycker det, ett hårdare instrument. En mezzaninefinansiering är mer kostsam än vad en AP-konvertibel är. Kostnaden utgörs för en traditionell mezzaninefinansiering av både ränta och köpoptioner. AP-konvertibeln däremot medför bara en räntekostnad och är därmed billigare.”

AP Konvertibeln lånar via AP-konvertibeln ut pengar i samband med företagsförvärv och får en avkastning i form av ränta. När AP-konvertibeln används i samband med ett generationsskifte bildar köparen av företaget ett holdingbolag som lånar via AP-konvertibeln. AP-konvertibeln fungerar rent praktisk som ett lån där ränta och amorteringar betalas löpande vilket sker från löptidens början.

Stefan Holmgren:

”Vi är väldigt bestämda med att den amorteringstid som läggs upp följs. Just amorteringsriden framförallt de första åren är viktig för att undvika att hamna i förvärvskalkyler som inte har tillräckligt med kassaflöde från början utan där hoppet står till en framtida tillväxt. AP-konvertibelns syfte är att finansiera förvärv inte att finansiera tillväxt. Tillväxt finansieras enligt huvudregeln med rent riskkapital, det vill säga eget kapital.”

Löptiden är normalt 10 år men AP-konvertibeln löses vanligtvis in redan efter 4-5 år. Då AP-konvertibeln amorteras innebär detta att skulden minskar och det låntagande företaget kan därför välja att via bankfinansiering lösa AP-konvertibeln. Anledningen till att ett företag väljer detta är för att bankfinansiering innebär en lägre räntekostnad.

AP-konvertibeln är ett finansieringsalternativ som passar många olika branscher och Sjätte AP-fonden har bland annat lånat ut pengar till underleverantörer åt bilindustrin, måleriföretag, utbildningsföretag och ingenjörsföretag. Det finns ingen bransch där denna produkt efterfrågas mer än andra utan det är varierande. Sjätte AP-fonden har själva använt sig av AP-konvertibeln i företag där de har investeringar eller direktägande. Detta är enligt Stefan Holmgren också ett sätt att finansiera egna investeringar.

4.3.1 LÅNEVILLKOR

Ett företag med en vision om att förvärva ett annat företag kontaktar Sjätte AP-fonden och det framgår vanligtvis omgående om det är något av intresse.

Stefan Holmgren:

”Vi hör ganska direkt på telefon om det tänkta förvärvet eller situationen lämpar sig för AP-konvertibeln som finansieringsinstrument. Om det är det så får företaget komma hit och presentera kort vad det är de vill göra och så börjar vi räkna. Vi prioriterar tidigt att börja räkna på kalkylen. På så sätt ser vi om det överhuvudtaget finns några möjligheter att genomföra affären. Om kalkylen inte håller så besparas tid och ytterligare bakgrundsanalys behöver inte göras.”

Anledningen till att de gör en kalkyl är för att ta reda på hur mycket kassaflöden företaget genererar. Detta för att räkna ut om företaget har råd att använda sig av denna mellanfinansiering och om de har råd med ett företagsförvärv vid denna prisnivå.

Företagets ägarstruktur spelar en avgörande roll i beslutet om de får låna via AP-konvertibeln eller inte då Sjätte AP-fonden vill vara säker på att det företag som lånar pengar delar deras tidsperspektiv. Ägarna till företaget ska ha ett långsiktigt ägarperspektiv och Sjätte AP-fonden lånar därför inte ut till riskkapitalbolag utan vill ha ett fåtal engagerade ägare. Kapitalstrukturen i företaget är också av stor betydelse då det är viktigt att företaget har en god finansiell ställning via ett starkt eget kapital.

Avgörande för om ett företag får låna via AP-konvertibeln är om Sjätte AP-fonden anser att det är en bra bransch och ett bra företag.

Stefan Holmgren:

”Vad som är avgörande är att det är en bra bransch och det är ett bra företag som har en förmåga att finnas kvar. Sedan är det också viktigt att företaget tjänar pengar, kan bevisa att de har tjänat pengar och göra troligt att de kommer att tjäna pengar. Det ska bevisas att företaget skapar positiva kassaflöden.”

Det innebär därmed att företaget ska ha en förmåga att finnas kvar i framtiden och att skapa positiva kassaflöden så att de kan betala ränta och amorteringar. Sjätte AP-fonden ser detta som ett grundläggande krav då de lånar ut till ett minsta nominella belopp om 10 miljoner kronor.

4.3.2 PRISSÄTTNING

AP-konvertibeln prissätts efter risknivån hos det låntagande företaget och jämförs med liknande instrument på marknaden som exempelvis företagsobligationer och mezzaninefinansiering. Räntenivån beslutas utifrån tre månaders STIBOR, vilken är en rörlig basränta, samt en fast marginal på mellan 6,5 procent och 8,5 procent.

4.3.3 SÄKERHETER

AP-konvertibelns består av en obligationsdel med löpande räntebetalningar och amorteringar samt en optionsdel som ger AP Konvertibelns KB rätt att konvertera till 51 procent av aktierna i det låntagande företaget i händelse av default. Detta innebär att AP-konvertibelns enbart kan konverteras om det låntagande företaget inte fullgör sina förpliktelser vilket till exempel kan vara att de inte betalar ränta eller amorteringar som det är tänkt. Vid en konvertering omvandlas den skuld som AP-konvertibelns utgör till eget kapital i företaget.

AP-konvertibelns har en så kallad cross default-klausul gentemot bankfinansieringen vilket innebär att om det låntagande företaget inte sköter sina åtaganden mot banken infaller konverteringsrätten för AP-konvertibelns. Andra anledningar som kan medföra att konverteringsrätt inträder kan vara att företaget säljer aktier eller gör utdelningar. Vilka förpliktelser det låntagande företaget har utgörs av ett enskilt avtal. Bankfinansiering har en högre prioritering än AP-konvertibelns i samband med en obeståndssituation och AP-konvertibelns är efterställd vilket innebär att om AP Konvertibelns KB inte vill konvertera är enda sättet att få ut några pengar i en obeståndssituation att banken först får ersättning för sina fordringar.

Den säkerhet som konverteringsrätten medför är ingenting värd om man inte genom denna kan få bestämmanderätt över bolaget. Det är därför viktigt enligt Stefan Holmgren att konverteringsrätten ger aktiemajoritet och vid en konvertering har AP Konvertibelns KB därför rätt att konvertera till 51 procent ägande. Denna konverteringsrätt gäller under hela löptiden vilket medför att säkerhetens värde ökar för varje amortering som företaget gör och att företagets vilja att göra rätt för sig ökar. AP Konvertibelns KB har aldrig använt sig av denna konverteringsrätt då de företag som har lånat via AP-konvertibelns har fullgjort sina förpliktelser.

Enligt Stefan Holmgren är Sjätte AP-fondens styrka att de är vana att äga och driva företag och den säkerhet som konverteringsrätten medför är bara av värde för den som kan driva företag. Sjätte AP-fonden använder denna säkerhet som ett påtryckningsmedel och de är enbart intresserade av den avkastning som AP-konvertibelns medför och inte ett ägande i det låntagande företaget.

Om ett företag inte fullgör sina förpliktelser och konverteringsrätten infaller kan Sjätte AP-fonden utnyttja sin möjlighet att konvertera till aktier i företaget och då driva företaget tillsammans med den ursprungliga ägaren som får en minoritets-ägarandel. Det kan även vara så att Sjätte AP-fonden väljer att inte utnyttja sin konverteringsrätt och då får andra lösningar utvärderas som exempelvis en rekonstruktion av företaget. Vad som ska hända med företaget vid en eventuell konvertering analyseras redan innan AP-konvertibelns utfärdas.

Sjätte AP-fonden har utöver konverteringsrätten även rätt att utse en styrelseledamot i de företag som lånar via AP-konvertibelns och de får därigenom en inblick i företagets verksamhet och kan vara med och påverka. Dessutom har de en vetorätt avseende vissa nyckelfrågor däribland ändring av bolagsordning, förändring av aktiekapital, vinstutdelning, väsentlig förändring av företagets verksamhet, nedläggning eller försäljning av betydande verksamhet, upptagande av nya lån och närståendeavtal. Stefan Holmgren eller Fabian Dahl sitter som styrelsesuppleant i det låntagande företaget och har därigenom närvaro- och yttranderätt. De får även ta del av allt styrelsematerial.

5. DISKUSSION

Inledningsvis innehåller kapitlet en jämförande analys av studiens teoretiska och empiriska material. Vidare diskuteras likheter och skillnader mellan AP-konvertibeln, mezzanine och säljarrevers samt för- och nackdelar med respektive finansieringsalternativ.

5.1 ANALYS

Säljarrevers tillämpas som ett skuldebrev som utfärdas när en köpare av ett företag inte kan eller vill betala hela köpeskillingen vid förvärvstillfället. Men i praktiken kan det även vara ett krav från bankens sida eftersom säljaren vet hur företaget ska drivas framgångsrikt. Säljaren kan därför finnas med som en rådgivare för att överföra sina kunskaper om företaget till köparen. En förutsättning för att säljaren ska erhålla sin fordran är att företaget fortsätter att generera positiva kassaflöden. Säljaren ses som en intressent i detta sammanhang och med denne kvar i företaget ökar sannolikheten för fortsatt framgång.

Mezzaninefinansiering är ett lån som vanligtvis löper med en normal eller hög ränta samt ger långivaren en rätt att genom teckning av optioner eller konvertibla skuldebrev erhålla aktier. Kontentan av teorin motsätter sig praktiken i den bemärkelsen att ett mezzaninelån har en relativt hög ränta samt vanligtvis en teckningsrätt till optioner, dock inte konvertibla skuldebrev. Det som inte framkommer i teorin om mezzanine är att den ränta som följer med lånet vanligen består av en del som betalas löpande och en del läggs till kapitalskulden. Detta samt det faktum att ett mezzaninelån inte amorteras medför i praktiken att skulden kontinuerligt ökar.

AP-konvertibeln utgörs av ett konvertibelt skuldebrev med en konverteringsrätt som enbart infaller om det låntagande företaget inte fullgör sina förpliktelser. Teorin framhåller däremot att innehavaren av ett konvertibelt skuldebrev enligt avtal kan konvertera vid en viss tidpunkt eller under en viss period. Sjätte AP-fonden, som via affärsområdet AP Konvertibeln KB utfärdar AP-konvertibeln, kan välja att inte konvertera vilket även teorin om konvertibla skuldebrev framhåller. AP-konvertibeln amorteras löpande medan ett konvertibelt skuldebrev amorteras vid löptidens slut i de fall där innehavaren valt att inte konvertera till aktier i det låntagande företaget.

5.2 SLUTSATSER

De slutsatser som vi kommit fram till under denna studie har sin grund i uppsatsens teoretiska referensram och empiri. Den senare har skrivits utifrån intervjuer som genomförts på företag verksamma inom bank och finans. Empirin reflekterar enbart intervjupersonernas förhållningssätt till mellanfinansiering och viktigt är därför att läsaren har i åtanke att våra slutsatser inte är allmänt gällande.

Säljarrevers används vid förvärv av små eller mindre medelstora företag till skillnad från AP-konvertibeln som används vid förvärv av medelstora företag med ett minsta nominella belopp

på 10 miljoner kronor medan mezzanine används vid förvärv av medelstora eller stora företag. Sammantaget innebär detta att AP-konvertibelns i viss utsträckning kan användas istället för säljarrevers eller mezzanine beroende på storleken på företagsförvärvet. Mezzanine är ett blacolån, det vill säga ett lån utan säkerhet i jämförelse med AP-konvertibeln som innefattar en konverteringsrätt vilken infaller vid insolvens. Säljarrevers kan, som säkerhet, tecknas tillsammans med en panträtt men även det faktum att säljaren fortfarande har kvar viss kontroll över företaget kan ses som en form av säkerhet.

Att en konvertering av AP-konvertibeln, vid insolvens, alltid ger 51 procents äganderätt medför en större säkerhet för långgivaren till skillnad mot säljarrevers och mezzanine. Vid utfärdandet av mezzanine erhåller långgivaren vanligtvis en rätt till teckningsoptioner men en viktig skillnad, i jämförelse med AP-konvertibeln, är att dessa optioner inte ger ett majoritetsägande i samband med inlösen till aktier. Den som innehar en säljarrevers har vanligtvis en lägre säkerhet och ur en långgivares perspektiv är därför AP-konvertibeln det instrument som är att föredra.

Det majoritetsägande som en konvertering av AP-konvertibeln medför är till nackdel för en låntagare eftersom denne förlorar kontroll över företaget. Dock bör denna aspekt inte ha för stor påverkan på låntagarens val av finansiering eftersom AP-konvertibeln likt mezzanine enbart lånas ut till stadigvarande företag med starka kassaflöden vilket minimerar risken för eventuell insolvens. För låntagaren medför en säljarrevers inte någon risk att förlora majoritetsägandet i företaget till långgivaren vid en obeståndssituation.

AP-konvertibeln lanserades på den finansiella marknaden 2006 vilket medför att den är relativt ny produkt och AP Konvertibeln KB har sedan lanseringen inte behövt utnyttja konverteringsrätten. Huruvida det beror på produktens karaktär eller på det faktum att AP-konvertibeln enbart funnits på marknaden en kortare period är problematiskt att avgöra. Vår slutsats är dock att AP-konvertibeln är att föredra eftersom den är en standardiserad produkt, med villkor som inte behöver förhandlas fram i samma omfattning som vid mezzanine.

AP-konvertibelns främsta syfte är att underlätta företagsförvärv vid generationsskiften vilket är aktuellt när den stora generationen från 40-talet lämnar sina positioner inom näringslivet. Vid generationsskifte i familjeföretag vilka förblir i familjens ägo är säljarrevers att föredra, i synnerhet vid skiften inom mindre företag eftersom en säljarrevers inte kräver allt för mycket resurser. Ett företag kan även kombinera en säljarrevers med antingen AP-konvertibeln eller mezzanine. Fördelen med detta är att den som utfärdar AP-konvertibeln eller mezzanine får en trygghet i att säljaren, som vet hur företaget ska drivas, fortfarande finns kvar i företaget.

AP-konvertibeln amorteras vilket innebär att skulden kontinuerligt minskar och är återbetald vid löptidens slut. Mezzaninefinansiering kan däremot inte amorteras och halva räntan läggs på skulden vilket innebär att skulden vid förfallodagen totalt sett är större än den var vid

löptidens början. Ett företag som lånar via mezzanine måste beakta finansieringen av återbetalningen i likviditetsplaneringen. Vid utfärdandet av mezzanine bedömer långivaren det förvärvade företaget och de eventuella optionernas framtida värde. Ett innehav av AP-konvertibel eller en säljarrevers medför inte denna problematik eftersom de inte ger rätt till teckning av optioner. AP-konvertibel och säljarrevers är ur denna aspekt enklare instrument.

AP-konvertibel har, bortsett från villkoren gällande konverteringsrätten, inga större skillnader i jämförelse med hur konvertibla skuldebrev beskrivs i teorin. Mezzanine har i praktiken en ränta som, till skillnad från i teorin, består av en del ränta som betalas löpande medan resterande del läggs till kapitalskulden. Säljarrevers används inte enbart som ett finansieringsinstrument vid företagsförvärv, utan kan som ett krav från banken användas som en form av säkerhet eftersom säljarens kompetens finns kvar i företaget. Den gemensamma nämnaren för AP-konvertibel, mezzanine och säljarrevers är att de är finansieringsalternativ som risk- och avkastningsmässigt ligger mellan eget kapital och skulder.

6. REFERENSLISTA

BÖCKER

Andersson, L. (2003). *Värdepapper, En genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, Mediaprint, Uddevalla

Bell, J. (2000). *Introduktion till Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund

Bruner, R F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

Duncan, A. (2007). *Mergers and Acquisitions*, Blackwell Publishing Ltd, Oxford

Gaughan, P A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

Grosskopf, G. (1989). *Aktiebolagens finansieringsformer*, Graphic Systems AB, Malmö

Gröjer, J-E. (2002). *Grundläggande redovisningsteori*, Studentlitteratur, Lund

Hansson, S. (2001). *Aktier Optioner Obligationer, En introduktion*, Studentlitteratur, Lund

Holme, I. & Solvang, B. (1997). *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund

Johannessen, A. & Tuft, P-A. (2003). *Introduktion till Samhällsvetenskaplig metod*, Liber, Malmö

Johansson, S-E. & Hult M. (2002). *Köpa och Sälja Företag: Strategi, Värdering, Genomförande*, Industrilitteratur, Uppsala

Jones, T. (2004). *Business Economics and Managerial Decision Making*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester

Larsson, C-G. (2000). *Företagets finansiella affärer*, Studentlitteratur, Lund

Lindahl, M. (2000). *Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv*, UniTryck, Linköping

Nyman, M. (2002). *Riskkapital, Private equity- och venture capital-investeringar*, Elanders Gotab, Stockholm

Orrbeck, M. (2006). *Företagsförvärv i praktiken*, Narayana Press, Danmark

Ross, S A., Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance*, McGraw Hill, Boston

Sevenius, R. (2003). *Företagsförvärv – En introduktion*, Studentlitteratur, Lund

Sköldebrand, B. (1989). *Anställd och ägare – Konvertibler*, Gotab, Stockholm

Sohlberg, P. & B-M. (2002). *Kunskapens former*, Liber, Stockholm

Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, USA

Veres, T. & Fogelberg, S. (1983). *Reverser och en introduktion i revershantering*, Björnsell, Borås

Wallén, G. (1996). *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund

Weidersheim-Paul, F. & Eriksson, L. (1989). *Att utreda och rapportera*, Liber, Malmö

Wramsby, G. & Österlund, U. (2004). *Företagets finansiella miljö*, Wramsby/Österlund förlag, Borås

Årsredovisning Handelsbanken, 2006

Årsredovisning SEB, 2006

Årsredovisning Sjätte AP-fonden, 2006

HEMSIDOR

www.almi.se, 2007-11-27

www.agarskifte.se, 2008-01-02

www.apfond6.se, 2007-11-27

www.handelsbanken.se, 2008-01-02

www.kopaforetag.se, 2008-01-02

www.seb.se, 2007-11-27

ARTIKLAR

Jensen, Michael C & Meckling, William H., (Okt 1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol.3, Issue 4

Levinsohn, Alan., (Dec 2003) *Modigliani and Miller Live On*, Strategic Finance, Vol. 85, Issue 6

Modigliani, Franco & Miller Merton H., (Jun 1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, Vol. 48, Issue 3

Myers, Stewart C., (Jul 1984) *The Capital Structure Puzzle*, The Journal of Finance, Vol. 39, Issue 3

McNeill Stancill, James., (Jan/Feb 1988) *LBOs for Smaller Companies*, Harvard Business Review, Vol. 66, Issue 1

Porter, Michael E., (Jan 2008) *The five competitive forces that shape strategy*, Harvard Business Review, Vol. 86, Issue 1

Torpey, William J & Viscione, Jerry A., (Maj/Jun 1987) *Mezzanine Money for Smaller Businesses*, Harvard Business Review, Vol. 65, Issue 3

Wailka, Reet., (Maj 2006) *Miljardlån till förvärv från 40-talisterna*, Dagens Industri

Wailka, Reet., (Jun 2006) *Smidig väg till bolagsköp*, Dagens Industri

INTERVJUER

SJÄTTE AP-FONDEN

Stefan Holmgren 2007-11-14

Senior Vice President

Head of Finance

Fabian Dahl 2007-11-27, 2008-01-02 (e-mail), 2008-01-07 (telefon)

Portfolio Manager

Treasury

SEB MERCHANT BANKING

Stefan Klefvenberg 2007-11-29, 2008-01-08 (telefon), 2008-01-11 (telefon)

Head of MidCorporate

Acquisition Finance

SEB

Kenneth Andersson 2007-12-07, 2008-01-11 (telefon)

Företagsrådgivare

Marie Gälldin 2007-12-07

Företagsrådgivare

HANDELSBANKEN

Peter Kornesjö 2007-12-14, 2008-01-11 (telefon)

Kontorschef Älvängen

Lars Kenneth Dahlqvist 2008-06-10 (e-mail)

BILAGA 1

Diskussionsunderlag Sjätte AP-fonden

1. Hur fungerar AP-konvertibeln rent praktiskt?
2. Hur prissätts AP-konvertibeln?
3. Vilken roll har Ni i handlandet med AP-konvertibeln?
4. Vad avgör om ett företag får handla med AP-konvertibeln?
5. Vilken roll spelar företagets ägarstruktur och kapitalstruktur i den frågan?
6. Hur går det till när ett företag börjar använda sig av AP-konvertibeln?
7. Är det företagen i fråga som kontaktar Er eller händer det att Ni kontaktar dem?
8. Vad är det för företag som använder sig av AP-konvertibeln och varför?
9. Finns det någon bransch där AP-konvertibeln efterfrågas mer än andra?
10. Har Ni investerat i någon AP-konvertibel via något bolag där Ni har direktägande eller investeringar?
11. Vad är det som avgör om ett företag kan amortera den konvertibla skulden och varför kan AP-konvertibeln amorteras?
12. Om ett företag inte fullgör sina förpliktelser, vilken summa är det då som konverteras till aktier, den ursprungliga eller den nuvarande?
13. Varför kan AP-konvertibeln inte konverteras till aktier likt andra konvertibla skuldebrev utan enbart om det låntagande företaget inte kan fullgöra sina förpliktelser?
14. Vad innebär det att inte fullgöra sina förpliktelser?
15. Vad är Ert komplement till traditionella säkerheter för att begränsa risker?
16. Vilka risker finns det med att använda konvertibla skuldebrev?
17. Varför har Ni en styrelseledamot och en styrelsesuppleant i de bolag som använder sig av AP-konvertibeln?
18. Finns det några bolag som arbetar med konvertibla skuldebrev liknande AP-konvertibeln?

BILAGA 2

Diskussionsunderlag SEB Merchant Banking

1. Hur fungerar mezzanine rent praktiskt?
2. Hur går det till när ett företag tar ett mezzanine lån?
3. Vilken är den lägsta nivån på ett mezzanine lån?
4. På vilka olika sätt kan ett mezzanine lån läggas upp?
5. Måste ett företag kombinera ett mezzanine lån med ett senior debt?
6. Är senior debt i detta sammanhang ett traditionellt banklån?
7. Skiljer sig kreditprövningen åt mellan senior debt respektive junior debt?
8. Ställs mezzanine ut på förvärvsbolaget eller målbolaget?
9. Hur prissätts mezzanine och hur räknar Ni ut räntesatsen?
10. Vad avgör om ett företag betalar enbart basränta eller även peakränta?
11. Vad avgör om ett företag får ett mezzanine lån?
12. Vilken roll spelar företagets ägarstruktur och kapitalstruktur i den frågan?
13. Hur ska den procentuella fördelningen mellan eget kapital, junior debt och senior debt se ut i det låntagande företaget?
14. Vilka risker finns det med att använda mezzanine?
15. Vilka krav ställer banken på det låntagande företaget?
16. Vad har Ni för säkerheter i de företag där Ni lånar ut via mezzanine?
17. Är ett företags riskbenägenhet avgörande för vilka säkerheter Ni har i företaget?
18. Vad är det som avgör om Ni får optioner i det förvärvade bolaget och när kan dessa lösas ut?
19. Betraktas mezzanine som ett lån eller eget kapital i balansräkningen?
20. Vad får mezzanine lån för konsekvenser för banken respektive företaget?
21. Vad är det för företag som använder sig av mezzanine?
22. Finns det någon bransch där mezzanine efterfrågas mer än andra?
23. Vilken är den normala löptiden på ett mezzanine lån?
24. Hur bestäms löptiden?
25. Kan ett mezzanine lån amorteras och betalas räntan löpande?
26. Kan ett mezzanine lån lösas in i förtid och vilka villkor är detta i sådana fall förknippat med?
27. Vilka utöver investmentbanker lämnar mezzanine lån?
28. Hur anser Du att mezzanine har utvecklats på den Europeiska marknaden de senaste åren och hur tror Du att mezzanine kommer att utvecklas de närmaste åren?

BILAGA 3

Diskussionsunderlag SEB & Handelsbanken

1. Hur fungerar säljarrevers rent praktiskt?
2. Är säljarrevers räntebärande?
3. Hur går det till när företag använder sig av säljarrevers?
4. Vad avgör om köpare och säljare väljer att använda säljarrevers?
5. Vilken roll spelar förvärvsbolagets ägarstruktur och kapitalstruktur i den frågan?
6. Är det enbart mellan ett förvärvsbolag och ett målbolag som säljarrevers används?
7. På vilka olika sätt kan säljarrevers läggas upp?
8. Kan säljarrevers kombineras med annan mellanfinansiering?
9. Vilken prioritering har säljarrevers i samband med en konkurs?
10. Hur är säljarrevers efterställd bankfinansiering?
11. Vilken roll har banken i samband med säljarrevers?
12. Vilka villkor ställer banken i samband med säljarrevers?
13. Utför banken en kreditprövning i samband med säljarrevers?
14. Vilken är den högsta nivån på säljarrevers?
15. Var regleras villkoren för säljarrevers?
16. Bokförs säljarrevers i förvärvsbolaget eller målbolaget?
17. Bokförs säljarrevers som en skuld?
18. Vilka risker finns det med att använda säljarrevers?
19. Vilka säkerheter har säljaren i samband säljarrevers?
20. Vilken är den normala löptiden för säljarrevers?
21. Amorterar köparen skulden eller betalas den vid löptidens slut?
22. Hur vanligt är det att företag använder sig av säljarrevers?
23. Vad är det för företag som använder sig av säljarrevers?
24. Finns det någon bransch där säljarrevers förekommer mer än andra?