



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen
Industriell och finansiell ekonomi

Företagsförvärv
- En studie om M&A rådgivarens roll i förvärvsprocessen

Seminariearbete Kandidatnivå
Industrial and Financial Management
Handelshögskolan vid
Göteborgs Universitet
Höstterminen 2010

Handledare: Gert Sandahl

Författare: Annie Ahrenberg 860824-
David Karnel 870420-

Förord

Vi vill tacka de företag och personer som ställt upp på studiens intervjuer. Vi vill även tacka vår handledare Gert Sandahl för hans bidrag.

Göteborg 2011-01-10

Annie Ahrenberg

David Karnel

Sammanfattning

Författare:	Annie Ahrenberg och David Karnel
Handledare:	Gert Sandahl
Titel:	Företagsförvärv – En studie om M&A rådgivarens roll i förvärvsprocessen.
Nyckelord:	M&A, företagsförvärv, rådgivare, transaktionsprocess, uppdragsgivare.
Syfte:	Syftet med studien är att identifiera M&A rådgivarens roll i en förvärvsprocess. Vidare granskas även varför företag med intern kompetens anlitar rådgivare när de själva besitter kunskap inom området.
Teori:	Teorier kring M&A rådgivare, transaktionsprocessen samt integrationsprocesser behandlas. Teorierna är en grundsten för studiens analys och slutsats.
Metod:	Studien är en kvalitativ rapport, där analysen utöver den teoretiska delen är uppbyggd på intervjuer med M&A rådgivare och företag vilka har gjort företagsförvärv.
Slutsats:	Rådgivarens roll i transaktionsprocessen är situationsspecifik, oftast anlitas rådgivaren för att delta i hela processen. Företag anlitar rådgivare då de i det initiala skedet vill vara hemliga och låta någon annan hantera kontakt med potentiella förvärvskandidater, bolagen vill kunna ha ett fortsatt fokus på den dagliga verksamheten och få med den erfarenhet rådgivarna besitter.

Abstract

Author:	Annie Ahrenberg och David Karnel
Tutor:	Gert Sandahl
Title:	Acquisitions - M&A adviser's role in an acquisition.
Keywords:	M&A, acquisitions, advisers, transaction process, employer.
Purpose:	The purpose of this essay is to examine the M&A advisory role in an acquisition. Furthermore the purpose is also to identify why corporations with in-house expertise employ advisers, to complete an acquisition when they possess knowledge in their field.
Theory:	Theories about M&A advisers, the transaction- and integration process are discussed. The analysis and conclusion is based on the later of these theories.
Methodology:	The essay is a qualitative report, in which the analysis beyond the theoretical part is based on interviews conducted with M&A advisers and corporations which have realized acquisitions.
Conclusion:	The adviser's role in the transaction process is situation-specific. The advisor is often hired throughout the entire process and when the corporations want to have a continued focus on daily operations.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund och problemformulering	1
1.2 Syfte	3
1.3 Sammanfattning	3
2. Metod	4
2.1 Intervjumetod	4
2.2 Urval	5
2.3 Litteratur	6
2.4 Validitet och reliabilitet	6
2.5 Sammanfattning	7
3. Teoretisk referensram	8
3.1 Företagsförvärv & M&A rådgivare	8
3.2 Transaktionsprocessen	10
3.2.1 Strategifas	11
3.2.2 Transaktionsfas	15
3.2.3 Integrationsfas	18
3.3 Sammanfattning	19
4. Empiri	21
4.1 Byrå 1	21
4.2 Byrå 2	22
4.3 Byrå 3	24
4.4 Byrå 4	26
4.5 Uppdragsgivare	27
4.6 Sammanfattning	28
5. Analys	30
5.1 Analys av M&A rådgivarens roller i transaktionsprocessen	30
5.2 Analys av uppdragsgivare	32
5.3 Sammanfattning	33
6. Slutdiskussion	34
6.1 Slutsatser	34
6.2 Egna reflektioner	34
6.3 Förslag till fortsatt forskning	35
Källförteckning	36
Bilagor	39
Intervjufrågor	39

1. Inledning

Kapitlet inleds med en bakgrundsbeskrivning och problemdiskussion som ska ge läsaren en inblick i ämnet, här sker även problematisering och motivering till valet av ämne. Vidare förs en diskussion om studiens syfte och de avgränsningar som gjorts för studien.

1.1 Bakgrund och problemformulering

M&A (merger and acquisitions) rådgivare är konsulter som anlitas i transaktionsprocessen vid ett företagsförvärv. Oftast pågår rådgivarens arbete från sökning av målbolag till köpeavtalet är påskrivet och köpeskilling är erlagd. En stor skillnad idag jämfört med för tio år sedan är att rådgivarna inte längre väntar på att bli kontaktade av sin uppdragsgivare. Rådgivarna är idag mer aggressiva än vad de varit tidigare. Då rådgivarna var och varannan dag kommer med förvärvsförslag till företagen på marknaden kan det sägas att de är med och sköter omstruktureringen av näringslivet.¹ Företagsförvärv och fusioner sägs vara bland de viktigaste förändringsprocesser ett företag genomför för att växa, men samtidigt bland de mest riskfyllda. Ungefär 70 % av företagsförvärven är värdeförstörande eller ger värdeneutralt utfall och genom detta är det viktigt att vara medveten om vart fokus ska ligga på i transaktionsprocessen.² Under år 2000 genomfördes fler förvärv än under hela 1980-talet och idag anses det att växa genom förvärv är bland det effektivaste sätt att expandera en verksamhet.³

Den generella transaktionsprocessen behandlas i många dimensioner, vid majoriteten av större förvärv anlitas rådgivaren för att bistå med kompetens och erfarenhet. Idag börjar marknaden återställas efter den finanskris vi fick erfara 2008, nu ifrågasätts inte längre vad chefen gör, utan istället vad han kan göra för att expandera.⁴ Dagens snabbväxande affärsklimat som blir allt mer dynamiskt och konkurrensintensivt till följd av den ekonomiska globaliseringen är en bidragande effekt på att det ställs allt högre krav på att företag utvecklas och expanderar för att inte försvinna på marknaden. I teorin består förvärvsprocessen av tre faser där varje fas

¹ Lindsten, "Makten bakom makten", Veckans affärer, 1999

² Bohlin, Föreläsningmaterial, 2010,
KPMG, "World class transactions", 2001, s 5.

³ Cools et al 2007, s10,
Armour, 2002, s 13

⁴ www.theeconomist.com/node/3623677, (Hämtad 2011-01-10)

innehåller olika steg som är nödvändiga för transaktionens genomförande.⁵ I första fasen, strategifasen, görs en strategisk analys där motiven till transaktionen identifieras.⁶ Här bör frågor som varför ett företag ska köpas och vilka alternativ som finns ställas.⁷ Nästa fas är sökningsfasen. I denna fas ska potentiell uppköpskandidat identifieras, detta gör företaget antingen själva eller med hjälp av rådgivare.⁸ När ett eller flera intressanta objekt är identifierade görs en noggrannare analys och förhandling, i slutet av fasen skrivs ofta olika föravtal, t ex intentionsbrev och sekretessavtal. En viktig del i analysen av målbolaget är företagsvärderingen, här identifieras värdeskapande egenskaper hos bolaget så ett slutligt pris kan fastställas. I andra fasen, transaktionsfasen, utför köparen en besiktning av målbolaget (härefter due diligence), för att identifiera de risker som följer med köpet. Om företaget bestämmer sig för att genomföra förvärvet ska en noggrann genomgång av bolagens struktur göras, med hänsyn till eventuella skattekonsekvenser, i denna fas ingår även aspekter kring redovisning, finansiering, civilrätt och arbetsrätt.⁹ Den sista fasen är avtalsbildningen, vilken innebär förhandling och kontraktsskrivning. Efter köparen fått tillträde till målbolaget, ska bolagen integreras, denna fas benämns integrationsfasen.¹⁰

Det perspektiv som väljs för studien får en avgörande betydelse för dess fortsatta upplägg och analys, därmed även för studiens slutsatser.¹¹ Vi har utifrån bakgrundsbeskrivningen och problematiseringen kunnat formulera två frågor för studien:

- *Vilka roller har M&A rådgivaren i transaktionsprocessens olika delar?*
- *Varför anlitar företag med intern kompetens M&A rådgivare när de själva besitter kunskap inom området?*

Rapporten skrivs utifrån köparens perspektiv. De flesta företag som använder sig av rådgivare är företag i en försäljningsprocess vilket också har resulterat i mer forskning utifrån säljperspektivet. Med anledning till att det finns lite forskning kring förvärvsperspektivet har det motiverat oss till en studie ur detta perspektiv. Vi har valt att avgränsa oss från investmentbanker, då bankerna både erbjuder investering, finansiering och rådgivning vilket resulterar i att bankerna inte är oberoende rådgivare. Intressekonflikter i form av extra avgifter

⁵ Sevenius, 2003, s 13

⁶ Nilsson et al, 2006, s 22

⁷ Sevenius, 2003, s 56

⁸ Ibid, s 56

⁹ Ibid, s 123

¹⁰ Sevenius, 2003, s14

¹¹ Halvorsen, 1992, s 38

kan uppstå för finansiering av en transaktion, företagsrollen benämns ”*the dual role advisory theory*”.^{12 13} Utöver vad som nämnts syftar studien till att vara så generell som möjligt, i den mån att vi inte undersöker någon specifik bransch.

1.2 Syfte

Syftet med studien är att beskriva rådgivarens roll i olika delar av transaktionsprocessen vid köp av företag. Beskrivningen görs både i rådgivarens- och uppdragsgivarens perspektiv. Vidare granskas även varför företag med intern kompetens anlitar rådgivare när de själva besitter kunskap inom området.

1.3 Sammanfattning

M&A rådgivare är konsulter som anlitas vid företagsförvärv. Idag är rådgivarna mer aggressiva och ofta pågår rådgivarens arbete från sökning av målbolag till köpeavtalet är påskrivet och köpeskilling är erlagd. Majoriteten av företagsförvärven som görs misslyckas på grund av att fel bolag förvärvas. Rådgivare anlitas för att tillföra kompetens i en process och idag anses rådgivarna vara de personer som sköter omstruktureringen av näringslivet. Studien avgränsar sig från investmentbanker och ämnar att vara generell i den mån att vi inte inriktar oss på en specifik bransch. Tanken är att studien ska besvara vilka roller rådgivaren har i transaktionsprocessens olika delar samt varför företag med intern kompetens anlitar rådgivare när de själva besitter kunskap inom området.

¹² Siming, 2010, s 67

¹³ “En rådgivare som representerar ett förvärvsbolag och samtidigt är involverad i finansieringen av förvärvet, benämns tvåparts rådgivare.” Siming, 2010, s 67

2. Metod

Syftet med kapitel två är att förklara valet av metod samt urval av intervjuobjekt för att besvara studiens uppställda frågeställningar. Vidare förs ett resonemang kring hur studien är genomförd samt dess giltighet.

2.1 Intervjumetod

Vi har använt oss av semistrukturerade intervjuer vilka används i studier där jämförelser med information från andra intervjuer ska göras. Vid semistrukturerade intervjuer ställs samma frågor till varje respondent, dock är fortfarande intervjun öppen så annan information fortfarande kan komma fram. Semistrukturerade intervjuer valdes då metoden är ett bra alternativ när respondentens egna åsikter och upplevelser tydliggörs. För att få svar på studiens frågeställningar kunde vi leda in respondenterna på ämnen och därefter låta dem berätta fritt. Metoden tillåter vidare att ytterliggare information läggs till som uppkommit vid en intervju.¹⁴ Samtliga intervjuer spelades in så vi i efterhand kunde analysera vad som sades och välja ut relevant information som senare är behandlat i empirikapitlet. Genomförandet av intervjuerna har varit systematiskt genomgående, då en ansvarade för intervjufrågorna och den andra för notering och tilläggsfrågor. Genom att använda oss av semistrukturerade intervjuer förmådde vi att besvara och beskriva vilka roller en M&A rådgivare har i transaktionsprocessens olika delar samt varför företag med intern kompetens väljer att anlita M&A rådgivare när de själva besitter kunskap inom området. Valet av metoden beror delvis på att våra frågor är situationsspecifika och personliga. Vi anser även att valet av den semistrukturerade intervjumetoden var den optimala utgångspunkten, då vi i studiens inledande skede inte behärskade någon vidare djup kunskap inom området.

Till att börja med valde vi att kontakta ett dussin M&A byråer och företag för att boka in framtida intervjuer. Kontakten skedde genom e-mail och telefon där vi framförde en förfrågan om personliga intervjuer med rådgivarna och telefonintervjuer med företagen. Våra förfrågningar resulterade i åtta genomförda intervjuer, fyra av respektive urval.

¹⁴ Mason, 2002, s 66

2.2 Urval

I studier måste urval av studieobjekt göras, därför bör den enhet som kan representera alla enheter undersökas. Om undersökningsobjekten är olika, är det en förutsättning att en spännvidd erhålls.¹⁵ I teorin sägs det att studiens urval ska representera hela populationen.¹⁶ Rådgivare från fyra marknadsledande byråer intervjuas i studien, men även nyckelpersoner från fyra företag i skilda branscher som tagit hjälp av rådgivare vid företagsförvärv. Valet att genomföra intervjuer med två olika urvalsgrupper såg vi som naturligt. Detta då vi ämnar att undersöka vilka roller en M&A rådgivare har i transaktionsprocessens olika delar samt att undersöka varför företag med intern kompetens väljer att anlita en M&A rådgivare då de själva besitter kunskap inom området. Genom att intervjua M&A rådgivare får vi svar på studiens delfråga gällande deras roll i transaktionsprocessen olika delar. Vår nästa urvalsgrupp, nyckelpersonerna i företagen, intervjuas då vi vill få reda på deras upplevelse av vad en rådgivare bidrar med vid ett företagsförvärv samt vilket motiv företagen haft för anlitaandet av en rådgivare. Användandet av två urvalsgrupper beror på att vi vill avspegla marknadens uppfattning om en M&A rådgivare. Genom att intervjua både rådgivare och uppdragsgivare tror vi att studiens uppställda problem och syfte kommer uppfyllas. Urvalet är gjort för att uppnå största möjliga variationsbredd. Vi är medvetna om att byråerna inte svarar för alla rådgivare på marknaden, men genom ett urval av byråer med olika storlek där samtliga anser sig vara marknadsledande inom sitt segment har vi kunnat sprida våra svar och få en helhetsbild. Naturligtvis är vi medvetna om att byråernas svar inte är objektiva, vilket funnits i åtanke när tolkning av data skett. Genom att också medvetet välja företag som opererar på olika marknader har en helhetsbild av näringslivets åsikt försökts att erhållas, men även här är vi medvetna om att en rättvis avspeglning av marknaden är svår att uppnå.

Av de intervjuade M&A rådgivarna är tre mindre aktörer på marknaden och den fjärde representerar en större aktör. Valet av respondenter är medvetet och enligt uppfattning arbetar samtliga på liknande sätt, trots skillnad i storlek och geografisk belägenhet. De mindre rådgivarna kan dock sägas vara mer individuella och av olika karaktär. Nästa urvalsgrupp är fyra företag i olika branscher med liknande finansiella egenskaper såsom omsättning och personalstyrka. Då företagen är verksamma inom olika branscher är tanken att en så bred räckvidd som möjligt också ska erhållas, studien får därmed även ökad tillförlitlighet. Då utgångspunkten är att undersöka företag med intern kompetens, var vi tvungna att precisera

¹⁵ Halvorsen, 1992, s 95

¹⁶ Ibid, s 95

begreppet. Vår definition av intern kompetens i denna studie innebär företag som tidigare lyckats genomföra företagsförvärv utan hjälp av M&A rådgivare, dock har vissa företag tagit hjälp av andra externa parter i delar av processen, exempelvis jurister.

2.3 Litteratur

För att kunna besvara och koppla samman till den uppbyggda frågeställningen används lämplig litteratur inom transaktionsprocessens faser, där vi valt att främst utgå ifrån Sevenius teorier. Vidare används även litteratur som beskriver rådgivarens arbete och integrationsprocesser. Källor är utöver kurslitteratur, är hämtad från olika artiklar och databaser. Tidigare forskning är även studerad, såsom gamla uppsatser och avhandlingar.

2.4 Validitet och reliabilitet

Då studien är av kvalitativ karaktär behandlas termerna validitet och reliabilitet annorlunda än vad de hade gjorts om den hade varit kvantitativ. I den kvantitativa studien kan tillförlitligheten skattas i form av siffror, vilket den inte kan göras i den kvalitativa.¹⁷ Validitet definieras som giltighet eller relevans, vilket innebär att samla in den data som är relevant för studien vi arbetar med.¹⁸ Med begreppet reliabilitet menas hur pålitliga mätningarna är. Hög reliabilitet innebär att oberoende av vem som gör mätningen ska den ge samma resultat.¹⁹ Vi kan konstatera att validitet och reliabilitet inom kvalitativ forskning innebär beskrivning av insamlad data som är korrekt hanterad.

För att öka validiteten har intervjuer skett med nyckelpersoner som har god kunskap inom sitt område. För att ytterligare säkerhetställa korrekta svar har vi valt att låta respondenterna vara anonyma. De personliga intervjuerna ökar också validiteten då vi kunde lösa missförstånd på plats. Eftersom antalet intervjuade är få, blir studiens reliabilitet osäker. Hade ett fåtal intervjuer med rådgivare respektive företag adderats till urvalsgruppen, bedömer vi att studiens resultat inte skulle skilja sig väsentligt från vad det gör idag. Anledning till antal intervjuer som gjordes beror på studiens tidsramar.

¹⁷ <http://www.infovoice.se/fou/bok/10000035.shtml>, (hämtad: 2010-12-13)

¹⁸ Halvorsen, 1992, s 4

¹⁹ Ibid, s 4

2.5 Sammanfattning

Denna del sammanfattar kapitlet metod vilket syftar till att läsaren ska få en överskådlig uppfattning om hur studien är planerad. Vi har valt att göra semistrukturerade intervjuer med M&A rådgivare och företag som använt sig av nämnda rådgivare vid företagsförvärv. Då byråerna är av olika storlek och företagen representerar olika branscher har vi kunnat uppnå en spännvid även om ett rättvist resultat är svårt att uppnå när endast ett fåtal intervjuer skett. För att säkerhetsställa korrekta svar i studien har vi låtit respondenterna vara anonyma. Studien baseras vidare på teorier om rådgivare, transaktionsprocessen i ett företagsförvärv samt integrationsprocesser.

3. Teoretisk referensram

Detta kapitel beskriver vald teori för studien, teorin återkopplar till studiens analys och slutsats. Kapitlet är indelat i två huvudavsnitt där det första behandlar rådgivare och företagsförvärv, andra delen beskriver transaktionsprocessen samt en kort del om synergier och integrationsprocesser.

3.1 Företagsförvärv & M&A rådgivare

Ofta är företagsförvärv en del av verksamheten i stora företag och hos vissa är det till och med en del av affärsidén.²⁰ För att transaktionsprocessen ska tillämpas behöver inte alla aktier i ett företag förvärfas. Kravet som ställs är att en kontrollpost förvärfas, eller så många aktier att man får väsentligt inflytande.²¹ Sevenius definierar ett företagsförvärv som ”när ett företag köper ett företag av ett företag”.²² Ett annat begrepp är fusion, som dock ofta missuppfattas av juristen då han sammankopplar det med Aktiebolagslagens 14 kap, vilken behandlar emissioner.²³

M&A rådgivare är corporate finance konsulter som anlitas vid företagsförvärv, företagsöverlåtelser, företagsrekonstruktioner samt i vissa fall för hjälp med kapitalanskaffning. Rådgivaren agerar som projektledare för att hjälpa företag i rätt riktning vid en transaktion.²⁴ I äldre litteratur beskrivs rådgivaren som en professionell konsult som skisserar upp utfallen av möjliga scenarios, så uppdragsgivaren kan fatta ett beslut grundat på rådgivarens information.²⁵ En anledning till att anlita rådgivare vid ett företagsförvärv kan vara att företagen kan bibehålla sin ordinarie verksamhet och ha fokus på det operativa arbetet. En transaktionsprocess består av olika faser och det är vanligt att olika specialister anlitas i varje moment.²⁶ Företag som står inför valet att göra ett förvärv, måste avväga om den egna organisationen själv besitter kompetens för att klara genomförandet. Ytterligare fördelar med att anlita rådgivare kan vara att de bidrar till en säkrare process, samt att köpeskillingen blir så låg som möjligt. Rådgivare på förvärvssidan bidrar med kompetens som kommunikation med säljaren och förhandlingsteknik, vilket underlättar transaktionsprocessen

²⁰ Sevenius, 2003, s 16

²¹ Ibid, s 17

²² Ibid, s 17

²³ Ibid, s 18,

²⁴ Ibid, s 198

²⁵ Morris, 1984, s 91

²⁶ Morris, 1984, s 198

avsevärt. Utöver detta inbringar även rådgivarna erfarenhet till transaktioner från tidigare arbete, vilket kan vara avgörande för ett framgångsrikt förvärv.²⁷

Teorier beskriver att en mindre aktör eventuellt kan bidra med lika god service som de större aktörerna på marknaden. Dock arbetar de mindre byråerna ofta mer lokalt och det kan därför upplevas som mindre relevant att anlita en liten aktör om ett företag vill förvärva utomlands.²⁸ Vidare beskriver teorin att rådgivarens huvudsakliga roll är att sammanhålla de inblandade aktörerna och informera om processens framsteg till sin uppdragsgivare. Rådgivare som representerar företag i en förvärvsprocess behöver inte spendera lika mycket tid på att leta objekt som en rådgivare som arbetar för ett säljande företag. Teorin poängterar att grunderna för ett framgångsrikt förvärv ligger i om förvärvaren gjort ett omfattande förberedelsearbete.²⁹

Enligt Sevenius är revisorerna en viktig samarbetspartner för köparbolaget genom att de har god kännedom om bolagets rättsliga ställning. Revisorerna hjälper framförallt till med värdering men även de förberedande sökningarna av målbolag kan utföras av revisorer, även om det är vanligare att de utförs av andra rådgivare.³⁰ Den kompetens revisorerna besitter kan framförallt utnyttjas i faser som strukturering och i vissa fall i avtalsbildningen.³¹ Utöver revisorn är också juristen en nödvändig och värdefull aktör att ha vid sin sida i transaktionsprocessen. Juristen hjälper ofta till med due diligence, kontakt och kontraktsskrivning.³²

Det sägs att den ideala rådgivaren har stor erfarenhet, beslutsamhet, en spetskunskap i förhandlingsteknik, bra rykte samt social- och affärsstrategisk kompetens.³³ Köparen är ute efter företag som stärker sitt eget bolag, företag som breddar produktportföljen, ökar den befintliga kundbasen, sprider riskerna och ökar marknadsandelarna.³⁴ En erfaren rådgivare vet att den köpare som förväntar sig mest synergi av förvärvet också kommer betala ett premium för målbolaget. Rådgivaren vet också att det är svårt att få tag på dessa köpare och att oftast måste dessa köpare sökas upp. Teorin beskriver att skiljelinjen mellan bra och dåliga

²⁷ Orrebeck, 2006, s 47

²⁸ Ibid, s 49

²⁹ Orrebeck, 2006, s 48

³⁰ Ibid, s 199

³¹ Ibid, s 199

³² Angwin, 2007, s 391

³³ Meyer, 2007, s 143,

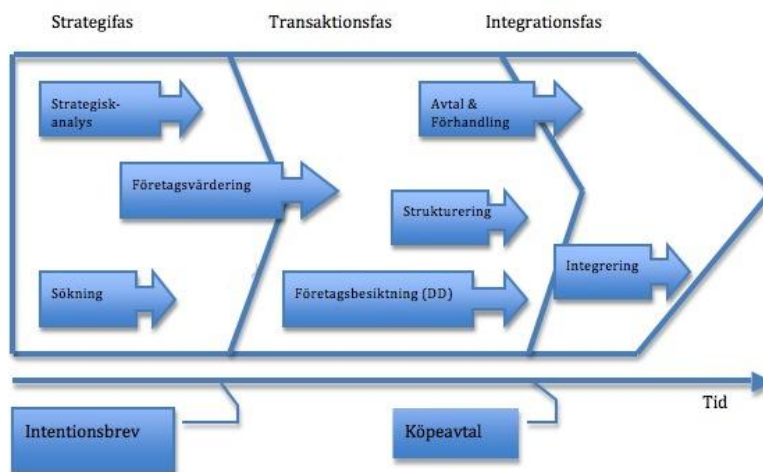
Morris, 1984, s 91

³⁴ Meyer, 2007, s 144

rådgivare går här, då rådgivarens uppgift är att ”sälja” in till förvärvarbolaget att de ska *köpa just det här bolaget*. Rådgivarens affärsstrategiska egenskaper kommer väl till hands när identifiering av målbolagets verkliga värde sker, vid identifiering av de starkaste köparna samt varför företaget är värt ett högre pris. Utöver vad som nämnts ovan känner en bra rådgivare även till marknaden väl, liksom de viktigaste köparna.³⁵ Studier visar att högt rankande rådgivare med högre sannolikt avslutar en affär och även avslutar affären på kortare tid än vad en lägre rankad rådgivare gör.³⁶ Till sist ska det poängteras att uppdragsgivaren trots allt oftast är den som faktiskt har bäst överblick på förutsättningarna för ett förvärv och att det därför kan vara farligt att överlåta både projektledning och kontroll på konsulter. Det finns stor risk att värdefull information går förlorad i integrationsfasen.³⁷

3.2 Transaktionsprocessen

Transaktionsprocessen kan betraktas som en illustration med olika faser och moment i kronologisk ordning. I praktiken pågår många faser och moment parallellt, då flera aktörer samtidigt är involverade med egna intressen och målsättningar.³⁸ Transaktionsprocessen kan delas in i tre faser; strategi-, transaktions-, och integrationsfasen. I studien beskriver vi faserna med fokus på de två första, då rådgivarens uppdrag oftast avslutas efter transaktionsfasen. Etablerade M&A byråer använder sig oftast av egna utarbetade flödesscheman. Vi har valt att beskriva den generella transaktionsprocessen nedan.



Figur 1: Transaktionsprocessen, bearbetad modell med utgångspunkt från Sevenius.³⁹

³⁵ Ibid s 144

³⁶ Hunter & Jagtiani, 2002, s 65

³⁷ Hunter & Jagtiani, 2002, s 201

³⁸ Sevenius, 2003, s 12

³⁹ Ibid, s 13

3.2.1 Strategifas

Den strategiska fasen innehåller analyser och delprocesser som resulterar i att ett motiv till förvärvet fastställs. Vidare identifieras, värderas och upprättas en initial kontakt med målbolaget här.⁴⁰ Den strategiska fasens resultat ligger till grund för nästkommande faser.

3.2.1.1 Strategisk analys

Strategiska fasen inleds med strategiska analyser, vilka besvarar frågan om varför ett förvärv genomförs. De strategiska analyserna ligger även till grund för fastställandet av förvärvsstrategi som vanligtvis följer genom hela transaktionsprocessen.⁴¹ En strategisk analys är av vikt då köparens långsiktiga målsättning, behov och alternativ fastställs. I den strategiska analysen identifieras företagets vinstdrivare, vilka är de faktorer som påverkar företagets vinst. Rådgivaren gör vanligtvis även en branschanalys och konkurrensanalys.⁴²

Branschanalys används för att analysera vilka faktorer som påverkar lönsamheten för hela branschen och strukturen i helhet. Porters femkraftsmodell kan användas som redskap för att analysera och utreda en specifik bransch.⁴³ Genom modellen kan en uppfattning över de strategiska förutsättningarna bildas och en utvärdering av konkurrenskraften kan göras. En skraddarsydd strategi kan därför implementeras för att uppnå maximal lönsamhet.⁴⁴ Redskapet tillåter företag att identifiera, få en helhetsbild och genom denna utveckla långsiktiga strategier, som i sin tur leder till effektiva beslut och hållbarhet.⁴⁵

I konkurrensanalysen analyseras hur och med vilken strategi ett företag har valt att positionera sig gentemot sina konkurrenter. Genom val av konkurrensstrategi kommer ledningens beslut påverka företagets totala lönsamhet, vilket resulterar i konkurrensfördelar gentemot konkurrenter. Nilsson et al identifierar tre huvudsakliga konkurrensstrategier, differentiering, kostnadsöverlägsenhet och fokusering. Differentiering innebär att företag erbjuder en unik produkt eller tjänst som inte erbjuds av övriga konkurrenter.⁴⁶ Kostnadsöverlägsenhet innebär att ett företag uppnår en överlägsen kostnadsstruktur gentemot sina konkurrenter. Fokusering

⁴⁰ Sevenius, 2003, s 55

⁴¹ Ibid, s 56

⁴² Nilsson et al, 2006, s 76

⁴³ Stralser, 2004, s 165

Nilsson et al, 2006, s 85

⁴⁴ Nilsson et al, 2006, s 78

⁴⁵ Stralser, 2004, s 157

⁴⁶ Nilsson et al, 2006, s 86

som strategi innebär fokus på ett segment, en marknad eller kundgrupp, till skillnad från att tillfredsställa hela marknaden.

Enligt Sevenius är SWOT den modell som används mest frekvent i strategiska analysen.⁴⁷ När identifiering av konkurrenter och bransch skett bidrar SWOT med en sammanfattad överblick på kritiska faktorer som vinstdrivare och riskfaktorer.⁴⁸ Företagets interna styrkor och svagheter, externa möjligheter och hot kan företaget själv identifiera. För att fullt förstå de kritiska faktorerna, bör ledningen jämföra sin egen SWOT modell med konkurrenternas modell.⁴⁹

Porter har kategoriserat fyra motiv till företagsförvärv. Första motivet behandlar ägarnas intresse för riskspridning, det bygger på portföljteorin som genom valet av en konglomeratstruktur jämnar ut osystematisk risk vilken finns i den totala risken.⁵⁰ Ett annat motiv kan vara omstrukturering vilken en vertikal integration behandlar, då en kompetens ska delas upp, köpas, eller föras samman för att styra verksamheten mot ett visst mål. Syftet är möjligheter till reformerade branschvillkor eller affärslogistik.⁵¹ Bland de vanligaste motiven till ett företagsförvärv är kunskapsöverföring, vilket innebär att kompetensen ökar i den nuvarande organisationen. Motivet som Porter menar tillför mest synergieffekter är aktivitetsfördelning mellan bolag.⁵² Aktivitetsfördelning kan innebära att företag väljer att fördela aktiviteter som produktion och administration i två olika företag för att på så vis uppnå maximal effektivitet.⁵³

I strategiska analysen finns ingen praxis om vilken metod som ska användas.⁵⁴ För att försäkra sig om att alla aspekter behandlats används metoder som triangulering, vilket innebär att flera metoder tillämpas samtidigt. För att göra analyserna mer tillförlitliga och vara säkra på att åstadkomma ett tillräckligt djup involveras flera rådgivare vid genomförandet.⁵⁵

Vid upprättandet av de strategiska analyserna upprättas samtidigt strategiska handlingsalternativ. Handlingsalternativen syftar till att se över om andra alternativ är mer

⁴⁷ Sevenius, 2003, s 58

⁴⁸ Stralser, 2004, s 163

⁴⁹ Ibid, s 163

⁵⁰ Sevenius, 2003, s 57

⁵¹ Ibid, s 57

⁵² Ibid, s 57

⁵³ Ibid, s 57

⁵⁴ PriceWaterHouseCooper, 2008

⁵⁵ Sevenius, 2003, s 62

lämpliga för tillväxt.⁵⁶ Det kan vara organisk tillväxt, strategiskt samarbete eller samriskföretag (joint-venture). Visar resultatet av de strategiska analyserna att företagsförvärv är den mest effektiva tillväxtstrategin, kan nästa steg, sökningen påbörjas.

3.2.1.2 Sökning

Denna fas innebär att rådgivarna söker, identifierar och preliminärt utvärderar målbolag. Vanligtvis sker sökningen genom externa informationskällor som företagsmäklare på internet och privata nätverk.⁵⁷ Nästa steg är att bearbeta den framtagna informationen med utgångspunkt från den strategiska analysen. Därefter utarbetar rådgivarna en förteckning över de potentiella målbolag som matchats med köparens preferenser såsom målsättning och behov. Tillsist är tanken att kunna identifiera det målbolag som kan resultera i mest synergier.⁵⁸

Ibland har köparen själv identifierat ett eller flera intressanta bolag. Det förekommer att förvärvaren identifierar målbolag som de har god kännedom om, exempelvis en nuvarande underleverantör eller konkurrent.

3.2.2.3 Företagsvärdering

Företagsvärdering är ett komplext moment då det inte går att fastställa ett exakt objektiva värde. Sevenius menar att alla värderingsmetoder mer eller mindre bygger på antaganden om framtiden. Likaså kan olika värden erhållas beroende på ur vilket perspektiv värderingen görs ur. En värdering består av analyser kring ett företags lönsamhet, finansiering och tillväxt.⁵⁹ Företagsvärdering sker oftast i olika steg i transaktionsprocessen. I det inledande skedet kan en förenklad och mer övergripande värdering göras för att få ett indikativt värde på företaget.⁶⁰ Vidare i processen genomförs vanligtvis en djupare och mer detaljerad värdering för att fastställa ett värde som kan ligga till grund för köpeskillingen vid slutförhandlingen.⁶¹

Det finns otaliga metoder som kan användas för att få fram värde på ett företag. Fokus i denna studie ligger på två metoder som används vid just företagsförvärv, diskonterade kassaflöden och komparativ värdering.⁶² Valet av värderingsmetod beror på faktorer som *för vem* och *av*

⁵⁶ Hubbard, 2001, s 52

⁵⁷ Johansson, Hult, 2000, s 15

⁵⁸ Harvard Business Review, 2001, s 45

⁵⁹ Sevenius, 2003, s 81

⁶⁰ Sevenius, 2003, s 81

⁶¹ Ibid, s 82

⁶² Ibid, s 87

vem värderingen utförs, men också vilket syftet med värderingen är. Faktorer som företagsform och tidpunkt för värdering kan också avgöra vilken metod som är mest lämpad.⁶³ Enligt Hägg bör ett företag använda sig av flera värderingsmetoder för att uppnå en så rättvis bild som möjligt.⁶⁴ Ofta skiljer sig det beräknade värdet mellan säljare och köpare, då priset bland annat påverkas av synergier och förhandlingseffekter.⁶⁵

Diskonterade kassaflöden (DCF) är en metod där prognoser över framtida kassaflöden skapas. Genom att prognostisera och nuvärdesberäkna en framtida avkastning med hjälp av en diskonteringsfaktor som oftast motsvarar marknadsräntan, fastställs ett företagsvärde. Sevenius menar att modellen är mest användbar vid värdering av större företag med positiva kassaflöden i mogna branscher. Metoden har utsatts för mycket kritik då den bygger på antaganden. Genom enkel manipulation kan värdet enkelt ändras om förändring av gjorda antaganden.⁶⁶

Komparativ värdering är baserad på marknadens bedömning av värdet på ett eller flera företag som jämförs med målbolaget.⁶⁷ Enligt Sevenius är komparativ värdering baserad på jämförelser av centrala faktorer mellan målföretaget och andra företag. Genom att identifiera värdedrivare, så kallade multiplar i målbolaget och sedan jämföra multiplarna med jämförbara företag kan ett rättvist värde fastställas.⁶⁸ Värderingsmetoden är relativt lätt att förstå och lämpar sig väl vid genomförandet av ett företagsförvärv. Orrebeck stärker teorin kring denna metod, då grunden för värderingen bygger på att samla in data av likartad karaktär och jämföra den med värdemultiplar och jämförbara transaktioner.⁶⁹

Vanligtvis användas multiplar som bland annat pris/vinst och pris/omsättning.⁷⁰ Värdet på multiplarna varierar mellan branscher och storlek på företag. Det kritiska momentet vid en komparativ värdering är att identifiera rätt vinstmultipel och att ta fram jämförbara företag.⁷¹

⁶³ Sevenius, 2003, s 81 & 86

⁶⁴ Hägg, 1991, s 9

⁶⁵ Sevenius, 2003, s 98

⁶⁶ Ibid, s 87

⁶⁷ Ibid, s 60

⁶⁸ Sevenius, 2003, s 90

⁶⁹ Orrebeck, 2006, s 106

⁷⁰ Sevenius, 2003, s 90

⁷¹ Ibid, s 91

3.2.2 Transaktionsfas

Transaktionsfasen handlar framförallt om informationsöverföring. Viktigaste i denna del är företagsbesiktning, men här planeras även bolagens struktur med hänsyn till skatter och redovisning. Transaktionsfasen avslutas med slutförhandling och kontraktskrivning.⁷²

3.2.2.1 Due diligence

Företagsbesiktning, eller due diligence är en process som på kort tid blivit en viktig del i transaktionsfasen.⁷³ Sevenius menar att den korrekta översättningen från engelskan är vederbörlig omsorg, då den syftar till den aktsamhet köparen bör iakta vid ett förvärv.⁷⁴ Logiken bakom processen kan sägas är hämtad från talesättet ”köp inte grisen i säcken”.⁷⁵ Genom att ställa de rätta frågorna kan förvärvaren spara mycket pengar och undvika eventuella framtida problem.⁷⁶ Due diligence görs i olika steg och det krävs träning för att bli duktig på denna fas, det är viktigt att veta vart skeletten är gömda.⁷⁷ I planeringsfasen uppstår det så kallade due diligence dilemmat, som innebär att veta hur *mycket* besiktning av målbolaget som är tillräckligt.⁷⁸

En due diligence fungerar som beslutsunderlag inför ett köp, viktigt att poängtera är att underlaget inte är en ansvarsbefrielse för säljaren.⁷⁹ I ett företagsförvärv är köpare och säljare obligationsrättsligt bundna till varann, vilket innebär att någon av parterna alltid kommer att stå risken.⁸⁰ I svensk rätt finns en lojalitetsplikt mellan köpare och säljare, vilket skiljer oss från den angloamerikanska rätten som säger köpare akta sig (caveat emptor).^{81 82}

⁷² Sevenius, 2003, s 90

⁷³ Ibid, s 99

⁷⁴ Ibid, s 100

⁷⁵ Ibid, s 100

⁷⁶ Malmaeus & Edler, 2008, s 22

⁷⁷ Bing, 2008,
Harvard Business Review, 2001, s 29
Hubbard, 2001, s 15

⁷⁸ Bing, 2008, s 1

⁷⁹ Sevenius, 2003, s 100

⁸⁰ Ibid, s 102

”Caveat Emptor är köparens undersökningsplikt och innebär att köparen inte senare kan åberopa fel som han borde ha upptäckt vid köpslutet eller leveransen.” - www.ne.se/kort/caveat-emptor (hämtad 2011-01-11)

⁸² Sevenius, 2003, s 103

Sevenius menar att det i svensk köprätt finns en problematik som innebär att prövning av avvikelser görs mellan köparens förväntningar och köpobjektets beskaffenhet.⁸³ Efter due diligence och köpavtal är påskrivet, har i princip köparen övertagit risken för målbolaget.⁸⁴ Att göra en due diligence är viktigt då möjligheten fortfarande finns att avbryta en affär om risker med målbolaget upptäcks som anses inte kan täckas med hjälp av garantier.

3.2.2.2 Strukturering

I detta moment ses redovisning, finansiering, skatter och civilrätt över.⁸⁵ En huvudfråga är om det är företagets aktier eller inkråm som ska köpas och beroende på vad som köps kommer olika skatteregler att tillämpas. Den vanligaste transaktionen är aktietransaktionen och i detta fall räcker det med att i avtalet precisera vilka aktier som överläts.⁸⁶ Aktieköpet är generellt sett mindre komplicerat, men innebär högre risk för köparen då målföretaget kan inneha dolda förpliktelser.⁸⁷ Inkråmstransaktioner innebär att varje post måste preciseras i köpet, den egendom köparen efter köpet kan visa att han äger, blir han ägare till.⁸⁸ Skattefrågorna som uppkommer vid en företagstransaktion spelar stor roll och i detta moment är ofta advokater, skattekonsulter och revisorer inblandade.⁸⁹

Den finansiella delen i struktureringen handlar om hur betalningen av köpet ska planeras. Då förvärvet innebär en risk för köparen, bör han endast betala så stor del av köpeskillingen att inte ”framtida handlingsalternativ begränsas”.⁹⁰ Det händer att resultatberoende tilläggsköpeskilling används, som betalas vid ett senare datum. Den främsta anledningen till varför tilläggsköpeskilling används beror på att säljaren garanterat ett visst resultat. Han kan även komma att föredra en specifik betalningsform och genom det vara beredd att låta köparens val av betalningsform slå igenom på priset. För köparen får valet effekter på företagets likviditet och soliditet, samt ett slag mot kapitalkostnader och företagsvärde.⁹¹ Det vanligaste sätt att betala är genom kontanter, vilket också är det sätt som orsakar minst problem.

⁸³ Sevenius, 2003, s 102

⁸⁴ Ibid, s 153

⁸⁵ Sevebius, 2003, s 123

⁸⁶ Knabe, 1989, s 81

⁸⁷ Sevenius, 2003, s 139

⁸⁸ Sevenius, 2003, s 124,
Knabe, 1989, s 81

⁸⁹ Johansson & Hult, 2000, s 42

⁹⁰ Sevenius, 2003, s 130

⁹¹ Knabe, 1989, s 26

Angående företagets redovisning, uppstår de mest problematiska frågorna kring goodwill. Ett förvärv kan redovisas på två sätt, antingen som samgående eller genom förvärv. Vid en inkramstransaktion bildas ingen koncern och reglerna för koncernredovisning tillämpas därför inte här.⁹²

Även regler inom arbetsrätten behandlas i struktureringsfasen. När det gäller företagets anställda, tillämpas olika regler beroende vad det är för transaktion, det finns bland annat en skyldighet för säljaren att förhandla med fackliga organisationer vid förvärvet.⁹³ I studien kommer vi dock inte behandla detta vidare då det går utanför studiens ramar.

3.2.2.3 Avtalet

Genom transaktionens gång kommer parternas kontakt gradvis utvecklas. Det förtroende som byggs upp syns i form av olika föravtal, samt ett slutligt köpavtal. Sevenius menar att det finns två centrala tidpunkter i transaktionsfasen, undertecknandet av intentionsbrevet och köpavtalet.⁹⁴ I transaktionsprocessen kan andra former av avtal också förekomma, exempelvis sekretessavtal och principöverenskommelser. Sidoavtal kan också upprättas, aktieägaravtal, anställningsavtal, licensavtal är exempel på sådana. Avtalsprocessens syfte är att binda parterna till varandra. Genom integrationsklausuler avtalas också att bundenheten mellan parterna först inträder när det slutgiltiga köpavtalet är undertecknat.⁹⁵

Avseende de frågor som anses speciellt viktiga, konkretiseras dem i sekretessavtal och intentionsbrev. Sekretessavtal syftar till att parterna ska kunna diskutera saker utan riskera att information läcker ut. Intentionsbrevets syfte är att fastställa processens ramar, här bör det regleras under vilken tid due diligence ska äga rum.⁹⁶ En annan viktig aspekt att reglera i intentionsbrevet är frågan om exklusivitet, vilket innebär att köparen ska vara säker på att säljaren inte förhandlar med andra potentiella köpare under tiden. Ur juridisk synvinkel uppfattas inte intentionsbrevet som bindande. Dock kan en part som bryter avtalet bli skadeståndsskyldig om han uppträtt vårdslöst (culpa in contrahendo).⁹⁷ I slutet av en transaktion undertecknas bindande köpavtal, vilket ofta struktureras kring en tidsaxel enligt nedan.

⁹² Redovisningsrådet, 2000, s 5

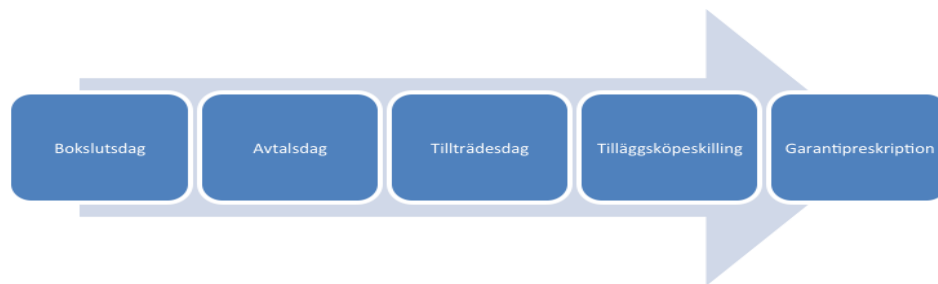
⁹³ Sevenius, 2003, s 143

⁹⁴ Ibid, s 158

⁹⁵ Sevenius, 2003, s 158

⁹⁶ Ibid, s 160

⁹⁷ Ibid, s 162



Figur 2: Köpavtalets tidsaxel, bearbetad modell med utgångspunkt från Sevenius.⁹⁸

Mellan avtalsdag och tillträdesdag har köparen ofta begärt visst inflytande i målbolaget genom kontrollrättigheter. Mellan tillträdesdag och tilläggsköpeskillning, har däremot säljaren intresse om insyn i målföretaget. Förhållandet mellan parterna kommer inte vara avklarat förrän sista garantipreskriptionstid runnit ut.⁹⁹ Ofta varar garantitiderna upp till två år, när det gäller skattegarantier kan de vara upp till sex år. Köpavtalet utgår oftast från ett specifikt bokslut, vilket används vid företagsvärderingen. Avstämning sker mot ett senare bokslut, ett tillträdesbokslut.¹⁰⁰ För säljaren kretsar det viktigaste i avtalen kring köpeskillingen, vilken i vissa fall kan deponeras hos tredje part som säkerhet. I de allra enklaste fall betalar köparen hela köpeskillingen på avtalsdagen.

3.2.3 Integrationsfas

Integrationsfasen handlar om att företagen ska samordnas med varandra. Denna fas innebär det efterarbete transaktionen medför, momentet är ett arbete för att realisera det förväntade värde som var syftet förvärvet.

3.2.3.1 Synergier och integrationsprocesser

Ett resultat av företagsförvärv är synergieffekter. För att illustrera synergier på ett förenklat sätt har strategiforskaren Igor Ansoff myntat begreppet ”2+2=5-effekten”. Värdeskapande i form av synergieffekter syns i ökade framtida kassaflöden, som i sin tur är ett resultat av stordriftsfördelar och riskreducering.¹⁰¹

⁹⁸ Sevenius, 2003, s 165

⁹⁹ Ibid, s 162

¹⁰⁰ Sevenius, 2003, s 165

¹⁰¹ Schriber, 2009, s 24

Horisontala, vertikala och laterala är tre former av integrationsprocesser som definieras i teorin.¹⁰² Horisontala integrationer innebär att ett företag köper upp en konkurrent som är på samma nivå i värdekedjan. Motiv bakom denna form av integration är dels överföring av kunskap samt en strävan om ökning av marknadsandelar.¹⁰³ Den vertikala integrationen innebär att företag köper upp företag på annan nivå i värdekedjan, en underleverantör eller distributör. De huvudsakliga anledningarna till att företag genomför vertikala förvärv är att minska transaktionskostnader och försäkra sig om konstant tillgång av viktiga flöden, exempelvis en komponent eller expertis och kunskap.¹⁰⁴ Lateral integration innebär att företag köper upp företag i annan bransch för riskspridning.¹⁰⁵

Under 1960-talet argumenterades för att laterala samgåenden skapade störst värde. Genom denna form kunde två skickliga chefers kunskap användas i båda företagen med ett resultat av högre vinster. 20 år senare hävdades däremot att horisontala förvärv var den främsta källan till värdeskapande förvärv. Idag påstås det att företag utvecklar kunskap inom sitt område och kommer därför vara bäst på vad de gör. Företag bör således söka partners som gör det möjligt att fördjupa befintliga kunskaper inom sitt område.¹⁰⁶

3.3 Sammanfattning

Här sammanfattas den mest väsentliga teorin för studien, som är viktig att ha med sig till nästa kapitel. Företagsförvärv kan definieras som ”när ett företag köper ett företag av ett företag”. Rådgivaren anlitas som projektledare och i många fall för att företagen ska kunna bibehålla sin ordinarie verksamhet och fokusera på det operativa arbetet. En anledning kan också vara att det blir en säkrare process och att köpeskillingen blir så låg som möjligt. För ett lyckat företagsförvärv sägs det att ett noggrant förberedelsearbete är viktigt. I teorin definieras en bra rådgivare som en person med bra förhandlingsteknik, affärsstrategiska egenskaper och som en person som är väl medveten om sin marknad.

I transaktionsprocessens strategiska fas görs en strategisk analys där köparens långsiktiga målsättning fastställs och företagets vinstdrivare identifieras. I den strategiska analysen görs också ofta bransch- och konkurrensanalyser. En branschanalys kan exempelvis göras med hjälp av Porters femkraftsmodell, då en specifik bransch utreds. I konkurrensanalysen ses det över

¹⁰² Angwin, 2007, s 395

¹⁰³ Knabe, 1989, s 12

¹⁰⁴ Carlton & Perloff, 2005, s 395

¹⁰⁵ Schriber, 2009, s 24

Angwin, 2007, s 30-31

¹⁰⁶ Schriber, 2009, s 24

hur företaget valt att positionera sig på marknaden jämfört med sina konkurrenter, exempel på konkurrensstrategier kan vara differentiering, kostnadsöverlägsenhet och fokusering. I den strategiska fasen sker även sökning och identifiering av målbolag, här utvärderas också de målbolag som kan ge mest synergier. Företagsvärdering är en liten del i den strategiska fasen och vanligtvis används diskonterade kassaflöden och komparativ värdering när värdet på ett företag ska räknas fram. I transaktionsfasen behandlas due diligence, vilket är en besiktning av företaget. Strukturering av företagen görs i denna fas och här bestäms om det är företagets aktier eller inkråm som ska köpas. I avtalsmomentet syns parternas förhållande till varandra i ett slutligt köpavtal, ofta med flera föregående föravtal. Transaktionsfasens sista moment är integrationsfasen, vilken innebär att företagen ska integreras i varandra. Med teorin som utgångspunkt, för det oss in på nästa kapitel, empirin.

4. Empiri

I denna del återfinns de intervjuer som gjorts för att kunna besvara uppbyggda frågeställningar. Det empiriska materialet är grundat på studiens intervjufrågor.¹⁰⁷ I början av varje intervju presenteras byrå för att läsaren ska få en tydlig förståelse. Vidare beskriver respondenterna huvudsakliga arbetsuppgifter och hur de arbetar med transaktionsprocessen som utgångspunkt. Empirikapitlet är liksom teorikapitlet, underlag för studiens analys och slutsats.

4.1 Byrå 1

Den första byrån som intervjuades är en oberoende corporate finance rådgivare med ett flertal anställda runt om i Sverige. Bolaget fokuserar på medelstora företagsöverlåtelser där uppdragsgivaren kan vara såväl publika bolag, privata företag och riskkapitalbolag i Sverige och internationellt. Byrån menar att de är starka på marknaden eftersom de kan erbjuda specialisering och har ”den multinationella organisationens styrka” även om de är små på marknaden. Företaget representerar Sverige i ett stort internationellt nätverk som grundades för över hundra år sedan. Genom att vara medlemmar i nätverket har byrån en nära relation till ledningar i lokala mellanstora företag och investerare världen över.

Den 29 november intervjuade vi en av byråns partners, härnäst benämnd Anders. Anders beskriver att arbetet som rådgivare mest handlar om den industriella logiken bakom ett förvärv, vilket enligt uppfattning minskar riskerna för att göra fel. Proaktivitet eller initiativförmåga är viktiga nyckelord. Gör uppdragsgivaren sin hemläxa och identifierar vad han vill köpa och vad som skapar värde, kommer byrån kunna leta förvärvskandidat som passar uppdragsgivarens inriktning. När Anders letar förvärvskandidat, söker han igenom tillgängliga databaser och det nätverk byrån är medlemmar i. Intressenterna körs igenom en tratt där de sällar ut vilka som är intressanta. Att bygga en tillväxtstrategi tillsammans med uppdragsgivaren har varit ett framgångsrikt koncept och det har visat sig i form av att de ofta haft samma uppdragsgivare. Strategin tar ungefär tre till sex månader innan förvärvsprocessen sätter igång. Anders lägger stor vikt på förberedelsen och menar att denna fas i transaktionsprocessen är kritisk och avgörande för att förvärvet ska skapa de synergieffekter som är tänkt med köpet. Anders menar att det är viktigt att kasta pilen rätt från början. Byrån

¹⁰⁷ Se bilaga 8.1

satsar på att vara en långsiktig rådgivare, de arbetar strategiskt istället för finansiellt. De tror att ett arbete nära VD, styrelse och ledning under lång tid är grunden för att göra en god insats. Vid sökandet efter förvärvskandidat är det viktigt att bestämma *hur* sökningen sker och enligt Anders är den enskilt viktigaste sak att bestämma *var* sökningen sker. Genom att vara noggrann i ett tidigt stadium kommer framtida bekymmer elimineras. Vid den punkt då det är dags att köpa ett företag läggs mycket tid ned på att presentera köparen attraktivt. Anders menar att “you will never get a second chance to give a first impression”. Grundtanken med citatet är att de ska köpa ett bolag billigare än vad det skulle köpas på öppna marknaden, då sätter det på sig sina fjädrar och målar läpparna. Anders vill vända på allt och menar att köparen ska vilja komma till dem, och på grund av det ska företaget få rabatt av två skäl. Dels för att det verkar så kul att få vara med i ”familjen” och dels för att det inte existerar någon konkurrenssituation. Att byrån anser introduktionsfasen som det viktigaste moment i transaktionsprocessen är nu kartlagt. Anders besvarar också att due diligence och avtalet endast är formalia, dock anser han att värderingen är en svår fråga. Vid en köpar driven process, är det generellt alltid lättare att förhandla. Vid en försäljningsprocess med hjälp av rådgivare, är oftast en prislapp satt innan och det är vanligt att en form av auktion drivs. Vid familjeägda bolag är prisbilden oftast svår, de vet oftast inte hur en värdering går till. Byrån Anders arbetar på värderar bolag med hjälp av så kallade comparables (multiplar), andra genomförda transaktioner och börsnoterade bolag. Anders anser att kassaflödesvärderingar är lek med siffror men kan vara bra att ha i ryggen och för att styra diskussioner. Kassaflödesvärderingar görs också för att visa resultat med bestämda förutsättningar. När de får uppgift om att hantera ett förvärv ska de koordinera allt och agera projektledare, det allra viktigaste är då att se till att hela tiden ligga ett steg före.

4.2 Byrå 2

Den andra byrån som intervjuades är en oberoende rådgivare inom corporate finance med flera kontor i Sverige. Med sina medarbetare har bolaget varit verksamma sedan mitten av 90-talet. Byrån erbjuder kvalificerad rådgivning vid företagsöverlåtelser, förvärv, försäljning och fusioner. Byrån är Sverigerepresentant i en organisation för M&A rådgivare och även marknadsledande i Skandinavien inom sitt segment, medelstora företag. Genom att vara medlemmar i det internationella nätverket menar byrån att de besitter expertis och kompetens för att kunna genomföra transaktioner inom de flesta branscher. Uppdragsgivarna är allt från ägarledda bolag, riskkapitalbolag och noterade bolag.

Den andra december intervjuades respondenten, härnäst benämnd Carl. Carl arbetar som associate partner vilket innebär att han söker sina egna kunder och arbetar med allt från första telefonkontakt till avslutad process. 80 % av de affärer byrån arbetar med är säljande företag, en del är svenska börsbolag som vill etablera sig utomlands och i enstaka fall hjälper de till med kapitalanskaffning. När byrån söker företag är de noga med att bolagen inte är några ”turn around case”, tydligare definieras de som företag med god lönsamhet.

Även för byrån där Carl arbetar är proaktivitet ett nyckelord. Att bearbeta klienter tar lång tid. Ett exempel är en klient som är bearbetad i sju år, en annan klient tog bara sex månader att bearbeta från första kontakt till avslutad affär. Att en uppdragsgivare kontaktar byrån är ovanligt, istället söker Carl och hans kollegor uppdragsgivare genom de databaser som finns tillgängliga, där inkluderat det internationella nätverk byrån är medlemmar i. Carl menar att det är viktigt för dem som oberoende rådgivare att skapa ett förtroende hos sina uppdragsgivare. Företag som är intresserade av förvärv är ofta verksamheter som på grund av tillväxtstrategier eller strukturella förhållanden i branschen ser en möjlighet med uppköp att få synergieffekter, antingen i Sverige eller i utlandet. Det kan också vara företag i utlandet som vill etablera sig i Sverige eller personer med stark ägarmässig bakgrund som är intresserade av att överta generationsskiftande verksamheter. Genom det internationella nätverket kan byrån tillgodose sina klienter med ett kontaktnätverk och bred kompetens inom de flesta branscher.

Den generella förvärvsprocessen börjar med en analysfas som oftast är omfattande och en förutsättning för en lyckad affär. Den grundläggande analysen av köparen och hans önskemål är en grundpelare för att byrån ska kunna göra ett bra arbete och ge kompetent rådgivning till klienten under hela processen. Mycket tid och kraft läggs ned i denna fas för att kunna identifiera potentiella säljare och skapa en dialog med deras rådgivare, Carl menar att det allra viktigaste i en process är att kunna styra säljaren. När en kund är bearbetad och de bestämt sig för att gå in i en process, skrivs kontrakt och en djupare analys görs. I analysen bryts allt ned på djupet och Carl poängterar att noggrannhet är viktigt, här måste rådgivaren vara beredd på att lägga ned mycket tid och kraft. För att en effektiv styrning av processen ska vara möjlig krävs att kontakt- och förhandlingsfasen sker från byråns sida. Tidsplan, feedback, mötesplanering och förberedelse är i detta moment mycket viktigt. Företagsvärdering sker framförallt genom multiplar i branschen, multiplar inom nätverket samt en värdering som byggs upp baserat på framtida kassaflöden. Carl anser att värderingar ska göras med försiktighet och att vara för exakt i sina beräkningar kan vara negativt, det är endast underlag

för framtida konflikter. "Ett bolag är ändå inte värt mer än vad marknaden är beredd att betala för det". I denna fas skrivs även en avsiktsförklaring, där det förklaras att köparen vill köpa bolaget till en viss köpeskilling baserat på speciella antaganden. Nästa fas är due diligence, som hanteras av utomstående jurister. Tillslut till köpeavtalet och betalningen. När Carl och hans kollegor lagt grunden för goda affärer, är det nu företagets tur att börja sitt arbete med implementeringen.

4.3 Byrå 3

Den tredje rådgivaren som intervjuades är verksam i ett globalt företag med flera kontor i Sverige och utomlands. Företagets corporate finance avdelningar i Sverige utgörs av över hundra medarbetare. Corporate finance avdelningen är bland annat indelad i mindre avdelningar som M&A, due diligence, värdering och specifika branschgrupper. Vad som gör M&A avdelningen speciell från övriga avdelningar, är att företaget erbjuder en tjänst som innebär att rådgivaren agerar projektledare genom hela transaktionsprocessen. Företaget erbjuder vidare ett brett utbud av separata tjänster som kvalificerad rådgivning vid värdering, analys, försäljning och köp av företag. Utöver corporate finance tjänster erbjuder företaget även tjänster inom revision, skatterådgivning och kapitalanskaffning.

Den tredje december intervjuades respondenten som vidare kommer benämnas Erik. Erik arbetar inte lika mycket med förvärv som han gör med försäljning av företag. Den främsta anledningen till detta är att bolag som genomför en försäljning, enligt Erik, alltid anlitar rådgivare och bolag som förvärvar oftast köper in specifika tjänster, såsom due diligence eller värdering.

Ofta anlitas rådgivare i större transaktioner då uppdragsgivaren kan fortsätta driva sin normala verksamhet. Rådgivaren sköter processen och rapporterar till sin uppdragsgivare. Ofta är det CFO och controllern som har närmast kontakt med M&A byrån. Controllern medverkar oftast i rådgivarens team och deras dagliga arbete med anledning av att han har stor kunskap om sin verksamhet, vilket underlättar rådgivarens arbete avsevärt.

Transaktionsprocessen startar vanligtvis på två sätt. Antingen meddelar uppdragsgivaren att de vill förvärva ett specifikt företag eller genom att ett företag kontaktar byrån med ett mål om att växa inom ett visst verksamhetsområde. Eriks uppgift är att identifiera intressanta företag, vilket han gör genom kartläggning av branschen med hjälp av företagets breda och internationella nätverk. Därefter genomförs en skrivbordsvärdering, utan kontakt med det

berörda företaget och med hjälp av sekundärdata i form av årsredovisningar och annan publicerad information. Via den grundläggande värderingen kommer ointressanta målbolag att sällas bort och de företag som matchar företagets kriterier behålls. I denna fas sker den initiala kontakten med den potentiella förvärvskandidaten. Via förfrågan undersöks det om bolagen är intresserade av eventuell försäljning, målbolaget vet fortfarande inte vilka som vill förvärva dem. Är det en konkurrensutsatt situation och det förekommer budgivning kan ett kritiskt moment uppstå här för att bli inbjuden till nästa fas. Finns ett ömsesidigt intresse kan nästa fas påbörjas, bolaget öppnar då upp sig och det skrivs sekretessavtal för att bolagen ska kunna dela med sig av känslig information, en mer noggrannare värdering genomförs i detta stadie. Erik menar att det inte är ovanligt att det förekommer flera intressanta målbolag. I de fall görs helt enkelt lika många värderingar parallellt för att utvärdera vilket som ger mest mervärde för uppdragsgivaren i form av synergier. Hos målbolagen genomförs värderingen med hjälp av en grundlig avkastningsmodell i form av diskonterad kassaflödesanalys, analysen är endast en grund för värderingen då den även kompletteras med multiplar. Erik poängterar vikten av att jämföra företag av samma karaktär och storlek när multipelvärdering genomförs, detta för att kunna uppnå en så exakt avspegling av ett företags värde som möjligt. Innan budet tillslut presenteras konstrueras en frågelista som ska belysas. När frågorna är avklarade ger köparen sitt bud, här nås ofta en tröskel. Går man vidare i affären genomförs en due diligence, vilken kan ses som en bekräftande fas då köparen kontrollerar om all information stämmer överens med vad bolaget erbjudit, detta kan sägas vara en fördjupning av frågelistan. Olika typer av due diligence kan genomföras, finansiell-, kommersiell-, och operativ due diligence. Efter samtliga due diligence är genomförda sys de ihop till en enhetlig due diligence. Den sista fasen i transaktionsprocessen är avtalet, slutförhandlingar och en verifiering av köpeskillingen. Här förhandlas det vidare om priset och garantier, vilket oftast jurister är huvudaktörer i. Underlag tas fram som ska inkluderas i den slutgiltiga förhandlingen. Uppskattningsvis är en förvärvsprocess klar efter tre till fyra månader. När affären är genomförd erbjuder byrån konsulter som ser till att implementeringen genomförs väl. Tillsist berättar Erik att han tycker det är väldigt roligt att genomföra företagstransaktioner då det är mycket som står på spel, mycket pengar och prestige. I en process är alla engagerade, i vissa fall är det den största affären i företagets historia, så det är väldigt spännande och kul.

4.4 Byrå 4

Fjärde byrån som intervjuades är av mindre karaktär med ett flertal kontor i Sverige. Företagets fokus ligger på medelstora bolag ledda av entreprenörer. Även denna byrå är Sverigerepresentant i ett internationellt nätverk för M&A rådgivare. Företaget erbjuder främst kvalificerad finansiell- och strategisk rådgivning vid köp och försäljning av företag samt helhetslösningar från identifiering av kund eller objekt till slutförhandlingar.

Den 8 december genomfördes intervjun med respondenten som härfter benämns Jan. Jan som är partner på byrån spenderar sin arbetsdag med att ringa runt till företag och knyta-, samt uppehålla befintliga kontakter. Att skapa relationer med kunder för att slutligen boka in möten som eventuellt kan mynna ut i försäljningsuppdrag är vad Jan strävar efter. Den första kontakten med en potentiell uppdragsgivare utförs i form av cold calls, där prospekten är framtagna av företagets analytiker. Jan förklarar att detta moment utgör halva hans arbetstid, resterande del ägnas åt möten med befintliga kunder i olika processer. Huvudsaklig arbetsuppgift är att sälja in och leverera uppdrag som huvudkontorets projektledare och analytiker tar vidare till nästa steg i transaktionsprocessen. Vid mindre projekt agerar Jan projektledare i sin egen region. Jan upplever förberedelsefasen, i form av framtida prognoser och datarum som det mest kritiska moment i transaktionsprocessen då byrån oftast jobbar med försäljning av företag. Han poängterar vidare att det är viktigt att framtida prognoser är optimistiska men samtidigt realistiska, prognoserna ska avspegla verkligheten och möjligheterna som finns. Det ligger ett stort fokus på att kunna identifiera och beskriva affärslogiken på ett bra sätt. Det är viktigt att uppdragsgivaren förstår vinstdrivande faktorer i ett målbolag, så han inte endast fokuserar på bra siffror. Byrån lägger inte ned stora resurser på värdering av bolag, Jan menar att det ändå är marknaden som bestämmer priset. Vid de tillfällen som värdering ändå görs, tillämpar de två metoder, kassaflödesvärdering och multipelvärdering, där multiplar är den vanligaste och mest rättvisande metoden, enligt Jan. Andra moment i transaktionsprocessen som due diligence och mer avancerade värderingar köps in från större aktörer på marknaden. Vanligtvis tar en process sex till tolv månader, då läggs det ned mycket tid på att identifiera interna styrkor och svagheter hos de intressanta målbolagen. Jan menar att han kan påverka ett förvärv eftersom han har stor funktion i förhandlingsprocessen. Han har även möjlighet att påverka utfallet för ett rimligt pris samt affärsupplägget när det ska förhandlas fram och slutligen fastställas. Erfarenheten Jan besitter vid förhandlingsbordet bidrar till att han har kunskap om hur en affär kan påverkas och hur en

förhandling kan styras i rätt riktning – mot ett avslut. Då byrån där Jan arbetar inte erbjuder några tjänster i form av integration mellan företagen avslutar Jan sitt arbete när transaktionsprocessen är genomförd, dvs när köpavtal är signerat och köpesskilling erlagd.

Pressen att erhålla lyckade utfall vid en transaktion är alltid närvarande. Många år i branschen i kombination med väl utförda uppdrag har utvecklats till att kundstocken idag huvudsakligen består av återkommande kunder. När gamla kunder rekommenderar byrån skapar det nya uppdrag, vilket det gör det extra viktigt att prestera väl och överträffa kundens förväntningar, menar Jan.

4.5 Uppdragsgivare

Även rådgivarnas uppdragsgivare är intervjuade, dvs köparna av tjänsten. De intervjuade företagen är verksamma inom olika branscher och samtliga är typexempel på företag som förvärvat bolag för att växa på marknaden.

Det första företaget är en av Europas ledande belysningskoncerner, med ungefär 2 000 anställda och verksamheter i flera länder. I koncernen ingår starka varumärken, bolaget är börsnoterat och har en nettoomsättning omkring 1 800 Mkr år 2009. Tidigare har företaget hanterat mindre förvärv internt, då de köpt upp företag i sälj- och distributionsledet. Företaget menar att de kunde hantera förvärven internt eftersom de hade kunskap om målbolagen samt att de besitter god kompetens inom företaget. Vid senare förvärv har de tagit beslutet att anlita M&A rådgivare. Den främsta anledningen till att de valt att anlita extern kompetens är att de vill ha hjälp med kartläggning av marknaden. Företaget menar att det inte finns tid att söka potentiella förvärvskandidater och därför hellre lägger ut tjänsten på specialister inom området. En ytterligare anledning är att företaget kan vara hemliga under den tid sökningen pågår, om något skulle gå snett finns därmed inte risk att marknaden blir orolig. Att anlita en rådgivare har framförallt att göra med att spara tid menar företaget, de vill kunna fokusera på den operativa verksamheten och låta specialister på projektledning arbeta med förvärvet.

Det andra företaget som intervjuats är återförsäljare av anläggningsmaskiner i Sverige. Företaget finns även representerat i flera andra europeiska länder, de har 400 anställda på cirka 40 serviceplatser i Sverige. Bolaget har en omsättning som uppgår till 1 700 Mkr år 2009. Internt har företaget hanterat ett större förvärv tidigare och kände då till ägarna i målbolaget, vilket gjorde processen smidigare. Företaget har vid senare förvärv anlitat rådgivare och menar att det främsta skälet var på grund av den hjälp de behövde med

sökningen efter en förvärvskandidat. Vidare påpekar företaget att de besitter god kompetens och att de skulle kunna hantera ett förvärv, men väljer att inte lägga ner den tid som krävs. Vid de tillfällen de anlitat rådgivare, har rådgivarna inte varit mycket inblandade efter sökning- och kontaktfasen.

Det tredje företaget är en av Nordens äldsta godistillverkare. Företaget är börsnoterade och medelantalet anställda är 450 st. Bolagets nettoomsättning uppgår till 1 200 Mkr år 2009. Vid de förvärv bolaget gjort har de alltid haft extern hjälp i någon fas, antingen direkt från början eller endast i en specifik del, exempelvis due diligence eller värdering. Bolaget använder sig av rådgivare då de vill ha specialister som säkerhetsställer siffror och dokument. VD och ekonomichef i företaget känner även att de inte vill styra själva hela tiden, vidare anlitar de olika rådgivare beroende på förvärvens dignitet.

Det fjärde intervjuade företags vision är att vara ledande leverantör av kontorsmaterial i Sverige och bolagets filosofi är att man ska kunna samla alla inköp hos en och samma leverantör. Företaget har drygt 180 anställda och en omsättning på knappt 400 Mkr år 2009. Intern hantering av företagsförvärv har skett tidigare då de förvärvat en konkurrent som de tidigare kände till. Vid senare förvärv har M&A rådgivare anlåtats med anledning av att de ville ha med sig den expertis rådgivarna besitter samt att företaget behöver hjälp med värdering som de tycker är ett svårt moment. Företaget anlitar rådgivare då de anser att en viktig del i förvärvsprocessen är att få med en part som agerar projektledare, eftersom de själva inte känner sig trygga i situationen.

4.6 Sammanfattning

En sammanfattad slutsats från empirin kan dras där samtliga rådgivare är överens om att ett gediget nätverk i form av såväl privata som affärsmässiga kontakter är stundtals avgörande för genomförandet av ett förvärv. Nätverken används för att söka objekt och nya uppdrag samt genomföra förvärv tidseffektivt. De mindre aktörerna arbetar mer proaktivt än vad de större gör, genom att de föreslår förvärvsmöjligheter istället för att passivt invänta företag på marknaden. Majoriteten av rådgivarna är överens om att det förberedande stadiet, den strategiska fasen, är mest tidskrävande och avgörande för ett väl genomfört företagsförvärv. Av de företag som är intervjuade har samtliga genomfört förvärv tidigare utan involvering av rådgivare. Företagen menar att de lyckats förvärva själva genom att de haft kännedom om målbolagen och därmed inte behövt genomgå sökningsfasen. Företag anlitar huvudsakligen

rådgivare för att få hjälp med kartläggning av marknaden, den initiala kontakten i en transaktion samt för att inte behöva investera tid från den operationella verksamheten i ett förvärv. Efter en sammanfattning av det empiriska kapitlet, för det oss nu in på studiens analys.

5. Analys

Detta kapitel är indelat i två delar, den första behandlar rådgivarens roll där vi tolkar svaren från studiens respondenter och återkopplar med teorikapitlet. Genom intervjuerna som empirin är uppbyggd på med utvalda rådgivare, har vi lyckats få en inblick i rådgivarens arbete. Vidare har vi valt att fokusera på vad de intervjuade rådgivarna har gemensamt, vilka skillnader som finns, samt hur teorin och empirin stämmer överens. I del två identifieras de intervjuade företagens gemensamma nämnare, vi försöker här bestämma det främsta skälet till att anlita en M&A rådgivare.

5.1 Analys av M&A rådgivarens roller i transaktionsprocessen

Den teori som beskriver rådgivarens arbete i en förvärvsprocess stämmer delvis överens med studiens empiri. I den empiriska studien kan vi utläsa gemensamma nämnare hos respondenterna, då rådgivarna har som huvudsaklig uppgift att strukturera upp processen, att leda inblandade aktörer och slutligen driva processen mot ett avslut. Teorin betonar vikten av rådgivarens kompetens och personliga resurser som viktiga egenskaper. Vidare beskriver teorin att rådgivaren är en säljare som besitter egenskaper som social förmåga, affärsstrategisk kompetens, ledarskapsförmåga och spetskunskap i förhandlingsteknik. Under intervjuerna insåg vi snabbt att samtliga respondenter faktiskt besitter nämnda egenskaper som beskrivs och det som framförallt lyfts fram är de breda personliga nätverk som är en av förutsättningarna för en lyckad affär. Att känna människor som sitter i ledning och styrelse i företag har underlättat flera transaktioner, ofta kan affärer på grund av rådgivarens relationer också genomföras snabbare och med färre komplikationer. Rådgivarna menar att nätverken i vissa fall kan vara faktorn som styr om en affär genomförs eller ej, vilket resulterar i att nätverken också blir en av nyckelfaktorerna till varför rådgivaren anlitas.

Momentet rådgivarna beskriver som mest kritiskt i förvärvsprocessen är den strategiska fasen -“Man måste kasta pilen rätt från början”, menade en respondent. I denna fas är förberedelsen av speciell tonvikt, ofta med flera månaders planering. Ur intervjuerna kan det utläsas att sökningen efter målbolag huvudsakligen sker med hjälp av externa källor i form av olika typer av organisationer och nätverk. Majoriteten av intervjuade rådgivare poängterar vikten av nedlagt arbete i den strategiska fasen, där potentiella målbolag identifieras och värderas. Under studiens gång har vi kunnat tydliggöra en trend som utvecklats inom M&A, där ett mer

homogent mönster börjat synas, proaktivitet. En anledning till att rådgivarna idag ofta söker sig till uppdragsgivaren kan vara att det på förvärvssidan i regel anlitas rådgivare vid färre tillfällen. En annan anledning kan vara som en respondent poängterade, att byråerna vill välja vilka företag de ska arbeta med. Vi kan se en skillnad i teori och empiri här, där teorin menar att man i förvärvsperspektivet inte behöver lägga ner speciellt mycket tid på sökningen efter ett målbolag. Ur empirin kan det tydliggöras att rådgivarna investerar mycket av sin tid på att matcha intressanta målbolag med uppdragsgivarens kriterier och önskemål, majoriteten av rådgivarna beskriver denna fas som det mest essentiella momentet för ett lyckat förvärv.

I empirin kan en skillnad i arbetsätt mellan de mindre och större aktörerna på marknaden urskiljas. De mindre byråerna är aggressiva och kontaktar oftast själva företag med förslag om tillväxtmöjligheter genom bland annat cold calls. Skälet till att de stora byråerna inte arbetar på samma sätt som de små aktörerna gör, kan eventuellt bero på att de har lättare att få in uppdragsgivare till sin M&A avdelning. Detta på grund av att byrån redan har kontakt med potentiella uppdragsgivare genom andra tjänster som byrån erbjuder i form av exempelvis revision och skatterådgivning. En ytterligare anledning kan vara att den större aktören har ett starkt och välkänt varumärke som bidrar till att många företag automatiskt vänder sig dit med uppdrag. Vi bedömer att den utveckling som skett genom att rådgivarna blivit mer aggressiva på senare år resulterar i att fler förvärv genomförs och att dagens intensiva konkurrens, till följd av den ekonomiska globaliseringen är en bidragande effekt för denna trend. Vidare menar teorin att mindre aktörer arbetar mer lokalt än vad de stora gör. Påståendet är missvisande, då vi ur empirin kan tyda att de mindre byråerna opererar lokalt som globalt genom nätverken och är därmed inte geografiskt begränsade.

Teorin kring konkurrensstrategier kan appliceras på en analys av den första byrån genom att de medvetet valt att lägga sitt fokus på företagsförvärv. Byrån positionerar sig på marknaden bland de mindre aktörerna och blir därmed ett naturligt val för företag som söker rådgivare då de vill genomföra ett företagsförvärv. Med tanke på den ökade konkurrensen på marknaden anser vi att en konkurrensstrategi i form av fokusering på en marknad eller i en speciell bransch är att föredra för de mindre aktörerna, då det skulle kunna bidra till ökade uppdrag och som det självklara valet för företag inom respektive marknad.

Transaktionsprocessens delar som behandlar företagsvärdering och due diligence kan konstateras som viktiga i ett företagsförvärv, ur empirin kan vi dock konstatera att rådgivarna

inte arbetar med detta i stor utsträckning, mer än att göra grundliga värderingar med hjälp av kassaflödesvärdering och multipelvärdering. Momenten läggs hellre ut på specialister inom specifikt område. Varför rådgivarna själva inte hanterar dessa faser, tror vi beror på att de istället kan fokusera på vad de är bäst på - att styra och leda förvärvet i rätt riktning, mot ett avslut.

5.2 Analys av uppdragsgivare

Två huvudsakliga skäl återkommer till varför företag med intern kompetens anlitar rådgivare vid företagsförvärv hos de intervjuade företagen. I praktiken hade de intervjuade företagen kunnat genomföra förvärv internt utan att anlita externa rådgivare, då företagen enligt dem själva har tillräcklig kompetens, branschfarenhet men också erfarenhet från tidigare genomförda förvärv.

En av anledningarna som under intervjuerna angavs som skäl till varför företag anlitar M&A rådgivare, är att bolag behöver hjälp med kartläggning av marknaden och sökning efter rätt målbolag. Varför företag vill ha hjälp med denna fas beror ofta på att det varken finns resurser i form av humankapital eller tid som krävs för att kunna hantera detta viktiga moment i transaktionsprocessen. Bedömning kan göras huruvida alternativkostnaden för att anlita en extern part som en M&A rådgivare i denna fas överväger den kostnad som uppkommer för att hantera ett förvärv internt. Majoriteten av de intervjuade företagen anser att det vid komplexa och stora förvärv faktiskt är överlägset att anlita en rådgivare. Delvis kan anlitaandet av rådgivare faktiskt resultera i lägre kostnader om problem skulle uppstå under transaktionsprocessen.

I de fall företag hanterat förvärv internt beror det ofta på att bolagen inte har behövt investera tid i att söka efter målbolag. Tidigare personliga relationer och kännedom om förvärvskandidaten kan hjälpa ett företag med genomförandet, vilket kan innebära att de kan klara av att förvärva utan extern hjälp. Vi ser bevis på detta då de intervjuade företagen lyckats genomföra horisontala- och vertikala förvärv, utan extern rådgivning. Empirin stödjer att många år av samarbete ofta resulterar i solida affärsrelationer som möjliggör förvärv utan hjälp av externa parter. Ett mönster vi också kan se hos de intervjuade företagen är att vid varje transaktion har ofta någon form av extern part anlåtats, exempelvis utomstående juridisk- eller ekonomisk kompetens. Empirin tyder vidare på att tre av fyra tillfrågade företag känner

att de skulle vara bekväma, och menar att de har tillräcklig kompetens i att genomföra ett lyckat förvärv utan hjälp av externa rådgivare.

Ytterligare skäl som nämns för att anlita rådgivare är att företagen kan stå i bakgrunden och därmed vara hemliga i det initiala skedet av projektet. Företagen behöver inte avslöja sin identitet genom att inleda den initiala kontakten med förvärvskandidaten. Rådgivarna används som medlare för att undersöka om intresse hos förvärvskandidaten existerar och om förvärvet kan resultera i positiva synergier. Genom att inte avslöja sin identitet för målbolaget garderar förvärvaren sig från övriga konkurrenter som skulle kunna imitera förvärvsbolagets tillväxtstrategi. Andra skäl varför företag inte går ut med sin identitet tidigt i processen är för att marknaden inte ska kunna påverka aktiepriset genom spekulationer på aktiemarknaden. En marknadsoro kan uppstå om leverantörer och konkurrenter får reda på information för tidigt, vilket i sin tur kan komma att skada företaget. Att erbjuda full sekretess vid inledandet av ett förvärv är en självklarhet för samtliga M&A byråer.

5.3 Sammanfattning

Denna del sammanfattar studiens analys, där vi tolkat svaren från studiens respondenter och jämfört med det teoretiska kapitlet. Gemensamma nämnare mellan teori och empiri kan finnas i form av att rådgivaren är en säljare med specifika egenskaper och personliga nätverk som ofta är en grundsten för ett framgångsrikt förvärv. Den mest kritiska fasen som beskrivs i empirin är sökningen av målbolag, vilken är ett viktigt moment då det är noga att rätt målbolag identifieras. Idag är rådgivare mer proaktiva än vad de var förr, vilket innebär att byråerna söker uppdragsgivare istället för att vänta på att klienterna kommer till dem.

Även företagen uppger att de behöver hjälp med sökning och kartläggning av marknaden, vilket kan identifieras som ett skäl till varför rådgivare anlitas vid förvärv. Företagen påpekar att det framförallt är tidsaspekten som är avgörande då de hellre fokuserar på den operationella verksamheten än företagsförvärvet, där kan de anlita en utomstående expert. Vi kan konstatera att de intervjuade företagen har intern kompetens att genomföra förvärv, men förmodligen lyckats då de förvärvat konkurrent eller underleverantör och därmed inte genomgått sökningsfasen. Ett annat skäl till att rådgivare anlitas är för att företagen kan vara anonyma i kontaktfasen och därmed kan de slippa oroligheter på marknaden om något företagsförvärv inte skulle bli aktuellt.

6. Slutdiskussion

Slutsatsen ämnar till att besvara studiens frågeställning med hjälp av den teori och empiri som behandlats, en identifiering av M&A rådgivarens roll i förvärvsprocessen och hans viktigaste uppgift för att realisera ett lyckat utfall. Vi besvarar även frågan om varför ett företag med intern kompetens väljer att anlita M&A rådgivare. I kapitlet återfinns vidare ett stycke med egna reflektioner och slutligen förslag till fortsatt forskning.

6.1 Slutsatser

Vi kan konstatera att rådgivare innehar flera roller vid företagsförvärv, rådgivaren skulle kunna ses som ett bollplank till uppdragsgivaren, han förhandlar om köpeskillingen men framförallt hjälper han till med att hitta potentiella förvärvskandidater utifrån uppdragsgivarens kriterier. Rådgivarens roll i transaktionsprocessen är situationsspecifik, att anlita rådgivare behöver inte betyda att uppdragsgivaren önskar inta en passiv roll och låta rådgivaren leda transaktionen. Studiens teoretiska- och empiriska delar visar båda att rådgivaren i de flesta fall anlitas för att närvara under hela förvärvsprocessen, från sökning och identifiering av målbolag till slutförhandlingar. Vi kan även konstatera för att uppnå ökad sannolikhet för ett lyckat utfall, krävs det att rådgivarna besitter ett gediget nätverk samt erfarenhet från tidigare transaktioner. De intervjuade företagen beskriver denna erfarenhet som en av nyckelfaktorerna till varför de anlitar rådgivare vid förvärv, då de inte alltid känner sig bekväma i att leda processen själva. Andra faktorer som avgör är kostnaden för den tid företagen annars hade behövt avsätta för kartläggning av marknaden och identifiering av förvärvskandidat. Flera företag använder också rådgivaren som frontfigur vid den initiala kontakten då de inte vill avslöja sin identitet innan förhandlingarna påbörjas. Till sist kan det konstateras att företag med intern kompetens oftast anlitar rådgivare vid komplexa transaktioner och i de fall då företaget inte haft tidigare kännedom om målbolaget.

6.2 Egna reflektioner

Från början var tanken att vi endast skulle genomföra intervjuer med M&A rådgivare för att identifiera rådgivarens roll i transaktionsprocessen. För att bilda oss rätt uppfattning insåg vi att även rådgivarnas uppdragsgivare var tvugna att intervjuas. Vår uppfattning om M&A rådgivaren är annorlunda nu än vad vi först trodde. Då vi först hade en tanke om att

rådgivaren var mer inblandad i värderingsfasen och due diligence än vad han faktiskt är. Det har varit en spännande studie där vi genom intervjuerna fått en tydlig bild och svar på frågeställningarna. Det var i början svårt att veta hur intervjuerna skulle genomföras då vi inte exakt var införstådda i hur rådgivarens roll ser ut. Dock anses valet av semistrukturerade intervjuer som det bästa alternativet, då bra information erhöles och successivt bredare förståelse skapades. De svårigheter som upptäcktes under studiens gång var att finna lämplig teori kring M&A rådgivare, varför vi lärt oss att lägga ned mer tid på att finna litteratur till nästa gång.

6.3 Förslag till fortsatt forskning

Intressant vidare forskning skulle vara att istället göra en kvantitativ studie om vad rådgivaren bistått med i monetära termer och om företaget betalat rätt pris för målbolaget. Även byråernas intäktsmodell skulle kunna undersökas, och jämföras med utfallet av en förvärvsprocess. Intressanta aspekter med en sådan studie skulle vara att se över rådgivarnas incitament beroende på val av intäktsmodell. Det skulle säkerligen vara komplicerat att genomföra sådana mätningar men sannerligen intressant. Ytterligare aspekter att forska vidare inom skulle vara hur en integrationsprocess går till, då vi upptäckt genom studiens intervjuer att de flesta byråer avslutar sitt arbete efter kontraktet är påskrivet och köpeskillingen erhållen.

Källförteckning

Litteratur

- Angwin, Duncan, *Mergers and Acquisitions*, Blackwell Publishing, 2007
- Bing, Gordon, *Due Diligence: Planning, questions, issues*, Praeger Publishers, 2008
- Carlton W. Dennis, Perloff M. Jefferey, *Modern industrial organization*, Fourth Edition, Person, International Edition, 2005
- Harvard Business Review, *On Mergers And Acquisitions*, Harvard Business School Press, 2001
- Hubbard, Nancy, *Acquisition – Strategy and Implementation*, Revised edition, Palgrave Publishers Ltd, 2001
- Hult, Magnus, *Värdering av företag*, Upplaga 5:1, Liber-Hermods AB, 1993
- Hägg, Claes, *Företagsvärdering*, Studentlitteratur, 1991
- Jacobsen, Jan Krag, *Intervju – Konsten att lyssna och fråga*, Studenlitteratur, 1993
- Knabe, Anders, *Företagsöverlåtelse – En probleminventering*, Juristförlaget, 1989
- Malmaeus Hans, Edler Niklas, *Sälja företag – så får du ut fullt värde*, Liber, 2008
- Mason Jennifer, *Qualitative researching*, 2nd Edition, SAGE, 2002
- Meyer, Håkan, *Mitt livs affär – en handbok i att sälja sitt företag*, Albatross 78, 2007
- Morris, Michael John, *Växa med framgång – expansion I småföretag*, Liber, 1984
- Nilsson Henrik, Isaksson Anders, Martikainen Teppo: *Företagsvärdering med fundamental analys*, Upplaga 1:10, Studentlitteratur, 2002.
- Olve, Nils-Göran, *Företag köper företag – en handbok i företagsförvärv*, Mekanförbundets förlag, 1988
- Orrebeck, Martin, *Företagsförvärv i praktiken*, Studentlitteratur, 2006
- Sevenius Robert, *Företagsförvärv – en introduktion*, Upplaga 1:5, Studentlitteratur, 2010
- Schriber, Svante, *Att realisera synergier*, EFI, 2009

Siming, Linus, *Private Equity and Advisors in Mergers and Acquisitions*, EFI, 2010

Stralser, Steven, *MBA in A Day – What you would learn at top-tier business schools*, John Wiley & Sons Inc, 2004.

Artiklar

Armour, Eric, *How boards can improve the odds of M&A success*, *Strategy & Leadership*, Vol. 30 Issue: 2, pp.13 – 20, 2002.

Hunter William C, Julapa Jagtiani, *An analysis of advisor choice, fees, and effort in mergers and acquisitions*, Federal Reserve Bank of Chicago, USA, *Review of Financial Economics* No. 12, page 65-81, 2003.

Gorton Gary, Kahl Matthias & Rosen Richard J, *Eat Or Be Eaten: A Theory Of Mergers and Firm Size*, *The Journal of Finance*, Vol LXIV, No. 3, Juni 2009.

Lindsten, Per-Olof, *Makten bakom makten*, *Veckans Affärer*, 1999-11-08

Elektroniska källor

Cools Kees, Geel Jeff, Kengelbach Jens, Roos Alexander, *The Brave New World of M&A – How to create value from Mergers & Acquisitions*, The Boston Consulting Group, 2007, tillgänglig på http://giddy.org/appliedfinance/ufkl/Brave_New_World_MA_Aug_2007.pdf, (Hämtad 2010-11-16)

Impentab – Företagsförmedling, *Ökade möjligheter till lämnande av kredit vid överlåtelse av aktier*, 2005-06-30, http://www.impentab.se/gastkronikor/kredit_overlatelse_aktier/, (Hämtad 2010-12-05)

Infovoice - Forskningsmetodik och presentationsteknik, *Validitet och Rehabilitering*, 2002-03-13, <http://www.infovoice.se/fou/bok/10000035.shtml>, (Hämtad 2010-12-03)

KPMG, *World class transactions – Insight into creating shareholder value through mergers and acquisitions*, 2001, tillgänglig på <http://aci.kpmg.com.hk/docs/evolving%20issues/insights%20into%20creating%20shareholder%20value.pdf>, (Hämtad 2011-01-10)

Nationalencyklopedin, *Caveat emptor*, www.ne.se/kort/caveat-emptor (Hämtad 2011-01-11)

PriceWaterHouseCoopers, PWC – You have a deal, 2008, Informationsbroschyr,
http://www.pwc.com/sv_SE/se/publikationer/assets/deals_folder.pdf, (Hämtad 2010-12-04)

Rättsnätet - Årsredovisningslag (1995:1554), 1995-12-14,
<http://www.notisum.se/rnp/sls/lag/19951554.htm>, (Hämtad 2010-11-16)

The Economist, *Love is in the air – But will the latest flowering of corporate romance have a happy ending?*, 2005-02-03, Print edition, tillgänglig på
www.theeconomist.com/node/3623677, (Hämtad 2011-01-10)

Föreläsningsmaterial

Bohlin Håkan, *Dokumentation*, Corporate Law & Finance kandidatkurs Göteborg,
2010-09-17

Offentligt material

Redovisningsrådet – *Koncernredovisning, augusti 2000*, inkl. ändring av RR okt. 2003 samt
BFNAR 2005:1, <http://www.bfn.se/redovisning/RADET/RR/RR1-00.pdf>,
(Hämtad 2010-11-15)

Bilagor

Intervjufrågor

1. Vad har du för bakgrund?
2. Berätta om din karriär
 - Hur länge har du arbetat på byrån?
 - Varför blev du intresserad av M&A?
3. Berätta om er byrå?
 - Berätta om ditt arbete och en typisk arbetsdag för dig.
 - Vilken är din huvudsakliga arbetsuppgift?
 - Vilket moment anser du är det viktigaste i transaktionsprocessen?
 - Hur kan du påverka transaktionsprocessen?
 - Hur ser intäktmodellen vid en transaktion ut? Dvs hur tar ni betalt? (procentuell andel av förvärvet, timarvode eller utgår endast ersättning vid slutförd affär?)
 - Upplever du något bekymmer att ni behöver uppvisa ett visst resultat inför ledning?
 - Om Nej, varför inte? Om Ja, hur hanterar ni det?
 - Vart i transaktionsprocessen uppstår det oftast problem?
 - Var uppstår det oftast konflikter mellan köpare/säljare? (pris, DD, olika avtal etc)