



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Krossade förhoppningar hos Lindex

Kan synergieffekter förutspås?

C- uppsats i Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2006

Handledare: Ted Lindblom

Författare: Anders Fogelberg 811208

Richard Treffner 811022



Förord

Denna kandidatuppsats är skriven vid Företagsekonomiska institutionen på Handelshögskolan i Göteborg under hösten 2006. Vi skulle vilja tacka Per Hellberg och Martin Witt på Accenture som bidragit med stöd och råd, vilket varit till stor hjälp för oss. Vi vill även tacka de personer som ställt upp och svarat på våra frågor och bidragit med ovärderliga insikter. Vi vill också tacka vår handledare, Professor Ted Lindblom, för värdefulla synpunkter under arbetets gång.

Med er hjälp är vi glada över att ha kunnat bringa klarhet i några av de obesvarade frågorna kring förvärvet av Twilfit och att vi genom detta tillfört kunskap till ämnesområdet synergivärdering.

Göteborg 2007-01-06

Anders Fogelberg och Richard Treffner



Sammanfattning

Oförmågan att överbrygga kulturella skillnader är en av de vanligaste anledningarna till att synergier sällan realiserar i samband med förvärv. Fallstudien i denna uppsats av Lindex förvärv av Twilfit förstärker denna åsikt. Efter förvärvet i januari 2002 skulle Twilfit integreras i Lindex. Twilfit hade en flexibel inköpsorganisation med stor kundmedvetenhet. Lindex å andra sidan var duktiga på att skapa stordriftsfördelar och få ner kostnaderna vid inköp. Sättet integrationen sköttes på minskade flexibiliteten i Twilfits inköpsorganisation och gjorde att företaget inte längre kunde tillgodose sina kunder med plagg av hög modegrad. Realisationer följde och varumärket tappade i värde till följd av att kunderna vandes vid lägre priser.

Orsakerna till detta misslyckande var till stor del att fel affärsmodell utformades för Twilfit, men också att det fanns betydande kulturella skillnader mellan de båda företagen vilka också stod i vägen för synergier och som tycks ha bidragit till att fel affärsmodell valdes. Nu efteråt önskar den dåvarande VD:n att fler från Twilfits ledning hade bytts ut, dock är det vår mening att detta hade kunnat ge ett ännu sämre resultat.

Genom att låta företagen var för sig utveckla sina styrkor och med hjälp av det andra företaget, möjligtvis kompletterande styrkor, eliminera det egna företaget svagheter, tror vi att förvärvet hade kunnat bli lyckosamt. Twilfit hade kunnat bygga vidare på sitt starka varumärke inom branschen som förmedlar kvalitet, erfarenhet, kundnärlighet och service. Från Lindex kunde de fått en ökad kostnadsmedvetenhet, effektivare distributionskanaler, marknadsföring och administration.

Praktikfallet ger oss flera viktiga faktorer som är kritiska när det gäller värdering av synergier ur ett aktieägarperspektiv, som också visat sig uppkomma i en mängd andra fall vid jämförelser med genomförda studier. Även i dessa fall så var en av flera viktiga faktorer att de kulturella skillnaderna inte uppmärksammades.

Att värdera synergieffekter är till stor del att värdera den kommande implementeringsprocessen, aktieägaren bör avgöra vilka svårigheter som finns med det framtida förvärvet där vi identifierat några av de mest kritiska faktorerna med hjälp av tidigare utförda studier och den vi själva genomfört. En aktieägare bör också själva ta ställning till huruvida de synergieffekter som förutspås av företaget ledning är realistiskt bedömda eller färgade av egenintresse för att motivera affärens genomförande. Slutsatsen blir att synergieffekter kan och bör förutspås men att planen för att realisera dem bör granskas kritiskt och värderas med stor försiktighet.



Innehållsförteckning

1	INLEDNING	1
1.1	BAKGRUND	1
1.2	PROBLEMBESKRIVNING OCH PROBLEMANALYS	1
1.2.1	Huvudfrågeställning	2
1.2.2	Delfrågeställningar	4
1.3	SYFTE	5
1.4	UPPSATSENS STRUKTUR	5
2	METOD	7
2.1	VAL AV ÄMNE	7
2.2	ANGREPPSSÄTT	7
2.3	DATAINSAMLING	8
2.3.1	Intervjuer	8
2.3.2	Finansiell information	8
2.4	FALLSTUDIE; LINDEX FÖRVÄRV AV TWILFIT	8
2.4.1	Kriterier på studerat objekt	9
2.4.2	Företagsval	9
2.5	TIDIGARE GENOMFÖRDA STUDIER	10
2.6	KÄLLKRITIK	10
3	TEORI	13
3.1	SYNERGIER	13
3.1.1	Operativa	13
3.1.2	Finansiella	13
3.1.3	Ledning	13
3.1.4	Forskning och utveckling	14
3.1.5	Marknad	14
3.2	VÄRDERINGSMODELLER	14
4	TIDIGARE GENOMFÖRDA STUDIER	15
4.1	INTEGRATIONSPROCESSEN	15
4.2	KULTURELLA SKILLNADER	16
4.2.1	Värdera företagskultur	17
4.2.2	Kulturstrategi	17
4.3	KOMMUNIKATION OCH LEDARSKAP	18
4.4	FÖRETAGENS VÄRDEDREVARE	18
4.4.1	Inköp på rätt sätt	18
4.4.2	Nyckelpersoner	19
4.5	VÄRDERINGSMODELLER	19
5	EMPIRI	21
5.1	FÖRETAGSBESKRIVNING LINDEX	21
5.2	FÖRETAGSBESKRIVNING TWILFIT	21
5.3	FÖRVÄRVET	22
5.4	INTERVJUER	22
5.4.1	Motiv och förutsättningar inför förvärvet	23
5.4.2	Utfallet av förvärvet	24
5.4.3	Övrigt från intervjuerna	25
5.5	FINANSIELL INFORMATION	26

6	ANALYS	29
6.1	FALLSTUDIE; LINDEX FÖRVÄRV AV TWILFIT	29
6.2	FÖRVÄRVET.....	29
6.3	VÄRDERING.....	31
6.3.1	<i>Affärsmodell</i>	31
6.3.2	<i>Implementering</i>	34
6.4	LINDEX FÖRVÄRV AV TWILFIT MOT TIDIGARE GENOMFÖRDA STUDIER.....	37
7	SLUTSATSER	39
7.1	VILKA ÄR DE MEST KRITISKA FAKTORERNA VID REALISERING AV SYNERGIER?.....	40
7.2	VILKA SYNERGIER ÖVERVÄRDERAS I SAMBAND MED FÖRVÄRV?	41
7.3	HUR SKA AKTIEÄGARE FÖRHÅLLA SIG TILL DE SYNERGIEFFEKTER SOM FÖRUTSPÅS?.....	41
7.4	KAN SYNERGIEFFEKTER FÖRUTSPÅS?.....	42
7.5	REKOMMENDATION TILL FORTSÄTTA STUDIER.....	42
	REFERENSER	I
	MUNTliga KÄLLOR	III
	SPRÅKBRUKSREFERENS.....	III
	APPENDIX	V

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Aktiebolag strävar efter att maximera värdet för sina aktieägare. För att företagen ska kunna göra detta över tiden så måste de växa (Orrbeck, 2006). Företagen kan växa organiskt eller genom att förvärva andra företag. Genom att växa organiskt så tar företagen en lägre risk men detta går också långsammare. Genom att växa via förvärv så får företagen en snabb tillväxttakt men samtidigt så ökar risken som bolaget utsätter sig för (Ehn & Stacke-Barkman, 2005).

En anledning till att förvärv av andra bolag sker är just för att kunna växa nog snabbt och utöka företagets verksamhet till fler länder och marknader. I teoridelen presenteras mer ingående de olika anledningarna till förvärv.

Fusioner och förvärv är ett strategiskt viktigt verktyg för företagsledare världen över enligt Lars Börjesson, partner på Nordic Strategy Accenture. I artikeln, *företagsledare anser inte att fusioner och förvärv ger väntat värde*, från september 2006 så påpekar Börjesson att företagsledningar inte får tro att tillväxt och skalekonomi i sig är ett självändamål. Det som istället skiljer ett bra förvärv från ett dåligt är den strategiska analysen och att integrationen av det förvärvade företaget skapar resultat i förhållande till investerat kapital.

Enligt Martin Wallström, som citerar Accenture i sin artikel från Computer Sweden den 27 september 2006, blir fusionsvåndan bland företagen allt tydligare eftersom ekonomin är stark. Företagen går med vinst och har välfyllda kassor vilket gör det lätt att låna mer. Tillgång till kapital kommer därmed långt ned på listan över frågor som är kritiska vid förvärv.

Företag vill öka sin produktivitet och sänka sina kostnader, ofta genom stordriftsfördelar, och därmed uppnå högre lönsamhet (Börjesson, 2006). Inför ett förvärv så pratar representanter för företagen om de kostnadsbesparingar som förväntas uppkomma efter sammanslagningen. Det finns en tro, eller vetskap om man så vill, om att värdet av det nya företaget väl överstiger det av de två tidigare, separata bolagen. Det ökade värdet förklaras av de synergieffekter som förväntas uppkomma.

Ett av de mest uppmärksammade förvärv som genomförts i Sverige de senaste åren är Lindex förvärv av Twilfit. Detta var en affär som Lindex själva uppskattade ge positiva resultateffekter på mellan 25-30 MSEK redan inom ett år, genom synergier i bland annat inköp, enligt deras eget pressmeddelande vid tillkännagivandet den 26 november 2001.

1.2 Problembeskrivning och problemanalys

Det har i empiriska studier visat sig att förvärvens synergieffekter överskattas, med resultatet att värdet av det sammanslagna bolaget i många fall understiger värdet av de båda företagen före fusionen (Brouthers, 1998). Då det nästan aldrig görs analyser av vad det egentliga värdet av förvärvet är så är det väldigt svårt att veta vilka effekter det fått i praktiken. En anledning till att det talas så lite om de verkliga effekterna är att det är väldigt svårt att göra efterkalkyler av förvärv (Hallén, 2003). Många omständigheter och händelser påverkar företagen som t.ex. konjunkturförändringar vilket gör det svårt att utkristallisera vad som egentligen gett upphov till vad.

Under 2005 var antalet företagsförvärv det lägsta på många år i Sverige trots att det, vid de tillfällen sammanslagningar genomförts, gjorts omfattande uttalanden om de förväntade positiva effekterna. Marknaden verkar inte riktigt tro på dessa planerade effekter utan uppvisar en viss skepsis mot realismen i dessa påståenden vilket visar sig i Galpin och Herndons (2000) undersökning som visar att börskursen bara stiger i 30 % av fallen då ett förvärv offentliggörs.

En anledning till att antalet förvärv har minskat på senare tid (se Figur 1) anses vara en kombination av att det under slutet av 1990-talet samt i början av 2000-talet skedde anmärkningsvärt många förvärv i Sverige och att företagen som bäst försöker integrera dessa i dagsläget. En annan anledning kan vara att priserna på företag har ökat på sistone (www.forvarv-fusioner.nu). De ”Due-Diligence” processer som görs i samband med förvärven har också ökat i pris vilket kan avskräcka från förvärv (www.forvarv-fusioner.nu).



Figur 1: Antalet företagsförvärv med svenska parter inblandade har fluktuerat över tiden. (www.forvarv-fusioner.nu)

I denna uppsats så utgår vi från att anledningen till förvärv är synergi. Det kan tänkas finnas andra orsaker till förvärv såsom maktbegär hos beslutsfattare, att förvärva för att placera kapital (ovanligt i företag där detta inte ingår i affärsidén) samt strategiska förvärv som behandlas senare i uppsatsen. Fokus ligger dock här på att det är de förväntade synergieffekterna som driver intresset för förvärven, trots att en studie visat att 58 % av 115 företagsförvärv som genomförts mellan 1993 och 1996 misslyckades med att generera ett positivt aktieägarvärde (Andersson et. al 2003).

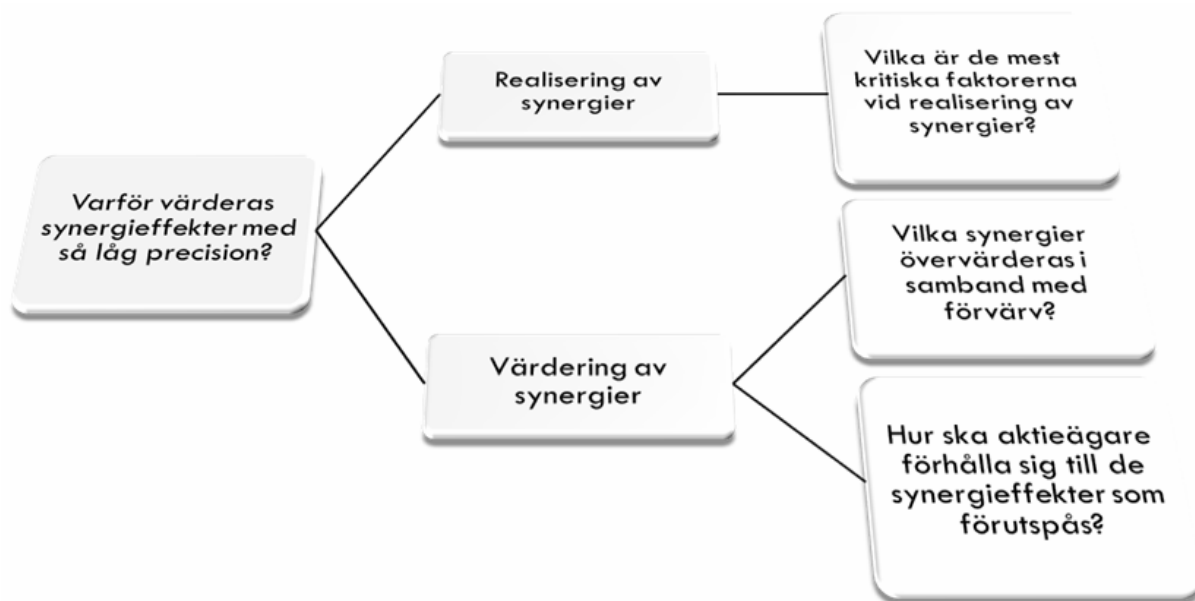
Enligt en undersökning, gjord av Accenture i mars 2006, där 450 företagsledare i Sverige, USA, Storbritannien, Tyskland, Finland och Norge tillfrågades om hur de upplevde förvärv och deras utfall så svarade bara mindre än hälften (45 procent) att de förväntade resultaten uppnåddes i deras senaste förvärv (Börjesson, 2006). Även andra undersökningar som gjorts (Andersson & Naucmér, 1996) har visat att det sällan blir någon värdetillväxt i de sammanslagna företagen motsvarande de synergieffekter som ofta förutspås.

1.2.1 Huvudfrågeställning

Klarlagt är att synergier är ett mycket starkt motiv till förvärv och fusioner, men även att de sällan realiserar. Med bakgrund av detta motsatsförhållande formulerar vi våra frågeställningar och avsikten är att undersöka orsakerna härtill i denna uppsats och att slutligen försöka bidra till lösningen av frågan om huruvida synergieffekter kan förutspås eller inte. Vi ställer oss därför den övergripande frågan:

Kan synergieffekter förutspås?

För att nå en bit på vägen i detta bryter vi ner frågan ytterligare och specificerar dess innebörd. Värdering av synergieffekter sker genom estimat av framtida kassaflöden. En sammanslagning eller ett förvärv ger upphov till potentiella synergier vilka förväntas ge förhöjda framtida kassaflöden. Dessa estimat räknas sedan samman till ett nuvärde. Det centrala är alltså hur potentiella framtida kassaflöden realiserar och hur de sedan beräknas till ett värde. Anledningen till varför synergier övervärderas kan alltså bero på att de potentiella framtida kassaflödesökningarna bedöms vara större än de någonsin kan bli i verkligheten. En annan anledning kan vara att kassaflödesökningarnas belopp bedöms på ett riktigt sätt, men att företagen är dåliga på att realisera dessa. En tredje anledning kan vara att den metod som används för att beräkna nuvärdet är illa anpassad för synergieffekter. Detta resonemang ligger till grund för den fortsatta undersökningen och gestaltas i Figur 2.



Figur 2: Sambandet mellan frågeställningarna illustrerat

Frågeställningarna har vi valt att strukturera enligt Figur 2, att likna med vad Holme och Solvang (1986) kallar variabelschema, och kommer att undersökas vidare nedan.

I denna uppsats har vi valt att fokusera på att försöka påvisa att de synergieffekter som förutspås innan ett förvärv inte heller är särskilt lätta att realisera vilket ger upphov till ett, ur aktieägarnas synvinkel, misslyckat förvärv trots att de underliggande problem som leder till ett lägre, eller obefintligt värde av synergierna efter en sammanslagning har genomförts lika gärna kan vara att själva värderingen i efterhand är missvisande och i själva verket bara inte visar de synergieffekter som faktiskt finns där. Ännu en potentiell orsak till uteblivna synergieffekter kan vara att det finns andra negativa effekter som är helt orelaterade, men så frekvent förekommande att de tar ut de synergieffekter som skapats och inte heller detta faller under vår undersökning. Vidare kan problematiken vara än större; att synergierna överskattas än mer efter ett förvärv och att bedömningar och värderingar snarare visar för höga värden i efterhand.

1.2.2 Delfrågeställningar

Utifrån de identifierade delproblemen gör vi vad Holme och Solvang (1986) kallar ett variablerschema. Detta låter oss ytterligare identifiera de beroende och oberoende variabler som vi fokuserar på. Frågeställningarna har växt fram genom att fylla i luckorna mellan de tidigare utförda studierna utefter de rekommendationer till vidare studier som funnits däri.

Då det gäller delfråga 1; **Vilka är de mest kritiska faktorerna vid realisering av synergier**, så finns det studier som genomfört undersökningar av på förhand specificerade faktorer, exempelvis den av Andersson et al. (2003). Det finns sådana där förvärv förutsättningslöst undersökts inom specifika branscher (exempelvis Athlei, 2002), samt sådana om vilka faktorer som generellt är av vikt vid förvärv (Hultén & Selguson, 2003). Dock är dessa inte specifikt riktade mot synergier och dess realisering och vi anser här att mer kan uppnås genom att applicera denna frågeställning på vår fallstudie.

För delfråga 2; **Vilka synergier övervärderas i samband med förvärv**, innehåller främst uppgiften att identifiera mönster bland tidigare utförda studier och se vilka underliggande faktorer som är den gemensamma nämnaren, med utgångspunkt i vår fallstudie.

Den sista delfrågan; **Hur ska aktieägare förhålla sig till de synergieffekter som förutspås**, behandlar inte vilken värderingsmodell som bör användas, trots att detta är en central del och måste kännas till vid en värdering, eftersom detta redan gjorts av bland annat av Gholamifar et al. (2005). Frågan avser utrona hur aktieägaren skall förhålla sig till svaren från de andra två delfrågorna och hur detta kan användas vid synergier, som beskrivet i variablerschemat i Tabell 1.

Beroende variabler	Oberoende variabler
<p>Delproblem 1: Vilka är de mest kritiska faktorerna vid realisering av synergier?</p> <p>Några faktorer: Implementering, kultur, befattningshavare, ”stakeholders”.</p>	<p>Leta reda på centrala orsaksfaktorer bakom synergieffekter och hur de yttrar sig, enligt fallstudien och tidigare gjorda studier om genomförda förvärv. Dessa förväntas skilja sig åt beroende på vilken typ av synergier det rör sig om. Studien omfattar både operationella och finansiella synergier men endast horisontella sammanslagningar och uppköp. Finna faktorer som visat sig vara viktigast för att kunna realisera de tänkta synergier.</p>
<p>Delproblem 2: Vilka synergier övervärderas i samband med förvärv?</p> <p>Några faktorer: Typ av företag, marknad, vilken typ av synergi, hur centrala delar av verksamheten som integreras, motiv, affärsmodell.</p>	<p>Hitta synergier som är extra svåra att realisera. Utröna om integrationen spelar roll för synergivärderingen. Finna vilka synergier som är svårast att värdera och vad som är de underliggande orsakerna till detta. Fallstudien är utvald utifrån den situation som föranledde förvärvet: att de förväntade synergieffekterna var lockande nog för att få till stånd en affär.</p>
<p>Delproblem 3: Hur ska aktieägare förhålla sig till de synergieffekter som förutspås?</p> <p>Några faktorer: Värderingsmodell, grad av transparens, informationskällor.</p>	<p>Ta reda på vad aktieägaren måste ta hänsyn till för att kunna genomföra en värdering av synergier. Undersöka vilket förhållningssätt som bör antas gentemot olika beroende och oberoende utsagor om synergier. Vilka saker i samband med ett förvärv en aktieägare ska vara vaksam på.</p>

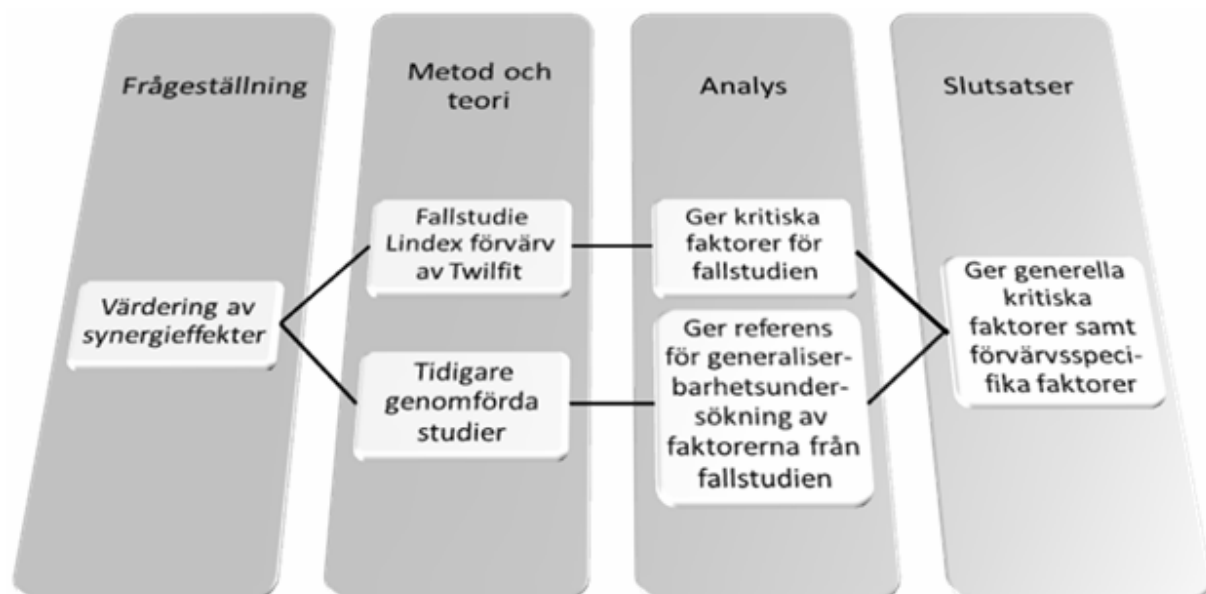
Tabell 1: Variablerschema för ytterligare utveckling av delfrågeställningarna. De faktorer som nämns under rubriken ”några faktorer” är sådana som använts i liknande studier inom det aktuella området. Dessa är i viss mån även vägledande för oss.

1.3 Syfte

Denna uppsats syftar till att belysa problematiken kring värderingen av synergieffekter vid horisontella företagsförvärv i näringslivet. Det yttersta syftet är att förbättra denna process genom att utgöra ett delsteg i kartläggningen av processen och dess potentiella felkällor. Att tillsammans med andra utredningar bilda en heltäckande och instruktiv bild av hur synergier ska behandlas för att nå praktisk relevans och att ”synergi” åter ska bli ett rumsrent begrepp i samband med sammangående och uppköp utan att mötas med spontan skepticism bland näringslivets aktörer. I denna uppsats är dock det mer närliggande syftet att identifiera några av de felkällor som givit upphov till den nuvarande osäkerheten i värderingen av synergieffekter, med utgångspunkt i den valda fallstudien. Detta sker främst genom att fallstudien i uppsatsen utökar faktabasen för vidare hypotesgenerering, utöver de slutsatser som kan dras från denna enskilda studie. Vidare är syftet att förmå förmedla detta på ett sätt som kan utgöra en del i ledet av flera förutsättningar som bör vara uppnådda innan ett svar på hur stora synergier vid ett aktuellt företagsförvärv kan vara. Detta görs ur ett aktieägarperspektiv, vilket också framgår från delproblemen.

1.4 Uppsatsens struktur

Eftersom uppsatsens struktur belyser ansatsen och det logiska tillvägagångssättet för uppsatsen beskrivs den här separat.



Figur 3: Uppsatsens struktur, på vilken rubriksättning och disposition är grundad.

För att uppnå ett kontinuerligt logiskt resonemang genom hela uppsatsen har rubriksättning och struktur för de två spår som valts, *genomförd fallstudie* och *tidigare genomförda studier*, hållits åtskilda i metoddelen för att ställas mot varandra i analys och utmynna i ett enat resultat, enligt Figur 3.

2 Metod

2.1 Val av ämne

Företagsförvärv och synergieffekter är något som ofta diskuteras i media. Ofta nämner företagsledare från anbuds företaget vilka synergieffekter med kostnadsbesparingar som följd som förväntas i samband med förvärvet. Frågan som många säkert har ställt sig är vad det egentliga utfallet blir av förvärven och om det går att mäta effekterna av synergien. Detta ämne har också fått uppsatsskrivarnas uppmärksamhet och med de fall av stora förvärv och sammanslagningar som är aktuella i dagsläget så kändes frågeställningar kring det verkliga utfallet av dessa väldigt aktuella och intressanta.

2.2 Angreppssätt

För att nå en avvägning mellan kvantitet och kvalitet valdes att kvalitativt granska en fallstudie på djupet och undersöka de grundläggande orsakerna till utfallet. Enligt Eriksson och Wiedersheim-Paul (1989) är det en vanlig missföreställning att det är bättre att undersöka många fall än få fall, att slumpmässiga och att representativa urval alltid är bättre än kvantitativa studier. Istället menar de att fallstudien kan vara ett än lämpligare alternativ, speciellt då det understöds av jämförbara fall. Med anledning av detta resonemang kom vi således att tillämpa detta genom kombinationen av fallstudien och en jämförelse med tidigare genomförda kvantitativa studier. Eliasson (2006) menar att det många gånger kan vara en fördel att kombinera kvalitativ och kvantitativ metod, vilket vidare underströk vår avsikt. Vidare menar hon att den kvantitativa undersökningen kan användas just för att analysera de uppgifter som framkommer med den kvalitativa studien, vilket är just vad vi ville åstadkomma.

Eftersom det tidigare genomförts omfattande vetenskapliga kvantitativa studier inom ämnet fanns här litet att tillföra i ren kvantitet, dessa har i så stor utsträckning som möjligt använts för att se om de slutsatser som kan dras från fallstudien även har relevans i en mer generell miljö. Detta har genomförts i syfte att verifiera den kvalitativa undersökningen och utgöra referens. Uppsatsen är dock i huvudsak explorativ och ska ger underlag för fortsatt hypotesgenerering.

Vår ansats har huvudsakligen varit induktiv, enligt Holme och Solvang (1997) som behandlar denna indelning mellan induktiv och deduktiv ansats, eftersom vi utgått från vår fallstudie och från den slutit oss till mer generella utsagor eller teorier. Redan utförda studier analyseras tillsammans med det bidrag vår fallstudie utgör. Vår undersökning utgick ifrån vad som skedde i det förvärv vi studerat och sedan genom att dra slutsatser från denna vilka formulerats till förbättringsförslag på processen. De sparsamma deduktiva inslagen har bestått av de delar där undersökningen utgått från befintlig teori om synergier och värdering. De annorlunda förutsättningarna i vår fallstudiemiljö har här gjort att teorins tillämplighet kom att ifrågasättas och att vi kunde göra observationer utifrån fallstudien. Denna ansats är även bakgrunden till varför denna uppsats i så stor utsträckning grundar sig på tidigare utförda studier i förhållande till ren teori.

2.3 Datainsamling

För att få en mer rättvisande och heltäckande bild av motiven, utfallet och resultatet av förvärvet så tog vi få kontakt med representanter från båda företagen men också med helt oberoende personer med insyn i förvärvet såsom analytiker, journalister och förvärvsspecialister.

2.3.1 Intervjuer

Intervjuer har i viss utsträckning valts som metod för datainsamlingen för den kvalitativa undersökningen. Att på detta sätt använda intervjuer är ett bra komplement till ren siffermässig data och är närmast en nödvändighet för att nå djup i den kvalitativa undersökningen och kartlägga detaljerna i motivet bakom förvärvet. Bland de tre teknikerna för intervjuer, indelade enligt Eriksson och Wiedersheim-Paul (1999); besöksintervjuer, telefonintervjuer och postenkäter kom vi att välja telefonintervjuer då denna metodik kom att göra att arbetet med datainsamling inte skulle bli alltför omfattande och gav bättre möjligheter till kontroll än postenkäter samt att denna metod lät intervjuaren ställa följdfrågor vilket ger respondenten möjlighet att inkludera personliga kommentarer och åsikter.

Detta sätt att göra intervjuer kallas för ostrukturerade intervjuer (även kallade förutsättningslösa), då vårt syfte var att locka fram respondenternas egen värdering av händelserna i samband med förvärvet, deras åsikter, attityder och föreställningar likväl som ren fakta om förvärvet (Lundahl & Skärvad, 1982). Våra frågor är därmed dialogutvecklande i motsats till den strukturerade intervjun där frågorna är informationssökande. Det frågeformulär som utgjorde grunden för intervjuerna finns bifogat i Appendix.

2.3.2 Finansiell information

En analys av den finansiella delen av fallstudieförvärvet utfördes där vi med beräkningar fick fram vad den egentliga värdeutvecklingen av fallstudieförvärvet blev. Insamling av relevant data från de kvantitativa objekten skedde från andra studier som gjorts om förvärv. Tillgängliga källor var här årsredovisningar, analytiker samt andra offentliga uttalanden. Vi har här inte haft tillgång till information utöver den som fanns på marknaden. Dock kan här tilläggas att det är först i samband med den nyligen publicerade årsredovisningen som nu all relevant information om förvärvet offentliggjorts, vilket bidragit till ytterligare verkshöjd.

2.4 Fallstudie; Lindex förvärv av Twilfit

Den kvalitativa studien utgör lejon delen av denna uppsats och ger svar på många av de frågor vi ställde oss. Vi har använt den kvalitativa studien som ett hjälpmedel att skapa hypoteser och att skapa ny teori, något som denna typ av studie är väl lämpad för (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1989). Dessa har jämförts mot den kvantitativa studien för verifiering av resultaten. Den kvalitativa studien genomfördes som en fallstudie av ett företagsförvärv.

2.4.1 Kriterier på studerat objekt

För att nå en relevans i undersökningen ställdes ett flertal krav och kriterier på det objekt som studerades och om detta fanns omfattande litteratur i ämnet. Nedan beskrivs de krav som vi ställde på det kvalitativa fallstudieobjektet, anpassat till denna undersökning. Centralt för förvärvsobjektet inom ramen för denna uppsats var dock att det bakomliggande motivet var de synergieffekter som kan nås genom en sammanslagning eller ett förvärv.

2.4.1.1 Tidsperiod

Tidpunkten för när förvärvet har ägt rum var en viktig parameter när vi tog fram den sammanslagning eller det förvärv som var lämpligt, då det påverkade möjligheten att få fram relevant data till studien. Det fick inte ligga för nära i tiden, då det i så fall skulle ha gjort det svårt att utläsa effekterna av sammanslagningen, men det fick inte heller ligga för långt tillbaka i tiden då det kunde ha varit svårare att få fram relevant data i ett sådant fall samt att nyhetsvärdet eller intresset för resultatet i ett sådant fall blivit alltför lågt. Vi valde här att granska något företagsförvärv som genomförts under 2001-2003, det vill säga för cirka tre till fem år sedan vilket ingav hopp om att eventuella intervjuobjekt hade detaljer kvar i minnet och samtidigt ökat sin objektivitet genom distansen till de gångna händelserna.

2.4.1.2 Verksamhet

Några långtgående krav på verksamheten var i stort irrelevanta, men kan ha verkat begränsande för de resultat som kan nås. Att välja ett förvärv av serviceföretag skulle genast ha försvårat för flera typer av synergier och renderat i att omfånget begränsats. Vi valde därför att utföra fallstudien på ett förvärv där både det förvärvande och det förvärvade företaget baserade sin verksamhet på fysiska produkter. Vidare önskades att båda företagen skulle vara aktiva, etablerade och agera på en erkänd marknad med tillräcklig mognad.

2.4.1.3 Övriga kriterier

För att kunna erhålla relevant information och kunna tränga djupt in i fallstudieförvärvet krävdes en viss nivå av transparens hos de inblandade företagen. Vidare behövde förvärvet vara av viss dignitet för att undvika att det var en del av en större överenskommelse där delar av förvärvet inte synliggjordes utan överfördes genom tysta överlåtelser. För att dessa båda kriterier skulle kunna uppfyllas och utan att urvalet skulle leda till allt för stor arbetsinsats valde vi att begränsa urvalet till förvärv där minst det förvärvande företaget, senast från förvärvstidpunkten, var publikt noterat. För att ytterligare underlätta för datainsamlingen ställdes kravet att de båda företagen redovisar enligt svensk praxis och lagstiftning, främst för att nå jämförbarhet och relevans på den svenska marknaden. En underlättande faktor erkändes här som medial uppmärksamhet, där ett mer omfattande medialt intresse ger en mer heltäckande bild av situationen före och under sammanslagningen, vilket var till hjälp då synergiernas förutspådda värde var av stor vikt i denna undersökning.

2.4.2 Företagsval

Vi valde här att analysera Lindex AB:s förvärv av Twilfit AB. Dessa är två svenska företag, där Lindex är noterat på Stockholmsbörsen och varit så sedan innan förvärvet. Företagen finns beskrivna i empiriavsnittet.

2.5 Tidigare genomförda studier

I den kvantitativa undersökningen hade vi inte samma krav på att nå lika djupt i våra studier. De kvantitativa studierna fungerar som ett komplement till den kvalitativa genom att ge stöd till de resultat som återfinns i denna (Bryman, 2002). Den används vidare också för att fylla ut luckor i den kvalitativa studien. De kvantitativa studierna används för att på ett bättre sätt än med enbart en kvalitativ studie ge generaliserbarhet till densamma.

Trots att generaliserbarheten av en kvalitativ studie i sig själv, eller kombination av en kvalitativ och kvantitativ, kan ifrågasättas så hjälpte de kvantitativa studierna oss att bättre förstå de frågeställningar vi formulerat i uppsatsen. Alla tillgängliga förvärvsrelaterade studier som kunnat bidra till en större förståelse av vårt fallstudieobjekt har därför beaktats, men i linje med Brymans teorier (2002) har de använts främst då de behandlat de frågor som framkommit i fallstudien. Dessa fallstudier är dock i flera fall inte specifikt avgränsade till samma marknad eller bransch som fallstudieobjektet utan anses, av dem som utfört de respektive studierna, gälla för alla företagsförvärv.

En uppsats om Lindex förvärv av Twilfit skrevs av Sofia Svedblom och Sofia Nilsson på vårterminen 2002, också vid Handelshögskolan i Göteborg. Den beskrev vilka motiv det fanns till förvärvet och skrevs precis efter att förvärvet hade ägt rum. Förslaget till fortsatt forskning som då gavs var att undersöka utfallet av förvärvet. Denna upptäcktes efter fallstudien valts och gav en bättre insikt av förutsättningarna till förvärvet, men då den i övrigt varit av begränsad tillämplighet, har den behandlats som övriga tidigare utförda studier.

2.6 Källkritik

Vid studien av de kvalitativa studierna så har vi haft ett ideografiskt synsätt (Bryman, 2002). Detta innebar att vi var intresserade av att belysa vissa speciella drag av fallet, nämligen just de förväntade synergier. Vid en studie av de kvantitativa studierna så jämfördes resultat från denna studie med de resultat vi fann i den kvalitativa. Då slutsatser drogs ifrån detta så kunde utfallet av dessa bero på vilket urval av indata som valts för studien och hur de har analyserats. Då det var praktiskt omöjligt att samla in lika mycket information om de kvantitativa studiernas förvärv som om vår egen fallstudie, så fanns det risk för att urvalet av data blev riktat mot en viss typ och att detta skulle påverka studien negativt. Även då de kvantitativa studierna utvärderades, efter i viss mån kvantifierbara variabler, så tolkades och värderades dessa och dess koppling till fallstudiens bransch- och marknadsförutsättningar. Detta behöver dock inte alltid innebära någonting negativt för studien enligt Björk och Räisänen (1996) som menar att det inte behöver vara någonting fel med att göra egna värdebedömningar. Vidare kan de källor som används i undersökningen förväntas ha haft stort egenintresse i utfallet och värderingen av synergier. Kategoriskt torde de med mest insikt av händelseförloppet ha varit de beslutsfattare med störst eget vinstintresse. Värderingar av synergier kan ofta användas för att motivera en redan fastställd avsikt istället för att verka som ett beslutsgrundande verktyg. Detta innebär att vi förväntade oss att det skulle vara ett digert arbete att jämföra olika värderingar och ansatser till mätningar av värden för att nå objektiva data.

Om de personer vi talat med om förvärvet uppvisat en i många aspekter divergerande bild av motiven samt utfallet och dess orsaker så hade det varit svårare för oss att dra en rättvis slutsats. I detta fall så visade sig flera av respondenterna vara av samma åsikt till varför förvärvet misslyckades att uppnå de förväntade synergierna, varvid vi i liten utsträckning behövt göra någon egen värdering av vilka personer som kunde tänkas ha den mest rättvisande informationen.

I de fall där svaren skiljde sig åt handlade det framförallt om vad som borde ha gjorts annorlunda i samband med förvärvet för att ha lyckats bättre. Denna fråga anser vi dock oss ha kommit längre än många av respondenterna genom att vi i denna uppsats analyserat denna frågeställning med hjälp av anpassad teori och information från många oberoende källor.

3 Teori

3.1 Synergier

En definition av synergi i förvärvssammanhang är att det sammanslagna företagens värde är större än summan av de enskilda företagens värde (Svenska Akademin: SAOB, Internetupplaga). Vidare enligt SAOB är synergi samverkan, samarbete, en effekt av en sammanslagning. Något samverkar i synergi för att uppnå en förstärkt verkan.

3.1.1 Operativa

En operativ synergi är en synergi som innebär att de båda företagens resurser kan utnyttjas på ett bättre sätt. I kapitalintensiva verksamheter där företag ofta drabbas av överkapacitet så kan en sammanslagning innebära att utbud och efterfrågan kan matchas på ett bättre sätt (Olofsson et. al, 1999).

3.1.1.1 Economy of scope – Kundanpassbart produkt- och tjänsteprogram

Genom att använda framtagna tekniker, produktmoduler, rutiner och metoder på fler produkter inom flera sektorer så kan större intäkter uppnås med samma kostnad för forskning, utveckling och resursutnyttjande. Ett exempel är när företag tar fram en teknik som används i en viss typ av produkt, till exempel i en mobiltelefon men som även går att använda i vanliga personatorer. Företaget kan då fördela sina utvecklingskostnader över fler produktfamiljer.

3.1.1.2 Economy of scale – Stordriftsfördelar

Ett företag når stordriftsfördelar då produktionens kostnader minskas genom att verksamheten organiseras i större enheter. De fasta kostnaderna för att producera något fördelas helt enkelt över fler enheter. Vilken storlek som krävs för att nå stordriftsfördelar skiftar från bransch till bransch och måste definieras från fall till fall.

3.1.2 Finansiella

Denna typ av synergi uppkommer vanligtvis vid konglomerande förvärv och det finns tre sätt som denna verkar på (Sudarsanam et. al, 1996). Det sammanslagna företaget kan få en bättre kapitalstruktur genom att ta tillvara på något av de två företagens tidigare ickeoptimala kapitalstruktur och använda denna för att utnyttja skattesköldens verkan. En annan typ av finansiell synergi uppkommer då ett av de två företagen har obalans mellan sina resurser och investeringsmöjligheter. Den tredje typen hör samman med de två företagens konjunkturcykler och innebär att det sammanslagna företaget kan få en mer stabil konjunktur än de två var för sig.

3.1.3 Ledning

Ledningssynergi innebär att den köpande eller den nya ledningen i det sammanslagna företaget arbetar på ett bättre sätt för att maximera aktieägarvärdet (Olofsson et. al, 1999). Exempel på detta är att företaget ändrar bedömningen av nyinvesteringar, förändrar produktutvecklingsfokus, kapitalstruktur eller försäljningsförfaranden.

3.1.4 Forskning och utveckling

Forskning och utveckling är en synergieffekt som får störst verkan i en teknikintensiv bransch där produktlivscyklerna kortas och utvecklingskostnaderna ökar. Ett exempel är bilindustrin där hårdare miljökrav gjort att företagens kostnader för utveckling av motorer som kan drivas av alternativa bränslen medfört att små biltillverkare fått svårt att klara sig på egen hand. Det är dock inte alltid som en delad utveckling får positiva konsekvenser. Att dela plattform bland flera bilmärken i för hög grad riskerar att underminera en modells förmåga att sticka ut i mängden vilket gör att kunden inte längre är beredd att betala ett högt pris för den (Athlei, 2003).

3.1.5 Marknad

Som tidigare konstaterats så innebär en förbättrad förhandlingsposition mot både kunder och leverantörer, genom ett förvärv, att företaget kan öka sina marknadsandelar (Olofsson et. al, 1999). Företaget kan också försvåra för sina konkurrenter genom att stärka sin position på olika marknader genom uppköp. Om marknaden är mättad på aktörer så kanske företagens enda möjlighet att nå in på en sådan marknad är genom förvärv av ett företag som redan finns på den marknaden. Förvärv kan alltså på detta sätt vara ett viktigt verktyg för att nå nya marknader eller segment. Företag med produkter i slutet av sin livscykel kan genom förvärv också på ett snabbare sätt komma ikapp på marknaden genom att förvärva ett företag med snabb tillväxt och med produkter som befinner sig i ett tidigt stadium i sin livscykel.

Vid sidan om de synergieffekter som kan tänkas uppkomma efter förvärvet så finns det också en annan del som bör beaktas, nämligen strategivärdet (KPMG, 2001). Strategivärdet blir större om förvärvet innebär att man blir ledande på marknaden, men det kan också komma från att förvärvet hindrar någon annan från att bli det eller att förvärvet är av vertikal typ. Det strategiska värdet av att bli ledande på marknaden är att företaget kan sätta högre priser och även kunna styra marknaden bättre. Företagen använder alltså även förvärv för att skapa etableringshinder för konkurrenter (Olofsson et. al, 1999). Ett vertikalt förvärv kan ha den strategiska fördelen att det ger möjlighet att säkerställa tillgången till material eller åtkomsten till distributionskanaler. Strategivärdet ingår som en del av marknadssynergierna (Brouthers, 1998).

3.2 Värderingsmodeller

Det finns ett flertal sätt att dela in värderingsmodeller, alla syftar dock till att ge en så verklig bild som möjligt av nuvärdet av förväntade kassaflöden. Dessa kan delas in i multipelvärdering, avkastningsvärdering samt substansvärdering. Multipelvärdering är en jämförande värdering där kassaflödena implicit värderas genom att se hur andra företag med jämförbara kassaflöden värderas. Genom avkastningsvärdering estimeras framtida kassaflöden direkt och räknas om till nuvärde. Substansvärdering är att endast se till de nettotillgångar som företaget har (Damodaran, 1994).

4 Tidigare genomförda studier

Det typiska förvärvet eller den typiska fusionen realiserar aldrig sina tänkta finansiella och strategiska verkan enligt Galpin och Herndon (2000). Det här misslyckandet av synergirealiseringen förklaras ofta med att den personella sidan av affären inte fungerade som en följd av den förändring sammanslagningen innebar enligt Galpin och Herndon (2000). Vidare så lämnar ofta de som beskrivs som nyckeln till framgång för förvärv, nämligen personer på ledande funktioner sina poster, i samband med förvärvet eller kort därefter.

Trots att det är fler människor som, enligt Galpin och Herndon (2000), fortfarande tycker att fusioner är positiva än antalet som tycker de är negativa så ser deras fakta ut på följande sätt:

- När ett förvärv eller fusion presenteras så stiger börskursen i bara 30 procent av fallen.
- I förvärvade bolag så lämnar 47 procent av alla chefer företaget inom ett år och 75 procent inom de tre första åren.
- Förväntade synergier uppnås inte i 70 procent av fallen.
- VD:ar och ekonomichefer bedömer ”personproblem” och kulturella skillnader som de största orsakerna till att förvärv misslyckas.

Galpin och Herndon (2000) tar i sin bok upp ett antal parametrar som är överensstämmande för lyckade förvärv. Enligt dem gäller det att hålla en bra takt i integrationen, den får inte dra ut på tiden utan ska vara väldigt fokuserad och hållas tidsbestämd. Ett tydligt fokus ska ligga på att reducera kostnader, men personal på så låg nivå som möjligt i företaget bör bilda grupper som tillsammans kan identifiera möjligheter till kostnadsbesparingar i sin närhet. Dessa kostnader upptäcks ofta inte annars av chefer högre upp i organisationen. Vidare enligt Galpin och Herndon (2000) så ska de planerade synergimålen hela tiden upprätthållas och strävan ska vara efter att hitta nya synergier. Något som också utmärker lyckade förvärv enligt Galpin och Herndon (2000) är att ledningen varit snabba och effektiva i sitt sätt att bemöta frågor och undringar från personalens sida. Cheferna har agerat öppet och inte undanhållt personalen information. En annan viktig sak enligt Galpin och Herndon (2000) är att hela tiden behålla kundfokus, det vill säga kunderna får inte märka av om det finns problem inne i organisationen i samband med förvärvet.

4.1 Integrationsprocessen

Integration två företag emellan definieras av Larsson och Finkelstein (1999) som graden av förändring i organisationens tekniska, administrativa och kulturella konfiguration. Gradens av integration bedöms vara den viktigaste delen i fusionsarbetet för att kunna realisera tänkbara synergier. Enligt den undersökning som utförts av Accenture i mars 2006 bland 450 företagsledare (Börjesson, 2006) så anses den största framgångsfaktorn vara förmågan att leda och driva integrationen.

Integration är enligt Pablo (1994) att göra ändringar i företagets funktioner, organisationsstruktur, organisationssystem och kultur för att skapa en ny gemensam enhet som ska fungera väl tillsammans.

Gancel et. al (2002) menar att det inte är bra att försöka sig på att integrera två skilda kulturer vid förvärv. De tror att det kan fungera på individnivå men att kultur är något som är väldigt fast rotat hos människor, i deras undermedvetna, så för stora grupper kommer inte en kulturintegration att kunna ske i samma takt som en teknisk eller ekonomisk integration.

Enligt Chanmugam et. al (2004), så finns det företag som tror att integrationsprocessen påbörjas tidigast efter att affären har slutförts. Integrationsprocessen de båda företagen emellan måste påbörjas i samma stund som det köpande företaget bestämt sig för vilket företag det ska förvärva och vilket pris det ska betala. Vidare så saknar enligt Forbes (2006) mer än hälften av alla företag en uttalad strategi för hur integrationen ska gå till i samband med förvärvet.

Dailey et. al (2006) menar att företag som använder förvärv som en viktig del i sin tillväxtplan behöver ha en kärnkompetens internt i företaget, som besitter en stor kunskap om hur integrationen av det nya företaget i organisationen ska hanteras.

Hulthén och Selguson (2003) skriver att i de förvärv de studerat (tio svenska företag och deras förvärv) så har integrationen varit av störst betydelse för om förvärvet ska anses vara lyckat eller inte ur ett aktieägarperspektiv. För att integrationen ska lyckas så visar sig skapandet av en gemensam kultur vara en av nyckelaktiviteterna. Kommunikation och information till personalen om det egentliga syftet med förvärvet är också av stor betydelse om företaget ska lyckas realisera synergier.

Resultatet av en studie utförd av Andersson et. al (2004) "Efter förvärvet - En studie av 11 viktiga faktorer i integrationsprocessen vid svenska nationella företagsförvärv" pekar på att de kritiska faktorerna vid ett förvärv skall prioriteras i följande ordning: *integrationsplan, kommunikation, hastighetsaspekten, identifiering och kvarhållande av nyckelpersoner, ekonomisk styrning, 100-dagarsplan, anställdas motivation, integrationschef, kulturintegration, flexibilitet* och slutligen *integration av ledarskapsstil*.

Enligt Börjesson (2006), så handlar förvärv om planering och insikt. Bakom de förvärv som lyckas bäst finns en omfattande integrationsplan och kontinuitet under hela transaktionen; från identifiering, värdering, due diligence, avtal till planering och genomförande av integrationen.

4.2 Kulturella skillnader

Organisationskultur skriver Habeck et. al (2004) är alla de oskrivna regler, föreställningar och värderingar som definierar hur arbetet inom organisationen ska gå till. Organisationskulturen skapas av människorna inom organisationen och ledare och chefer har större möjligheter att påverka hur denna utvecklas.

Ofta kan en stark företagskultur vara en viktig anledning till företags framgång men den kan också utgöra ett hinder i de fall då den inte anpassar sig till företagets omvärld nog snabbt. Gancel et. al (2002) beskriver kultur på följande sätt; "Kultur är inget som unikt tillhör dig, inte heller är det universellt: det är snarare något du delar med andra och är en del av vad som skiljer dig från andra grupper".

I samband med förvärv och fusioner så förändras situationen för de inblandade företagen och att då ha en flexibel och mer lättanpasslig företagskultur kan vara av fördel enligt Habeck et. al (2004).

Vid ett förvärv så kan inte det köpande företaget bara ta hänsyn till den företagskultur som det förvärvade bolaget har utan också se över om det går att skapa en ny kultur efter förvärvet som klarar av att generera ett större värde än vad de båda företagen var för sig gjorde (Habeck et. al, 2004).

Forskning har enligt Schweiger och Goulet (2000) visat att företagskulturernas påverkan på framtida lönsamhet efter fusioner i många fall underskattas av det köpande företaget. Trots dess bevisade betydelse för integrationen mellan organisationerna vid ett förvärv så är kulturfrågan inte särskilt prioriterad bland företagsledarna och enligt Gancel et. al (2002) så kan detta bero på bristen av: medvetenhet, förståelse, vilja och/eller kunskap.

Enligt Börjesson (2006) så är det viktigt, mer än många kanske vill inse, att ta hänsyn till och hantera olika företagskulturer i samband med förvärv.

Gancel et. al (2002) skriver att en förändring av attityder och förhållningssätt vanligtvis tar flera år vilket innebär att om oförutsedda skillnader i företagskulturerna som ger upphov till problem upptäcks efter förvärvet väl är genomfört, så är det för sent att göra någonting åt dem. Vidare hävdar Gancel et. al (2002) att företagsledare känner sig mer bekväma med att forma och diskutera de tekniska frågorna i samband med förvärvet än de gör med de mer mjuka frågorna som exempelvis företagskultur.

4.2.1 Värdera företagskultur

Accenture har genom förvärv fått tillgång till ett verktyg som kan användas för att värdera kulturen i ett företag (Hellberg, 2006). Metoden kallas för Culture Value Assessment (CVA). Tanken är att detta verktyg ska kunna hjälpa företag att hitta de delar av verksamheten som skiljer sig mest från det företag de tänkt att förvärva och på så sätt kunna anpassa integrationsplanen efter detta. Det kan också användas som en del i utvärderingen av alternativa uppköp.

CVA utgår från sex olika parametrar som totalt innehåller 33 stycken element av ett företags företagskultur. De sex parametrarna klassas på en skala där två ytterligheter ställs mot varandra. Den ena ytterligheten visar på en mer flexibel och omvärldsanpassad företagskultur jämfört med den andra, där tankarna går till en mer klassisk militärisk organisation.

4.2.2 Kulturstrategi

Nationella förvärv och sammanslagningar ger enligt Cartwright och Cooper (1992) upphov till en mer fysisk och intensiv integration mellan de båda företagen än vad ett internationellt förvärv gör. Därav kan integrationsproblemen något förvånande bli större vid nationella sammanslagningar än vid internationella.

Tre olika strategier för att hantera integrationen av organisationskulturen vid en fusion eller ett förvärv beskrivs av Habeck et. al (2000).

- 1) *Tvingande*: Här tvingar det köpande företaget sin egen kultur på det köpta företaget. Detta är den vanligaste strategin vid fusioner och förvärv. Det måste finnas klara motiv till varför en ny kultur bör införas och den nya kulturen måste också visa sig bättre än den gamla för att strategin ska lyckas.

- 2) *Separerande*: Här hålls de inblandande företagens kulturer separerade. När fusioner och förvärv sker mellan företag i skilda sektorer bör ofta deras kulturer förbli separerade.
- 3) *Ny sammansatt*: Här skapas en ny sammansatt organisationskultur. Denna strategi är ofta den svåraste att genomföra men även det bästa sättet att överkomma kulturella skillnader. Genom att ta det bästa av de inblandade företagens regler, föreställningar och värderingar kan en ny bättre organisationskultur skapas.

4.3 Kommunikation och ledarskap

Några av de saker som Forbes (2006) funnit i lyckade förvärv är ärlighet, god kommunikation, fokuserat ledarskap, belöningar för goda prestationer och en hel del sunt förnuft. Att vara ärlig med det faktum att det kommer att bli förändringar är vidare något som visat sig vara av betydelse enligt Forbes (2006).

För att lyckas med integrationsprocessen så krävs det ett tydligt ledarskap som ger tydliga signaler tidigt efter att förvärvet ägt rum (Hulthén & Selguson, 2003). Den nya översta ledningen för det fusionerade företaget bör vara verksamt inom en vecka efter att fusionen ägt rum enligt dessa. Det första steget i att skapa ett lyckat förvärv menar också Forbes (2006) är att få till en bra kommunikation med och mellan de anställda i företagen.

En annan tumregel torde också enligt Forbes (2006) vara att få till störst verkan med minsta möjliga förändring. Detta gäller både de operativa delarna av verksamheten men det är också något som bör användas för att minska de psykologiska påfrestningarna för personalen.

4.4 Företagens Värdedrivare

Forbes (2006) påtalar att det förvärvande företaget bör se till att ledande befattningshavare i de båda företagen möts tidigt i förvärvsprocessen och gemensamt tar fram vilka styrkor och svagheter det gemensamma bolaget kommer att ha. Hela detta arbete syftar till att få fram de värdedrivare som är av yttersta betydelse för förvärvets utfall. Viktigt för att uppnå en bra tillväxt på sikt för ett sammanslaget bolag är också att det förvärvande bolaget ska lära sig, och ta tillvara på, det förvärvade bolagets styrkor under tiden som integreringen pågår enligt Galpin och Herndon (2000).

Ett vanligt fenomen i samband med fusioner och förvärv är att företagen fokuserar mycket på att sänka kostnaderna för att genom detta göra ett bättre resultat (Chanmugam et. al, 2004). Olika arbetsgrupper tillsätts som ska ta fram förslag på hur kostnaderna kan sänkas och var det går att spara in. Däremot är det sällan som grupper tillsätts för att ta fram de verkliga värdedrivarna i det nya bolaget, det vill säga vad det egentligen är som ska skapa ett större värde och merintäkter för det sammanslagna företaget.

4.4.1 Inköp på rätt sätt

I just det fall som tas upp i denna uppsats, Lindex förvärv av Twilfit, så kunde ett av de områden som Lindex antog att de skulle kunna realisera synergier inom vara logistik- och försörjningskedjan. Logistik- och försörjningskedjan, på engelska Supply Chain, beskriver hela processen för att optimera flödet, inköp och logistik av varor till företagets butiker, ända från beställning till leverans och försäljningstillfälle.

Ett företag som lyckats med att ha två olika typer av logistikkedjor är klädkedjan Zara (Hellberg, 2006). För trendkänsliga plagg har företaget utvecklat en försörjningsmodell som snabbt kan svara på vad kunderna efterfrågar. Varje butikschef rapporterar till en regionchef vad kunderna efterfrågar. På så sätt kan företaget snabbt svara upp mot kundernas önskemål. Dessa plagg köper företaget från leverantörer i Spanien och Portugal, det vill säga geografiskt nära Zaras huvudverksamhet. Zara bokar i förväg upp en viss kapacitet hos underleverantörerna och meddelar senare vilka färger och modeller de vill ha. Genom att använda denna typ av försörjningskedjemodell för trendkänsliga plagg så kan Zara ha helt nya kollektioner kläder i butikerna, endast tre till fyra veckor efter att en lokal butikschef upptäckt en ny trend, att jämföra med industrigenomsnittet på nio månader (Outlook, Issue 2, 2006). Vanligtvis stannar plaggen bara två till tre veckor på hyllorna i butiken vilket gör att omsättningshastigheten är väldigt hög för dessa plagg. För andra mer trendokänsliga varor som underkläder och t-shirts, används leverantörer i lågkostnadsländer såsom Kina och Marocko där stora beställningar kan göras med relativt lång ledtid, till en låg kostnad.

4.4.2 Nyckelpersoner

Innan förvärvet genomförs så bör, enligt Forbes (2006), även det köpande företaget identifiera nyckelpersoner som är kritiska för att förvärvet ska lyckas eller inte. Det gäller också vidare enligt Forbes (2006) att försäkra sig om att dessa personer stannar kvar i företaget efter förvärvet och bidrar till en lyckad integration och positiv företagsutveckling. Att personer på ledande positioner i många fall lämnar sina poster vittnar också Forbes (2006) om. Enligt honom så är den årliga personalomsättningen 8-9 procent i ett företag men under det första året efter en fusion så stiger denna siffra till att bli i genomsnitt 25 procent för att under det andra året sjunka tillbaka något till 15 procent.

Som tidigare nämnts så lämnar i genomsnitt 47 procent av alla chefer sina positioner i det förvärvade bolaget redan under det första året efter förvärvet och så många som 75 procent inom de tre första åren efter förvärvet (Galpin & Herndon, 2002).

Trots detta så anger över 70 procent av företagsledarna i både förvärvade och förvärvande bolag att de anser att deras företag gjort ett bra jobb med att hålla kvar ”värdefulla medarbetare” i det nya företaget (Börjesson, 2006).

4.5 Värderingsmodeller

Enligt tidigare genomförda studier har det visat sig att multipelvärdering är den klart dominerande värderingsmodellen vid Private Equity-förvärv, vilka även kan anses vara applicerbara på förvärvet av Twilfit då förvärven från studierna avser företag av liknande storleksordning och mognad. Avkastningsvärdering visade sig, trots sina teoretiska fördelar, förknippad med svårigheter i praktiken.

Substansvärdering har mycket liten utbreddhet bland de studerade företagen. Vidare har företagen angett att substansvärdering är av litet intresse då förvärvsföretaget har ett stabilt kassaflöde. Orsaken till multipelvärderingens popularitet är, enligt studien, att värdering av målbolag visat sig vara fullständigt underordnad potentiell prisökning efter förvärv (Gholamifar et. al, 2005).

5 Empiri

5.1 Företagsbeskrivning Lindex

Lindex öppnade sin första butik 1954, då Ingemar Bergman och Bengt Rosell startade underkläderbutiken Fynd i Alingsås. Företaget Lindex, som låg i Göteborg, förvärvades strax därpå och fick ge namn åt de efterföljande butikerna. ICA Eol köpte Lindex 1982 och då etablerades även butiker i Danmark, Finland och Storbritannien. På börsen har bolaget funnits sedan 1995. Lindex har drygt 300 butiker och Norden är den klart största marknaden. Företaget omsatte 2005/2006 5.300 MSEK och har ca 2800 anställda (www.lindex.se).

Lindex är känt som ett långsamt bolag, där man arbetar noggrant och nästintill byråkratiskt skriver Sara Larsson i SVD (2004-09-05). Stegvis går man från designidé till inköpsbeslut och lagd order. Vårens klädkollektioner beställs tidigt under hösten och det finns stor risk att trenderna hinner ändra sig. Lindex anser sig själva vara effektiva och kostnadsmedvetna i allt de gör och har en hög tillgänglighet genom spännande och inspirerande butiker i Europa (www.lindex.se). Genom sin storlek så kan de göra stora inköp och på så sätt pressa inköpskostnaderna.

Lindex affärsidé bygger på att erbjuda ett inspirerande och prisvärt mode för kvinnor. Det finns även möjlighet för kvinnor och deras barn att ha ett koordinerat mode. Underkläder är något som Lindex har specialiserat sig på. Sortimentet ska upplevas som prisvärt. Hög kvalitet och bra passform är något som företaget vill förknippa med sina kläder. Sortimentet omfattar flera olika koncept inom damunderkläder, damkonfektion, barnkläder och kosmetik. Lindex är marknadsledande inom damunderkläder i Sverige och Norge.

5.2 Företagsbeskrivning Twilfit

Twilfit startades 1922 i Stockholm och företagets försäljning bestod till en början av enbart korsetter. Sortimentet utökades efterhand med underkläder, nattplagg, strumpor och handskar. Twilfit var ända fram till att Lindex förvärvade dem familjeägt. Företaget har en stark Stockholmskoncentration av sina butiker och har där en stark ställning på den svenska underklädesmarknaden. Twilfit är till skillnad från Lindex enbart verksamma på den svenska marknaden där företaget har 62 butiker (www.twilfit.se). Twilfit förvärvades av Lindex i januari 2002 och såldes sedermera i september 2005.

Efter att ha studerat företaget Twilfit så kan en del särskiljande värde drivare identifieras. Som de själva förespråkar så försöker de vara kundnära och ge en bra service (www.twilfit.se). Twilfit är ett av landets äldsta företag som tillhandahåller underkläder till kvinnor. Genom detta så har naturligtvis en oerhörd kunskapsbank inom området kunnat byggas och erfarenhet inom området skapar en trygghet för kunden.

Twilfit har en något speciell inköpsmodell som går ut på att varje butikschef själv håller koll på vilka plagg som säljer, i vilka storlekar och färger (Anna, Butikschef Twilfit, 2006-12-20). Varje butikschef går sedan på inköpsmöten med andra butikschefer där det bestäms vad som bör köpas in, i vilka färger och modeller. Varje butikschef kan sedan själv bestämma över vilka av dessa plagg som ska säljas i dennes butik och i vilka storlekar med mera. På detta sätt skapas en närhet till kunden och en flexibilitet för att klara av förändringar i trender och mode.

5.3 Förvärvet

Lindex gjorde bedömningen att om Twilfit fick tillgång till Lindex stödaktiviteter som exempelvis logistik, marknadsföring och inköp så skulle Twilfits lönsamhet kunna förbättras. (Svedblom & Svensson, 2002, intervju med Jörgen Johansson och Jonas Persson). I det aktuella fallet med Lindex och Twilfit så var en av de uttalade förväntade synergivinsterna med förvärvet att kunna få en mer effektiv inköpsorganisation. Med effektivitet menas här möjligheten att få stordriftsfördelar i inköpen av kläder till de båda företagens butiker.

Förvärvet följdes av en omfattande mediebevakning och ansågs som mycket turbulent internt. Efter förvärvet så tvingades Twilfits VD lämna sin post och ytterligare 30 av företagets anställda slutade också (Larsson, 2004-09-05).

Göran Bille, ny VD för Lindex efter Jörgen Johansson, säger i en intervju med DN (Gripenberg, 2004-12-06) att Twilfit är en liten kedja med små volymer, helt olik Lindex kulturellt, och att det är svårt att inkorporera en liten kedja i en stor grupp. De enda självklara synergier är inom administration och ekonomi, men det är mycket små tal. Kedjan har inte bara kostat i form av rörelseförluster utan även därför att deras verksamhet har tagit mycket tid i anspråk, många personer har varit engagerade i förvärvsarbetet. Vidare säger Bille att det under lång tid varit produkterna som styr utbudet och inte kunderna själva som fått bestämma. Lindex ska vara ett modeföretag och låta trenderna styra. Bille har ett förflutet från H&M och säger också att Lindex på samma sätt som H&M kan nå stordriftsfördelar. Som Bille också påpekar i samma intervju så hade Twilfit sina lägen i framför allt Stockholm, där inte Lindex var så väletablerat innan förvärvet genomfördes. Enligt Bille så lärde sig då Lindex av Twilfit hur de skulle agera i storstäderna, men tillade också att de tassade lite på varandra och på varandras marker, att Lindex och Twilfit behövde komplettera varandra bättre.

Under hösten 2003 så började man ana att allt inte stod riktigt rätt till med beställningen av vårbyxor till butikerna. Beställningen av vårens kläder görs redan under hösten enligt Lindex dåvarande inköpssystem och på något sätt hade det smugit sig in ett fel i beställningen och flera hundra tusen extra par byxor hade beställts felaktigt. Det var dock även andra plagg som man hade begått samma misstag med. Christer Gardell, aktieägare i Lindex sedan 2004 menar att byxmissen kostade bolaget mer än 100 miljoner kronor (Larsson, 2004-09-05). Detta var den huvudsakliga anledningen till att dåvarande VD:n, som också genomdrog affären med Twilfit, fick lämna sin post tillsammans med åtta andra kollegor från Lindex under våren 2004.

5.4 Intervjuer

Här är svaren som framkom under intervjuerna sammanfattade och kommenterade, frågorna finns i Appendix. Intervjuobjekten är nio personer som på ett eller annat sätt varit en del av eller bevakat Lindex förvärv av Twilfit. Av dessa är fyra personer oberoende analytiker och reportrar, tre personer är VD:ar och styrelseledamöter från Lindex och två personer är butikschefen från Twilfit.

5.4.1 Motiv och förutsättningar inför förvärvet

Två av analytikerna har här fått uppfattningen att Lindex inte hade en i förväg uttänkt strategi för hur integrationen skulle se ut, om butikerna skulle ha samma namn, om all administration skulle vara gemensam och så vidare, ”Skulle man köra vidare på ett yngre Lindex?” frågar sig Engberg och syftar på Lindex företagsledning. Analytiker A trodde dessutom att Lindex inte haft några väl uttänkta planer med förvärvet, utan att ”de var stressade att få till något”, att Lindex delvis genomfört förvärvet ur en marknadsstrategisk ståndpunkt för att hindra konkurrerande företag. Ytterligare ett tänkbart motiv ger Åsa Mossberg, att Lindex ville ha ett Stockholm-inträde och nå en yngre publik. De två andra analytikerna som intervjuats hade större förtroende för förvärvet när det begav sig. ”Såg rimligt ut på papper”, säger Danasten om förvärvet, det verkade som att det var en rimlig sammanslagning av två företag med något annorlunda målgrupp, men med förhållandevis liknande produkter. Överlag är analytikerna överens om att det såg ut att finnas en del synergier inför förvärvet, framförallt i inköpsledet. Lindex kunde genom sammanslagningen bli en större aktör med större inflytande och det såg ut som att det kunde finnas synergi genom att slå ihop inköpen för de båda kedjorna, istället för att ha två separata inköpsorganisationer.

Analytikerna var i stort överens om att skillnaderna mellan företagen innan uppköpet var betydande. De beskriver Lindex som ett stort publikt företag från Alingsås och Twilfit som ett litet, trendigare familjeföretag från Stockholm. En av butikscheferna på Twilfit (Anna) säger att ”I Lindex så sköttes allt inköp centralt och alla butiker har samma sortiment. Det enda som skiljer är mängden av varje vara. Det var ingen uppföljning på vad som sålde och inte.”, vidare beskriver hon skillnaderna mellan företagen som att butikscheferna i Twilfit går på inköpsmöten där det diskuteras vad som säljer och inte, samt att varje butikschef själv får bestämma vilka kläder han/hon ska köpa in, även om det enbart är några gemensamt bestämda märken som butikscheferna får beställa från. Åsa Mossberg säger dock att Twilfit hade en större andel externa varumärken än Lindex.

Enligt Hans Johansson, som var VD strax innan förvärvet, var Lindex inköpsorganisation egen, medan Twilfit i stor utsträckning skötte sina inköp genom agenter, något som Mossberg såg som att det fanns stora möjligheter till just synergier inom detta område.

Hans Johansson beskriver ett organiskt växande företag som startat upp 25 nya företag per år under hans tio år som VD och att företaget nu plötsligt under ny ledning byter tillväxtstrategi. Den före detta styrelseledamoten Tommy Persson beskriver situationen ”Bakgrunden var att Lindex var bra på inköp och administration. Twilfit skulle inordnas i Lindex och de skulle få ett ’second brand’. Skalfördelarna var den huvudsakliga anledningen till förvärvet”.

Den VD som initierade förvärvet, Jörgen Johansson, gjorde detta för att han ville utveckla de sidor där han ansåg Lindex vara starka; i motsats till att förbättra de svaga sidorna, ett utvecklingsarbete han ansåg vara svårare att genomföra. ”Lindex styrka var damunderkläder där man byggt en bakgrund som var enastående med europeiska mått mätt. Marks & Spencer kan möjligtvis vara i samma klass. I övrigt är det väldigt fragmenterat”, säger han om Lindex position på marknaden.

Han såg Twilfit som stora i Stockholm och att detta kompletterade Lindex västsvenska tyngdpunkt. Om vad förvärvet innebar för Lindex marknadsandelar i Stockholm säger han att det ”ger en konsoliderad marknadsandel som står i paritet med Lindex andel i Västsverige”.

Jörgen Johansson berättar också hur planen var att ”Twilfit skulle kunna behålla sin prisnivå samtidigt som man under tiden skulle försöka ta fram synergier i de bakomliggande leden.” och jämför förvärvet bland annat med Lexus koppling till Toyota, han menar att varumärkena inte får upplevas som samma sak för kunden. Företagen skulle efter förvärvet vara självständiga i marknadsföringen och samarbeta tätt i bakomliggande led, att Lindex ledning ville tillåta var sin marknadsföring för att nå olika kunder. Här beskriver Jörgen Johansson en Lindex-kund som en vanlig svensk kvinna eller tjej som jobbar som sjuksköterska eller på kontor, eller till och med i en fabrik. En Twilfit-kund å andra sidan beskrivs som en storstadskvinna som unnar sig lite och som kanske inte har familj. Analytikern Åsa Mossberg såg resonemangen inför förvärvet som att Lindex inte ville tappa Twilfitkunder genom att integrera kedjorna. ”(Twilfit) var en kedja som funkade” och Mossberg menar att Lindex inte ville äventyra detta.

5.4.2 Utfallet av förvärvet

”I slutändan blir det kulturfrågor eftersom det är människor man har att göra med”, säger dåvarande VD Jörgen Johansson när han pratar om vad som egentligen hände av synergiplanerna. Helen (Butikschef Twilfit) uppfattade det som att Lindex försökte göra ett mini-Lindex av Twilfit. Företagen blev mer lika i sortiment, trots att det inte vara ett uttalat mål enligt henne. Kunderna handlade aldrig till ordinarie pris utan mycket såldes 3 för 2 och liknande. Enligt Helen så kände sig aldrig de anställda på Twilfit insläppta i Lindex företagskultur vilket gjorde att de inte kände någon tillhörighet till företaget överhuvudtaget och Helen berättar också att hon försöker förtränga tiden med Lindex.

Kerstin Danasten beskriver situationen efter förvärvet som att inköpsbesluten hamnade långt bort, att Twilfit fick för stora lager och att varor som borde ha sålts till högre pris blev rea, vilket urholkade varumärket och fick kunderna att förvänta sig ett lägre pris.

Mossberg menar att Lindex aldrig lyckades integrera de två företagen, att de aldrig fick så mycket synergieffekter som de ville. Hon berättar att Lindex tog in en högre andel kläder till Twilfit, vilket gjorde att det blev mer modekänsligt. ”Man gjorde missar. Kollektionerna blev missar, var för Lindex-lika”. Mossberg berättar att ett par mindre lyckade kollektioner gav upphov till reor, som gav lägre marginaler och upptog stor butiksyta. En av Twilfits butikschefer, Anna, berättar: ”Lindex övertog alla inköp och gjorde Twilfit till samma sak som Lindex egentligen, att Lindex bara ”förtantigade” det lite mera. Kläderna fick sämre kvalitet och priserna sänktes på kläderna.”

”Lindex byxmissar och Tyskland var stora kostnadsställen”, säger Mossberg dessutom och påpekar att inköpsorganisationen inte var bra. Hon tycker liksom många av de andra intervjuobjekten att ”affären som sådan inte var feltänk från början”, men att det istället verkade som att ”det verkade hänga på integrationen”. Att Lindex hade för bråttom att ta ut synergier och att Lindex ”kanske skulle ha köpt det mer separat”, att de två inte skulle ha integrerats. I denna fråga har dock den tidigare VD:n Jörgen Johansson motsatt åsikt. ”Såhär i efterhand kan man säga att det var fel att behålla den gamla Twilfit-ledningen, skulle ha tagit in fler från Lindex” och han berättar att det främst var Twilfits VD som byttes ut. ”Lärdomen var att inte underskatta kulturen”, säger han och menar att det är lätt att göra analyser av det finansiella, men att det är kulturen som är det svåra.

Det som de själva i ledningen för Lindex hade kunnat göra mer under integrationen, enligt Jörgen Johansson, är att:

- 1) ”Tjata fördelarna mer”, informera om vad som var bra med integrationen.
- 2) ”Blanda gammalt och nytt”, så förståelsen för hur folk jobbar ökar. Folk från Lindex in i Twilfits ledning och att fler externa ska vara med, som har en oberoende, neutral utgångspunkt.

Tommy Persson håller med och säger att det i efterhand visade sig vara mycket svårare att inordna det mindre familjeföretaget Twilfit i Lindex, än vad styrelsen och ledningen från början trott. De intervjuobjekt som pratat om utfallet av förvärvet är överens om att lönsamheten i Twilfit försämrades under den tid som de ingick i Lindex, att de synergieffekter som förutspåts inför förvärvet inte realiserades och att dessa främst var tänkta att fås ur rationaliseringar i inköpsleden. Endast ett intervjuobjekt anger att det var dåliga butikslägen och kontrakt som gjorde att synergierna inte realiserades, men denne är ensam bland intervjuobjekten med att ange någon annan orsak än kultur.

Två vitt skilda företagskulturer beskrivs och Twilfitanställda Butikschefen Anna ser det som att ”Twilfit är mer gemytligt och är bättre på mjukare frågor än Lindex. ”Ett Lindex som var mycket framgångsrikt med hjälp av en effektiv inköpsorganisation framträder, men att detta istället hade bidragit till en något stel och statisk organisation. Twilfit beskrivs som ett företag som vid förvärvstillfället haft några svåra år bakom sig, men som var betydligt bättre på att ta betalt med tack vare ett starkt varumärke och att medarbetarna i Twilfit hade större rörelsefrihet i en mindre organisation. Organisationerna hade svårt att samarbeta och Mossberg sammanfattar: ”det var lite som Alingsås mot Stockholm”.

Under arbetet visade det sig att Lindex var mycket förtegn om information gällande förvärvet och personer som utlovat intervju ändrade sig då de samtalat med företagets informationsavdelning. Informationschefen för Lindex, Ulrika Danielsson meddelade (2006-08-11) att företaget inte ville kommentera förvärvet, utan hänvisade till de pressmeddelanden som offentliggjorts. Vi har inte lyckats nå varken Twilfits dåvarande VD eller deras informationsavdelning för kommentar.

5.4.3 Övrigt från intervjuerna

Utöver frågor direkt relaterade till just detta förvärv vill även Tommy Persson, som tidigare var VD för Lindex, nu sitter som VD för Länsförsäkringar och som genom sin karriär har gedigen erfarenhet av förvärv, bidra med några allmänna tips. Enligt hans erfarenhet finns det fem speciellt viktiga faktorer vid företagsförvärv:

- 1) Företagen måste ha en naturlig passform. Det ska vara naturligt för folk att förstå från båda hållen.
- 2) Att tidigt utse de chefer som ska leda företaget framåt.
- 3) Att förvärvet sker snabbt.
- 4) Att det sker planerat, allt ska vara detaljplanerat. ”Som en rymdfärd, för att travestera på ett aktuellt ämne...”, säger Persson.
- 5) ”Information, information, information!” Persson menar att informationen internt måste vara mycket god under hela förvärvet.

5.5 Finansiell information

Köpeskillingen för förvärvet har aldrig blivit offentliggjord och inte heller vad Lindex fick för Twilfit då det avyttrades i september 2005. Det finns dock uppskattningar gjorda av analytiker och den allmänna uppfattningen här är att Twilfit köptes för ca 100 MSEK men Lindex fick bara ca 50 MSEK för företaget vid försäljningstidpunkten (Gripenberg & Kempe, 2005-06-20). På 4 år så hade alltså Twilfits värde på marknaden halverats och under den tid även gett upphov till stora förluster för Lindex.

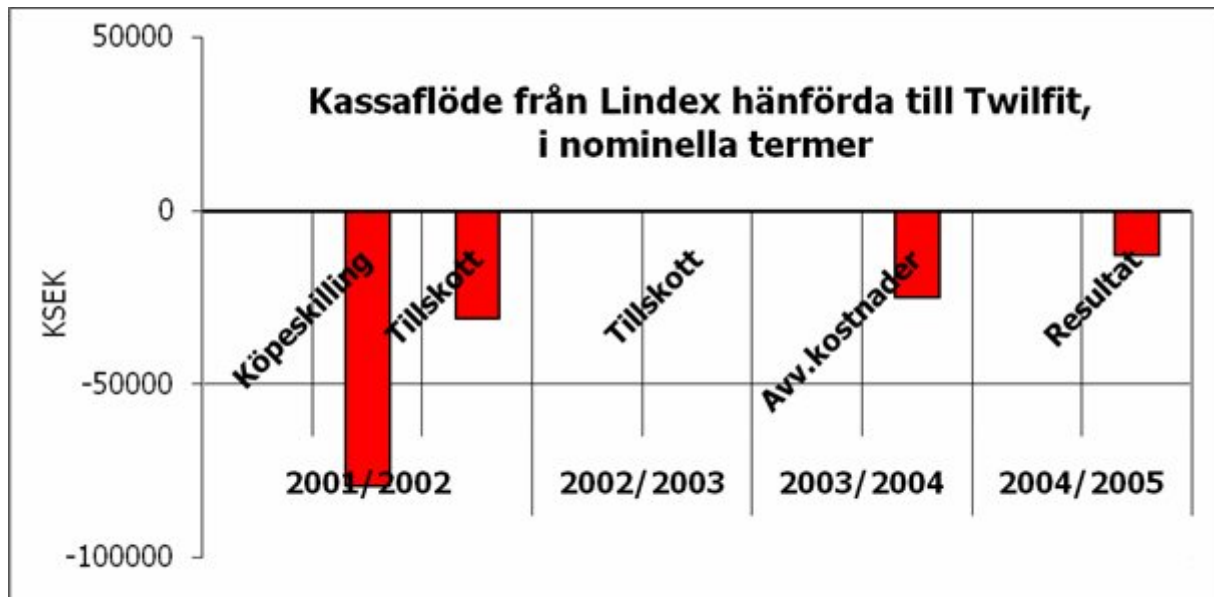
Eftersom dessa analytikeruttalanden tycks vara baserade på rykten och gissningar till stor del, då de gjordes innan alla relevanta årsredovisningar fanns tillgängliga, har vi utfört en egen undersökning. Resultatet av denna visar att den dåvarande uppskattningen av köpeskillingen vid försäljningen av Twilfit tycks vara för hög.

Alla tal är i tusental kronor och i nominella termer 2001/2002	Kassaflöde	Redovisningsmässigt
Förvärv, köpeskillning	-79 378	
Kapitaltillskott	-31 000	
Utgående bokfört värde		110 378
2002/2003		
Kapitaltillskott	-2	
Utgående bokfört värde		110 380
2003/2004		
Avvecklingskostnader	-25 000	
Nedskrivning		84 485
Utgående bokfört värde		25 896
2004/2005		
Resultapåverkan	-13 000	
Försäljning, köpeskillning	0	
Utgående bokfört värde		0
Summa negativt kassaflöde	-148 380	

Tabell 2: Finansiell information under Lindex ägande.

I Tabell 2 beskrivs händelserna år för år, dock exkluderas namnändringar, överföring av Twilfit mellan moderbolaget och koncernen samt annat som inte påverkar.

Twilfit förvärvades i januari 2002 av Lindex för 79 378 KSEK, enligt vår bedömning. Siffran är det bokförda värdet hos moderbolaget från årsredovisningen 2001/2002. Det tycks som att det beskattade egna kapitalet är ca 30 MSEK, eftersom det samtidigt redovisats en goodwillpost på ca 50 MSEK. I Twilfit fanns vid förvärvstillfället ca 7,5 MSEK i likvida medel.



Figur 5: Twilfits kassaflöde som kan härledas från Twilfitaffären, i nominella termer.

Under åren görs kapitaltillskott med dryga 31 MSEK, avvecklingskostnader upptas i resultatet till ca 25 MSEK och företaget gör en förlust på 13 MSEK i årsredovisningen för 2004/2005. Tillsammans med köpeskillingen innebär detta ett negativt kassaflöde, hänförligt till Twilfit, på ca 150 MSEK eftersom köpeskillingen vid försäljningen av Twilfit tycks försumbar.

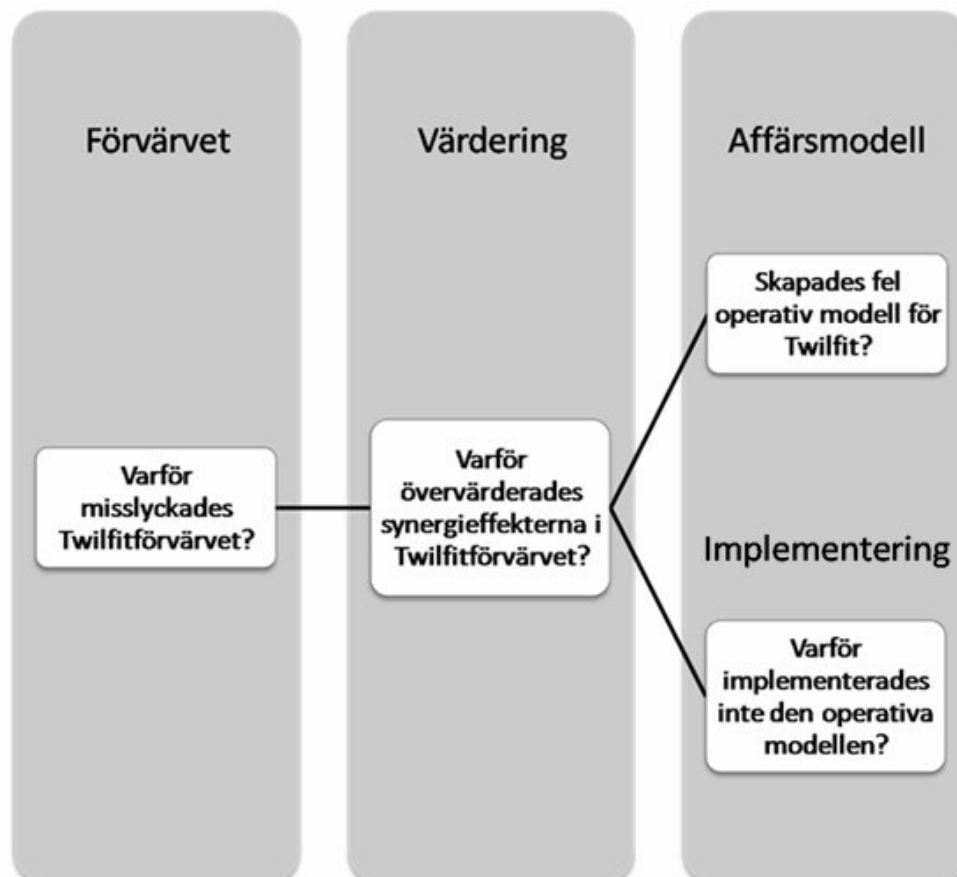
Det är också denna andra köpeskillning som Lindex varit mest förtegen med, men allt pekar på att den är av ringa proportioner då ingen intäkt är upptagen för försäljningen, då de hänvisar till försäljningen som "avvecklingen av Twilfitkedjan" och framförallt eftersom all goodwill och redovisat värde tycks nedskrivet i samband med försäljningen. Under antagandet av en WACC på 10 %, så är nuvärdet av investeringen i januari 2002 nästan -160 MSEK.

6 Analys

6.1 Fallstudie; Lindex förvärv av Twilfit

För att nå klarhet i vilka faktorer som var kritiska i just detta förvärv har uppsatsens övergripande frågeställningar applicerats här. För fallstudien har detta inneburit att ett flertal potentiella orsaker till förvärvets utfall konstaterats, vilka behandlas nedan.

Dessa möjliga felkällor har givit upphov till orsakssambandet i Figur 6. Utifrån detta kommer analysavsnittet behandla de olika aspekterna av förvärvet.



Figur 6: Orsakssambanden mellan förvärvets utfall och dess kritiska faktorer. Analysdelen följer dess logiska uppbyggnad.

6.2 Förvärvet

Utifrån de intervjuer som genomförts samt den ekonomiska förlust som gjorts anses förvärvet i stort vara misslyckat, det vill säga att de förväntningar som fanns på synergieffekter, som var det huvudsakliga motivet till förvärvet, uppfylldes aldrig. Istället förstördes värden i varumärket Twilfit och företaget såldes med förlust.

Det råder inget tvivel att just inköps synergier var det förhärskande motivet till förvärvet, detta är Lindex egen officiella linje, såväl nu efter förvärvet som i samband med offentliggörandet i november 2001, och den stöds av den oberoende opinionen i media samt bland analytikerna.

Här gällde det stordriftsfördelar som kunnat uppnås genom att med sin nyvunna storlek kunna stärka sin ställning gentemot leverantörer och andra intressenter för att därigenom erhålla rabatter och ett ökat inflytande, men det handlade först och främst också om administrativa rationaliseringar, så kallade operativa synergier där det i detta fall är frågan om ”Economy of scale”, stordriftsfördelar. Dessa skulle yttra sig i besparingar genom att inte behöva ha två separata inköpsorganisationer.

Lika säkert är det att dessa inköpssynergier inte realiserades som planerat. Det är alltså frågan om en övervärdering av synergieffekterna, men inte nödvändigtvis på det sätt man normalt menar med värdering. Den framtida förväntade kassaflödesökningen till följd av förvärvet verkade enligt alla intressenter rimlig vid förvärvstillfället och många vidhåller denna ställning även nu i efterhand.

Flera analytiker vittnar om att det verkade vara en rimlig affär och marknaden hade liknande tillförsikt då aktien steg åtta procent då affären tillkännagavs. Att denna potential inte uppnåddes kan bero på att man valt en affärsmodell för de sammanslagna företagen som inte var bra och inte utnyttjade fördelarna hos de båda företagen. En annan möjlighet är att det är sannolikheten att den framtida kassaflödesökningen överhuvudtaget skall inträffa som här överskattats. Projektet bar således, enligt detta sätt att se det, högre risk än förväntat, men det nominella beloppet på synergieffekterna verkar inte vara felberäknat, däremot verkar dess möjligheter att realiseras ha överskattats och ledde till att de uteblev helt.

En annan hypotes skulle kunna vara att det just var den minskade flexibiliteten hos Lindex inköpsorganisation som inte klarade av den högre modegraden hos Twilfits produkter. Detta skulle innebära att man på grund av otillräcklig kunskap om försäljningsprocessen gjort felaktiga antaganden som lett till en övervärdering av synergieffekterna.

Värdeförstöringen av Twilfit tycks alltså vara omfattande och det är anmärkningsvärt att årsredovisningarna från Lindex är så hemlighetsfulla. Det finns flertalet tveksamheter för vissa av de redovisade värdena, samma siffra som tas upp för jämförelse året efter stämmer inte med föregående års redovisning, de förändras utan förklaring, vilket är allvarligt för vilket publikt företag som helst.

Dock bör det påpekas att Lindex förvärvar ett komplett fristående företag med 61 butiker (varav 10 är franchise) i januari 2002, men säljer i september 2005 huvudsakligen varumärket, 48 butiker (varav 10 är franchise) och inventarier. Twilfit har alltså under denna tid integrerats i Lindex på ett sätt som gjort att man inte längre är ett självständigt företag och det är inte längre ett komplett företag som säljs vidare. Lindex behåller sex butiker (sju butiker verkar ha lagts ner under perioden) och har spenderat ca 150 MSEK i nominella termer.

Skillnaden mellan köpeskillingarna vid köpet och försäljningen av Twilfit är alltså inte nödvändigtvis jämförbara rakt av. Det är dock tänkbart att de sex butikerna och värdeminskningen av Lindex självt med hänsyn till den omfattande negativa publicitet som omgärdat denna period är av samma storleksordning, vilket i sådant fall skulle göra en sådan jämförelse mer rättvis, eller till och med i underkant av vad som egentligen förlorades på affären.

Den misslyckade integreringen gjorde alltså att man inte längre hade ett självständigt företag i Twilfit, snarare ett företag utan fungerande inköpsorganisation, med inaktuellt sortiment och stora luckor i administrationen. Värdeförstöringen skulle också till stor del kunna hänföras till ett försämrat varumärke hos Twilfit, på grund av att man vant sina kunder vid lägre priser och ett sortiment med lägre modegrad.

För att få reda på mer om de underliggande orsakerna av det uppenbart misslyckade förvärvet krävs en noggrannare analys av de olika faktorerna.

6.3 Värdering

Kassaflödesvärdering i sig är ett erkänt och beprövat sätt att estimerar värdet av ett företag inför förvärv, speciellt i kombination med multipelvärdering. Från teoridelen minns vi att multipelvärdering är den dominerande metoden för denna typ av företagsförvärv eftersom kassaflödesvärdering är förknippat med svårigheter i praktiken. Detta förutsätter dock att multipelvärderingen är förenad med vissa förenklingar och antaganden.

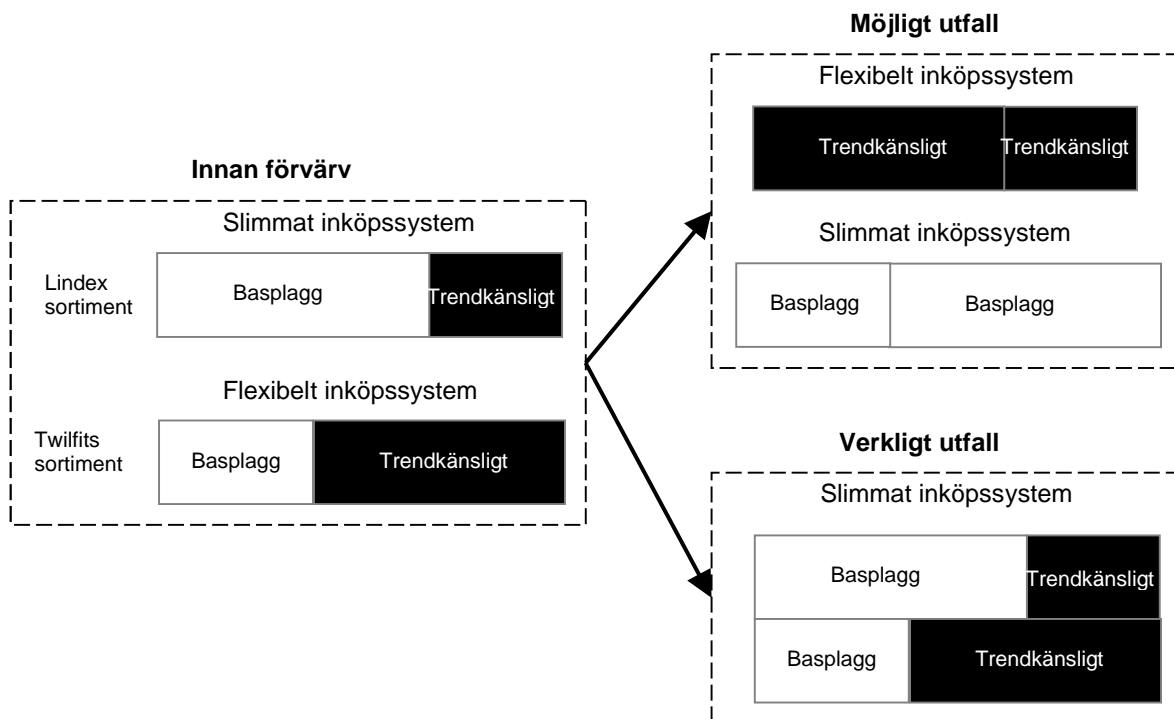
Multipelvärdering, eller jämförande värdering i detta fall är också förenat med ofrånkomliga svårigheter när det gäller att finna jämförbara objekt. Lindex själva anser sig som bekant förhållandevis unika i sin marknadsposition och strategi vilket ytterligare försvårar jämförelser. Ingen av dessa värderingsmetoder ter sig alltså speciellt attraktiva, men är de enda relevanta enligt teorin, då substansvärdering inte lämpar sig i fall som detta med företag som har stabila kassaflöden (Gholamifar, 2005).

Oavsett värderingsmetod finns det erkända formler och modeller att använda för att omvandla de framtida kassaflödena till dagens värde. Även vid multipelvärdering kan man implicit prata om att det är de framtida kassaflödena som värderas genom jämförelse med företag med liknande förutsättningar. Det centrala är alltså att istället värdera de framtida kassaflödena med tillräcklig tillförlitlighet. Det är här som Lindex tycks ha misslyckats med att nå ”tillräcklig tillförlitlighet” i värderingen. Detta kan bero på att man överskattat beloppet av de framtida kassaflödena som investeringen skulle ge eller att man undervärderat risken i investeringen, eller både och.

6.3.1 Affärsmodell

Den affärsmodell som låg till grund för att kunna utnyttja de båda företagen och för att sammanfoga de båda företagens operations beskrivs i empirin genom intervjuerna med företagsledningen. Där uppmanas den önskade situationen efter förvärvet som att man ville inordna hela den del av Twilfit, som inte är utåt slutkunden, i Lindex. Eftersom flertalet aktörer såg samma potential i affären som Lindex själva gjorde när de köpte Twilfit, är själva affärsmodellen en stor möjlig felkälla till varför denna potential inte realiserades.

6.3.1.1 Strategi



Figur 7: Illustrativ bild över potentiella strategier för att uppnå synergier i inköp.

Att inordna Twilfit i den dittills mycket effektiva och slimmade inköpsorganisationen var den viktigaste delen av det man hoppades på att kunna skapa de största synergieffekterna, men det var också, i vår mening, en av de största anledningarna till att allting misslyckades och att stora värden i Twilfit förstördes.

Detta representeras av boxen ”verkligt utfall” i Figur 7 och symboliserar att alla plagg, trendkänsliga eller inte, behandlades av Lindex system som var förhållandevis statiskt och trögrörligt, alltså inte anpassat för plagg med hög modegrad, men däremot mycket kostnadseffektivt. Detta kan vara bra för de basplagg hos Twilfit som dittills köpts in med onödigt hög flexibilitet, vilket gjorde inköpen mer kostsamma för denna kategori av plagg.

Den affärsmodell som valdes bör ifrågasättas utifrån dess effekter. Synergierna i förvärvet ligger i första hand i att inköpsorganisationen kan rationaliseras. Skulle Lindex och Twilfits inköpsorganisationer ha sett likadana ut, hade man sparat pengar genom stordriftsfördelar. Eftersom Twilfits organisation var betydligt mer flexibel och decentraliserad blev effekten att spara pengar dels genom just stordriftsfördelar på den lilla andel varor (omsättningsmässigt) hos Twilfit som inte var speciellt trendkänsliga och dels genom att minska flexibiliteten hos Twilfits varor som hade högre trendkänslighet.

Boxen ”möjligt utfall” representerar istället en operativ modell där man skulle kunna ha tagit de mest trendkänsliga plaggen och använt en motsvarande inköpsprocess som Twilfit haft förut och använt Lindex slimmade inköpsprocess för de plagg med minst trendkänslighet, så kallade basplagg. Det flexibla inköpssystemet skulle sannolikt minska i storlek trots att även vissa av de plagg som fanns i Lindexbutikerna skulle överföras till detta eftersom det fanns mycket få plagg med något högre modegrad i Lindex butiker och något fler plagg i Twilfits butiker som hade förhållandevis låg modegrad.

Framförallt innebär detta ”möjliga utfall” sannolikt en mer effektiv inköpsorganisation för båda företagen, mer flexibel för Lindex och mer kostnadseffektiv för Twilfit. Detta är en lösning som är lik den tidigare beskrivna strategin som ZARA implementerat och drivit framgångsrikt.

6.3.1.2 Skillnader mellan Lindex och Twilfit

De båda företagen skiljer sig åt i sitt affärsfokus, vilket är av stor betydelse för affärsmodellen. För att gestalta detta använder vi oss av Du Pont-modellen i Figur 8, där de faktorer som påverkar avkastningen är indelad i olika grenar. De största skillnaderna återfinns i den rödmarkerade rutan, där Lindex med lägre modegrad fokuserar på att minimera rörelsekostnaderna, främst kostnaden för inköp av varor och den arbetsinsats som krävs vid inköp. Detta gör de eftersom de vill öka intäkterna genom att nå en bredare målgrupp med stora volymer, vilket kräver låga priser och i sin tur låga kostnader. Twilfit å sin sida accepterar en högre rörelsekostnad för att kunna ha högre marginaler hos en smalare målgrupp. För att vårda sitt varumärke kan man här inte ha för låga priser mot kund, utan satsar på att öka vinsten genom att öka försäljningen. Främsta fokus är därför inte att minimera inköpskostnaderna, man är villig att betala för en hög flexibilitet i inköpet eftersom det då går att ta ut detta genom ett högre pris mot kund.



Figur 8: Du Pontmodellen (Burman & Åkerström, 2001)

Utrymmet för dessa två olikheter att samexistera i ett gemensamt företag reducerades drastiskt då Twilfit påtvingades Lindex inköpsorganisation. Att minska flexibiliteten i inköpsprocessen är helt i linje med Lindex strategi för att sänka sina kostnader, men tvärtom Twilfits strategi att i högre grad ta mycket betalt för ”det senaste”, det vill säga: den sortens plagg som kräver flexibla inköpsprocesser. Det verkar som att Lindex utgick från hur deras företag skulle ha hanterat förluster i sin egen affärsmodell, det vill säga genom att titta på kostnadssidan och se vad som kan göras där.

I Twilfits fall hade det istället varit mer lämpligt att titta på intäktssidan och se vad som skulle kunna göras för att få en ökad försäljning. Det spelar ju ingen roll om Twilfit skulle lyckas sänka sina inköpskostnader om försäljningssiffrorna ändå fortsätter vika.

	Lindex	Twilfit
Kunder	Mediokert modekänsliga "vanliga" förvärvsarbete kvinnor	Modekänsliga köpstarka självständiga förvärvsarbete storstadskvinnor
Value drivers	Effektiv inköpsorganisation, låga priser, hög kvalitet	Flexibel inköpsorganisation, hög modegrad, service, hög kvalitet
Fokus	Processfokus	Marknadsfokus

Figur 9: Analys av skillnaderna mellan Lindex och Twilfit i matrisform.

6.3.2 Implementering

Integrationen av Twilfit och Lindex sågs av olika intressenter på olika sätt. Tydligheten i Lindex avsikter och strategi vid förvärvet tycks otillräcklig både internt, mot de anställda och externt, mot marknaden; mest anmärkningsvärt är att detta tycks grunda sig i olika synsätt i den styrelse som då fanns i Lindex samt dess ledning. Jörgen Johansson, dåvarande VD för Lindex, såg integrationen som att de båda företagen skulle ha självständig marknadsföring, men samarbeta tätt i de bakomliggande funktionerna. Tommy Persson, dåvarande Styrelseledamot i Lindex, såg istället integrationen som att Twilfit skulle inordnas i Lindex och samtidigt på butiksgolvet stod bland annat Anna, en av Twilfits butikschef, och upplevde att Lindex "förtantigade" sortimentet och att de tog över alla inköp, något man tidigare bestämt på butiksnivå. Det var nu bara antalet plagg av varje typ man hade inflytande över.

Det tycks alltså som att VD:ns avsikt med förvärvet inte till fullo delades av alla intressenter och att resultatet skilde sig från de olika beslutsfattarnas avsikter, kanske delvis som följd av att de inte var helt samstämmiga, men även med deras något divergerande integrationsplaner stod det efteråt klart att man inte hade det resultat som ledningen försökt genomdriva. Tidigt efter förvärvet ägt rum blev Twilfits VD, Åsa Gabrielsson, uppsagd från sin tjänst på företaget. Tillsammans med åtta höga chefer från Lindex, VD:n för Lindex och ytterligare 30 anställda från Twilfit lämnade hon det gemensamma bolaget, vilket stärker de teorier om ökad personalomsättning som presenterats i teoriavsnittet.

Jörgen Johansson på Lindex ville få in Lindexmänniskor för att överföra tankesätt och rutiner på det förvärvade bolaget. Utfallet av detta blev först och främst att flera personer med gedigen kunskap om Twilfit och dess verksamhet försvann och in kom istället nya personer som inte förstod vilka av Twilfits delar som bidrar till företagets värdeskapande. Trots att detta ledde till ett misslyckande i form av lägre modegrad och sämre kvalitet på kläderna, med förlust av kunder som följd (Anna, Butikschef Twilfit) så anser Jörgen Johansson (2006-12-10) att Lindex borde ha agerat snabbare och tagit in ännu fler personer från Lindex in i Twilfits ledning för att uppnå ett mer lyckat resultat med förvärvet.

I termer av kulturstrategi kan detta ses som att ledningens avsikt var att låta de inblandade företagens kulturer vara separerade för att kunna bibehålla två olika sorters kunder hos två olika företag, dock ville man att de båda företagen skulle samarbeta i de administrativa leden.

En sådan strategi kallas för en separerande kulturstrategi. Styrelsen å andra sidan verkade ha som strategi att påtvinga det köpta företaget köparens kultur, vilket också var det som skedde. En så kallad tvingande kulturstrategi. Detta pekar på att en man inte enades om en uttalad kulturstrategi innan implementeringen påbörjades.

En sådan här mellanvariant må vara gångbar då det är fråga om perifera verksamhetsdelar, utanför kärnkompetensen, som i annat fall skulle kunna köpas in från andra företag. Istället är det då en naturlig lösning att dela detta kostnadsställe med ett moder-/systerbolag och därigenom behålla kompetensen inom koncernen. Att på detta sätt stycka av en del av kärnverksamheten och inkorporera den i ett annat företag kan bero på att man inte räknade den som kärnverksamhet eller att man var allt för övertygad om detta företags kompetens inom området.

6.3.2.1 Kulturella skillnader

Från intervjuer med Lindex tidigare VD Jörgen Johansson och med Butikschefen Anna, från Twilfit, framgår att de båda företagen hade vitt skilda kulturer och olika syn på sin affärsverksamhet. De olika kulturerna var tydliga även från utsidan. Även analytikern Åsa Mossberg från Kaupthing trodde att de båda företagen var i grunden olika i sina kulturer ”Twilfit verkade mer modernt, det var lite som Alingsås mot Stockholm. Lindex var från landet.”, säger hon.

Jörgen Johansson ser redan det faktum att de var från olika städer som en källa till missförstånd och ovilja att samarbeta, något som troligtvis inte beror på speciellt oförståeliga dialekter, utan snarare att de båda företagen både var så starkt förknippade med sin respektive region och alla de fördomar som kommer med det, men också att de själva såg stor stolthet i detta och identifierade sig själva på det viset. Möjligtvis sågs förvärvet som att Göteborg/Alingsås förvärvade en del av Stockholm. Företagens historia tycks också ha verkat på ett splittrande sätt, att Lindex hade flera lönsamma år bakom sig och att Twilfit haft några mindre bra förstärkte snarast känslan av att ”vi köper er”, det vill säga att det skapades en känsla av klasskillnad mellan de båda företagen.

Det är tänkbart att den omdaning som skedde i Twilfit orsakade stora motsättningar mellan dess personal och personalen i Lindex. Inköpsbesluten som tidigare legat hos butikspersonalen för de olika butikerna centraliserades nu till Alingsås och minskade därigenom butikspersonalens inflytande. Man kunde från butikerna endast bestämma vilka kvantiteter man skulle ha. Beslutsutrymmet tycks ha minskat drastiskt och det pekar också det stora manfallet från Twilfits sida på. Ett decentraliserat Twilfit med mycket beslutsfattande långt ut i organisationen verkade inte trivas som en del av ett centraliserat, toppstyrt Lindex med rationaliseringsambitioner.

Den metodik för att utvärdera kulturella skillnader som används av Accenture innehåller en omfattande studie av ett antal parametrar. Utfallet av en sådan studie baseras mycket på kvantitativa studier bland personalen och sådana ambitioner ryms inte inom ramen för denna uppsats, men för att bringa ordning i de insamlade intrycken från de intervjuer och den datainsamling som gjorts här använder vi samma parametrar.

Command/Control Environment Directive: Hard-nosed decision-making					Open/Inclusive Environment Values decision participation, teamwork, trust, and open sharing of information
All Business Pragmatic; Bottom-line focus					Idealistic and Value Driven Committed to values and higher meaning
Bureaucratic Conventional: Hierarchy is important. A conservative approach is valued; Experimentation is discouraged and innovation is stifled					Entrepreneurial Experimenting is valued; Innovation is encouraged; Positions and titles mean little
Inwardly Focused and Slow Moving Deliberate: Late to market with new products and internally focused					Externally Aware and Action Oriented Externally focused; Sees changing market and swiftly adapts
Not focused on Finances De-emphasizes financial performance; Poor results; Relaxed pace and environment					Financially Focused Focused on financial performance; Strong results; Employees informed of financial data; Pressured environment
Reactive, Expedient Tolerates "good enough": Focused on short term					Quality and Long-term Focused Committed to excellence, learning and effective systems

Figur 10: Illustrativt diagram över hur Lindex skiljer sig från Twilfit kulturellt (Twilfit är norm), baserat på de parametrar Accenture använder för sin Cultural Value Analysis, dock drastiskt förenklat.

Här påvisas den största skillnaden mellan de båda företagen som den statistiska trögrörligheten hos Lindex, nära kopplat till inköpsorganisationen. Den sjätte parametern, som behandlar långsiktighet och noggrannhet finns det inte tillräckliga data för att utvärdera, dock anses de övriga parametrarna ge en sammantaget god bild av den kulturella skillnaden mellan de båda.

6.3.2.2 Genomförande

Det råder delade meningar om vad som egentligen var det som utlöste beslutet att förvärva Twilfit. Kanske var det möjligheten att kunna realisera synergier inom inköp, eller var det ett panikköp som skulle förhindra någon konkurrent att lägga beslag på de exklusiva butikslägena i Stockholmsområdet? Eller det var kanske möjligheten för Lindex att kunna stärka sig på Stockholmsmarknaden som Jörgen Johansson själv uppgav som en av anledningarna. Frågan kvarstår i sådana fall varför inte fler Twilfitbutiker gjordes om till Lindexbutiker. Ett annat alternativ hade varit att dela upp butiksytorna för att rymma ett bredare utbud i samma lokaler.

Som nämnts i teoriavsnittet så har lyckade förvärv visat sig innehålla en öppen och intensiv kommunikation mellan de anställda och företagsledningen. Ärlighet med klara besked om framtidsplaner, syften och mål med förvärvet har bidragit till att få en lyckad integration företagen emellan. I detta fall saknades mycket av detta, kanske på grund av att det inte fanns någon enhetlig strategi att förmedla men kanske också för att Lindex ledning inte hade förmågan att förmedla strategin, ut till varje anställd i varje enskild butik.

Som tidigare beskrivits hade Jörgen Johansson själv, om han hade fått gå tillbaka i tiden och ändra förloppet, velat vara bättre på att kommunicera fördelarna med förvärvet till sina anställda. Han hade också velat byta ut fler personer i Twilfits ledning, istället för att bara tillsätta en VD från Lindex. Detta tycks också vara en märklig ståndpunkt som insinuerar att affären hade lyckats bara Twilfit hade tvingats in i Lindex struktur med en ännu fastare hand. Det kan dock tyckas att bristerna i förvärvet istället var att Lindex valde att inte lyssna på Twilfit och tillvarata dess värdedrivare.

6.3.2.3 Företagens värdedrivare

I empiriavsnittet presenterades vad vi anser vara respektive företags värdedrivare. Vad kan sägas om det nu gemensamt ägda bolaget? Vilka unika egenskaper skulle göra Twilfit och Lindex till en lönsam och starkt växande företagskoncern? Genom att låta företagen var för sig utveckla sina styrkor och med hjälp av det andra företags, möjligtvis kompletterande styrkor, eliminera det egna företags svagheter, tror vi att förvärvet hade kunnat bli lyckosamt. Twilfit hade kunnat bygga vidare på sitt starka varumärke inom branschen som förmedlar kvalitet, erfarenhet, kundnärlighet och service. Från Lindex kunde de fått en ökad kostnadsmedvetenhet, effektivare distributionskanaler, marknadsföring och administration.

6.4 Lindex förvärv av Twilfit mot tidigare genomförda studier

I fallet med Lindex och Twilfit skulle en möjlig orsak till att inte företagskulturen togs upp som ett tänkbart problem innan köpet vara att detta inte förväntades kunna vara ett problem. Det var ingen som förväntade sig att det skulle finnas så omfattande skillnader mellan två företag verksamma inom samma bransch i samma land.

I fallet med Lindex och Twilfit så borde naturligtvis ledningen i Lindex ha förändrat sin strategi, om inte före förvärvet så absolut under integrationen då det borde ha stått klart att Twilfit hade en mycket flexibel inköpsmodell som, utan denna flexibilitet, skulle leda till ett försämrat utbud av kläder för kunder som är mycket känsliga för just detta. Såsom Galpin och Herndon (2000) skriver så bör det förvärvande bolaget lära sig om det förvärvade bolagets styrkor och svagheter under tiden som integreringen pågår, något som uppenbarligen inte gjordes. Vidare ger deras undersökningsresultat stöd för våra upptäckter att kulturen är en av de kritiska faktorerna som ofta underskattas vid synergivärdering och -realisering, något som också beskrivs i teoriavsnittet.

Då det visat sig att förvärven varit mer lyckosamma i de fall då det förvärvande bolaget haft fler kandidater att välja bland så kan en anledning till att förvärvet av Twilfit inte gick som det var tänkt alltså ha varit att Lindex inte hade några andra kandidater vad vi vet vid den tidpunkt då förvärvet genomfördes (Hulthén & Selguson, 2003).

En av anledningarna för att förvärvet genomfördes ska ju ha varit att eliminera risken för att en konkurrent till Lindex skulle köpa dem istället vilket stöder Fredriksson och Kristoffersson (2000) undersökning att det i många förvärvssammanhang tas förvärvsbeslutet baserade på intuition och känsla från företagsledarnas sida istället för på rationell fakta. Detta ökar också risken för att förvärvet ska misslyckas.

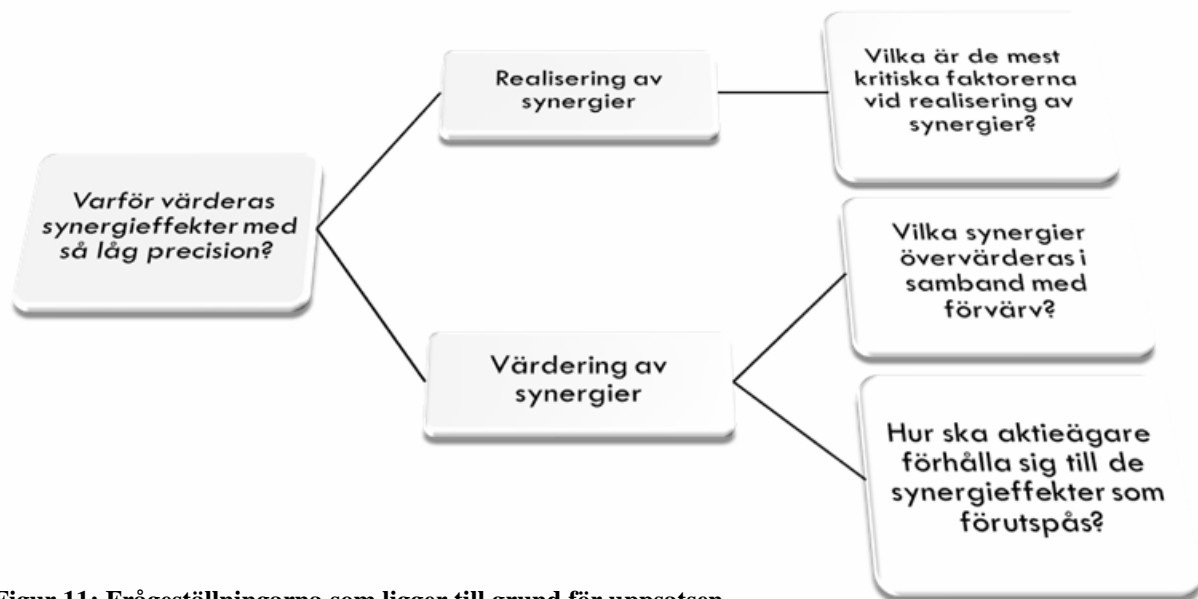
Då integrationen visat sig vara den viktigaste delen av förvärvet enligt de undersökningar som vi tagit upp i teoriavsnittet så hade inte Lindex ledning ett bra utgångsläge med tanke på saker som tagits upp i stycket ovan. Med tanke på vilka utmaningar VD Jörgen Johansson stod inför efter förvärvet så ser det i efterhand ut som att integrationen underskattades väsentligt.

Enligt Galpin och Herndon (2000) så ska personal på så låg nivå som möjligt vara med och utforma samt driva integrationen och därmed realiseringen av synergierna. Personer från Twilfit hade med stor sannolikhet kunnat bidra till en mer framgångsrik integration genom att låta så många som möjligt i företaget vara delaktiga i integrationen. Lindex hade dock med en mer toppstyrd och centraliserad organisation haft svårare för detta. Vi tror dock ändå att en modell med arbetsgrupper bestående av personer från båda företagen, med målsättningen att förstärka värde drivare hos respektive företag, hade varit framgångsrik.

Att flera höga chefer försvann från Twilfit väldigt tidigt efter förvärvet är i sig inget ovanligt i samband med förvärv men det ger naturligtvis upphov till en rad problem, inget undantag i detta fall. Chefer från Lindex tog ju också över flera platser i Twilfits ledning i samband med detta vilket skapar ännu större oordning och förvirring bland de anställda i Twilfit. Enligt Forbes (2006) så är en framgångsrik modell att försöka åstadkomma största möjliga verkan med minsta möjliga förändring, något som Lindex i och med detta misslyckades rejält med. Jörgen Johansson skulle trots detta velat se ännu fler personer från Lindex i ledningen för Twilfit om han hade fått tillfälle att göra om förvärvet. Något som enligt oss är en felaktig bedömning.

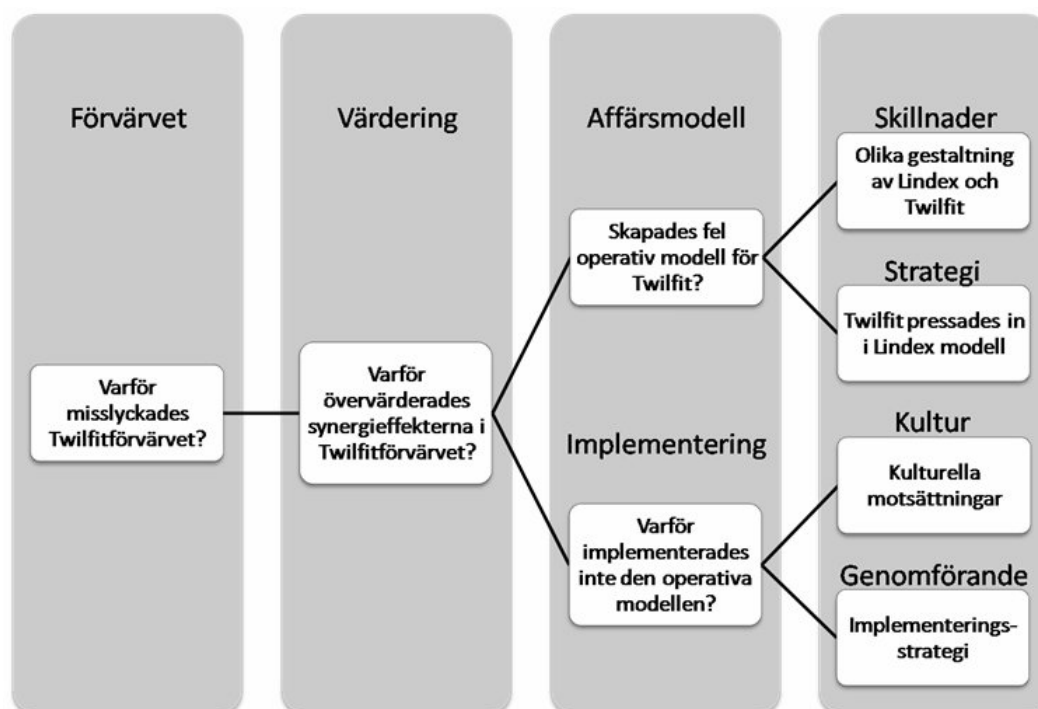
Gancel et. al (2002) skriver ju också att företagsledare är mer bekväma med att diskutera tekniska frågor i samband med förvärv, jämfört med de mer mjuka, såsom kulturella skillnader och så vidare. Butikschefen Åsa på Twilfit som vi intervjuat vittnar också om att Twilfits kultur är mer präglad av mjukhet jämfört med den mer stela och ytliga miljö som fanns på Lindex där hon arbetade tidigare. Denna skillnad i kultur bidrog säkerligen också till att det ”gemensamma språk” som enligt Gancel et. al (2002) krävs för att få till en bra kommunikation inte fanns och därmed både försvårade kommunikationen och försämrade ledarskapet.

7 Slutsatser



Figur 11: Frågeställningarna som ligger till grund för uppsatsen.

Frågeställningarna i Figur 11 har analyserats i denna uppsats och de svar vi funnit kommer att redovisas nedan. Då fallstudien analyserades utefter dessa frågeställningar framträdde ett orsakssamband, det återstod sedan att finna de underliggande orsakerna till detta, eftersom vi försökt få reda på varför förvärvet misslyckades. Resultatet av detta gestaltas i Figur 12 där den utökats från analysen till att innehålla ett djupare orsaksled.



Figur 12: Orsakssambandet mellan utfallet av förvärvet i fallstudien och dess kritiska faktorer.

Slutsatsen som kan dras från analysen är att om Lindex hanterat förvärvet av Twilfit på ett annorlunda sätt än vad man gjorde så hade utvecklingen kunnat bli mycket positiv för båda företagen. Lindex var duktiga på kostnadssidan och Twilfit var bra på att bygga varumärke och att kunna ta betalt för sina varor.

Twilfit hade en flexibel inköpsorganisation som var mycket kundmedveten. Lindex å andra sidan var duktiga på att skapa stordriftsfördelar och få ner kostnaderna vid inköp. Det såg ut som att företagen skulle kunna komplettera varandra bra.

Då det gäller varumärken så torde det mest effektiva sättet att utveckla ett varumärke vara genom att förstärka dess attribut. Twilfit borde tjänat på att ytterligare höja sin servicegrad, utöka med mer personal i butikerna, ha mer exklusiva underkläder med hög kvalitet, ha lyxigare inredda butiker och högre flexibilitet i inköpsförfarandet för trendkänsliga plagg.

Lindex å andra sidan borde ha jobbat med att ytterligare effektivisera sina distributionskanaler, hålla en jämn och lagom kvalitet på sina underkläder (till ett lägre pris än Twilfit), ha funktionellt inredda butiker (som H&M har lyckats bra med) och satsa på mamma-barn-konceptet ytterligare. Istället för att genomföra dessa förstärkningar av redan inarbetade positioneringar så närmade sig de två företagen varandra, blev mer lika positionerade och konkurrerade helt enkelt med sig själva.

7.1 Vilka är de mest kritiska faktorerna vid realisering av synergier?

Svenska företagsledningar förbiser ofta den mjuka delen av integrationen och precis som Gancel et. al (2002) skriver så är företagsledare ofta mer bekväma med att diskutera de tekniska frågorna i samband med förvärv än de är med exempelvis företagskultur. Ett förvärv är precis som ett inköp av en maskin till en industri en investering, med den skillnaden att ett företagsförvärv kommer att innebära att nya människor ska samarbeta och att två kulturer ska integreras med varandra och företagsledningen måste våga ägna största delen av den tid och energi som läggs i samband med förvärvet på denna del av detsamma. De faktorer som från analysen framkommit som viktigast är:

- Kultur, att kulturella skillnader uppmärksammas
- Affärsplan, att värdedrivarna i de båda företagen tillvaratas och utvecklas samtidigt som kundfokus bibehålls
- Kärnkompetenser, att man lyckas hålla kvar nyckelpersoner i företaget
- Tydlighet och ledarskap, att man framförallt internt lyckas kommunicera mål och syfte med förvärvet och enar företagen bakom dessa

Även i detta fall så var det de kulturella skillnaderna som inte uppmärksammades, samt att Lindex ledning förbisedde den kärnkompetens och de faktorer som under många år tillfört mest värde till företaget Twilfit, nämligen deras kunskap om kunderna, kundernas behov och på det sätt som de hade lärt sig att hantera denna information genom att ha en smidig och flexibel inköpsprocess. En annan affärsmodell skulle kunna ha tagit tillvara på denna kunskap på ett bättre sätt.

För att kunna realisera de förutspådda synergieffekterna krävs planering, struktur, ledarskap och kommunikation. Till detta kommer att personer på nyckelpositioner i de båda företagen antas stanna kvar efter förvärvet för att genomdriva de nödvändiga förändringarna, att inget oförutsett händer på marknaden och att företagets målgrupp kan identifiera det nya företaget och stanna kvar som kunder.

För att kunna realisera synergier krävs också en väldigt tydlig strategi, satt tidigt i förvärvsprocessen, med tydliga mål och syften. Strategin måste också tydligt, av företagsledningen i första hand och därefter nedåt, implementeras och följas upp. Det vill säga, en tydlig och rak ledning som kommunicerar budskapet om förvärvets syfte till de båda företagens anställda. Ytterligare något som är av yttersta betydelse är att integrera de båda företagen med hjälp av gemensamma grupper som arbetar med att förstärka de värdedrivare som identifierats i de båda företagen. På så sätt kan företagen plocka det bästa av varandra utan att de för den skull eliminerar den andres styrkor.

7.2 Vilka synergier övervärderas i samband med förvärv?

De särdrag som sticker ut bland företagsförvärven i de studier som genomförts både i denna uppsats och i tidigare undersökningar har vi sammanfattat som:

- De med kulturella gap
- De som försöker bli Separerande och Tvingande på samma gång
- De där kärnverksamheterna integreras trots att värdedrivarna är olika

Precis som i de tidigare studier vi undersökt har även vi kommit fram till att kulturen är central för integrationsprocessen i den fallstudie som analyserats. Dessutom är detta en av de faktorer som också ofta förbises av beslutsfattarna vid förvärv. Företag med kulturella gap är överrepresenterade bland de fall där synergier övervärderats.

En annan grupp som tycks överrepresenterad är de företag som integreras enligt en kulturstrategi, enligt teoriavsnittets definitioner, som är *Separerande* och *Tvingande* på samma gång. Speciellt är detta tänkbart när det är just delar av kärnverksamheten (inköp) som integreras med ett annat företag då man samtidigt försöker hålla verksamheterna åtskilda. Detta blir således en hypotes för framtida studier att pröva.

7.3 Hur ska aktieägare förhålla sig till de synergieffekter som förutspås?

Aktieägare reagerar generellt negativt på nyheter om att det bolag de äger aktier i ska förvärva ett annat. Detta stöds av utfallet från förvärvet av Twilfit, trots att detta var ett förvärv där förutsättningarna verkade exceptionellt goda vilket också visades genom marknadens initiala reaktion då kursen gick upp åtta procent vid tillkännagivandet av affären.

Vår studie har visat att själva bedömningen av synergieffekternas potentiella belopp inte behöver vara felaktig men däremot att sannolikheten för att lyckas realisera dem var det, det vill säga risken med förvärvet. För att realisera dem i vår fallstudie krävdes mer än företagsledarna trodde och visar hur felaktiga implementeringsstrategier och arroganta affärsplaner kan få förödande konsekvenser.

En slutsats man kan dra av detta resonemang torde vara att aktieägare bör ta reda på om det förvärvande företaget har någon plan för dels hanteringen av företagskulturerna och dels för själva integrationen. Denna plan ska finnas redan innan förvärvet och visa om det är kärnverksamheten som förväntas ge upphov till synergieffekter, varvid man i sådana fall bör värdera de eventuella synergieffekterna med extrem försiktighet.

De två viktigaste delarna att beakta är således:

- Förutsättningar för synergier, det måste finnas en naturlig passform och om företagen har olika verksamheter kan denna aspekt av företagen inte slås ihop utan vidare
- Realiseringen, det bör finnas en plan för vilken kultur företaget ska sträva efter och en plan för hur integrationen ska gå till redan i förväg

En aktieägare bör alltså själv ta ställning till huruvida de synergieffekter som förutspås av företagets ledning är realistiskt bedömda eller färgade av egenintresse för att motivera affärens genomförande.

7.4 Kan synergieffekter förutspås?

I det allmänna fallet så kan det sägas att undersökningarna visar att synergierna övervärderas. Detta behöver dock inte vara hela sanningen då det istället kan vara så att företagsledarna inte lyckas realisera de möjliga synergier. Det skulle lika gärna kunna vara så att det förvärvande bolaget undervärderade den egentliga synergipotentialen, men att det med just dessa personer vid rodret stannar på en blygsam nivå, långt under nivån för de tänkta synergieffekterna. De synergier där detta tycks vara svårast är vid sådana förvärv där kulturerna i de båda företagen skiljer sig åt och tycks bli allt svårare ju mer synergier är avhängiga av de anställdas förmåga att samarbeta över företagsgränserna. Slutsatsen blir att synergieffekter kan och bör förutspås men att planen för att realisera dem bör granskas kritiskt och värderas med stor försiktighet.

7.5 Rekommendation till fortsatta studier

Denna uppsats har undersökt ett förvärv som misslyckades med att generera ett positivt aktieägarvärde. Utifrån detta så har slutsatser som besvarat de frågeställningar som sattes upp i problembeskrivningen dragits.

För att ytterligare bidra till att utvidga kunskapen i detta ämne tycker författarna att det vore intressant att analysera andra förvärv inom detaljhandelsbranschen eller snarlika branscher där utfallet varit mer lyckosamt. Om de delar av integrationen som vi här ansett vara förbisedda och undermåliga där hanterats annorlunda går det att dra fler slutsatser om dess effekter.

I denna uppsats har vi visat på den svårighet som uppkommer då två verksamheter ska integreras helt eller delvis och samtidigt behålla skiljda kulturer. När det är kärnverksamheten som detta gäller och framförallt när det sker i syfte att utvinna synergier, kan det sägas vara en nyfunnen hypotes att förvärv löper hög risk att misslyckas. Denna bör utforskas vidare för att se under vilka förutsättningar och på vilka marknader den gäller.

Referenser

- Andersson Daniel, Jansson Bengt, Winroth Carolina (2003), *Efter förvärvet – En studie av 11 viktiga faktorer i integrationsprocessen vid svenska nationella företagsförvärv*, Magisteruppsats i företagsekonomi, Redovisning och finansiering, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
- Andersson H.P. Naucmér (1996), *Offentliga Bud i Sverige 1985-1995*, Uppsats från Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
- Athlei Markus, (2002), *Fusioner och Förvärv inom Bilindustrin*, Seminariearbete i D-nivå, Kostnad och Intäktsanalys, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
- Bjurman Emma & Åkerström Jenny (2001), *Analys av företag med hjälp av OLAP*, Luleå Tekniska Universitet
- Björk Lennart & Räisänen Christina, (1996), *Academic Writing: A University Writing Course*, Lund: Studentlitteratur. ISBN 91-44-60501-3
- Brouthers Keith D., (1998), If most mergers fail –Why are they so popular?, *Long Range Planning Vol. 31*
- Bryman Alan, (2001), *Samhällsvetenskapliga metoder*, Malmö, Liber. ISBN 91-47-06402-1
- Börjesson L., (September 2006), Företagsledare anser inte att fusioner och förvärv ger väntat värde, *Accenture*
- Campbell Andrew & Goold Michael, *Synergy – Why links between business units often fail and how to make them work*, Oxford: Capstone. ISBN 1-9000961-57-1
- Cartwright Sue & Cooper Cary L., (1996), *Managing Mergers and Acquisitions & Strategic Alliances – Integrating people and cultures*, Manchester School of Management, University of Manchester Institute of Science and Technology, Butterworth – Heinemann, ISBN 0 7506 2341 1
- Chanmugam Ravi, Anslinger Pat, Park Milyae (Juli 2004), Post-merger integration myths versus high-performance realities, *Accenture Outlook*
- Damodaran A., (1994), *Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance*, Wiley, New York
- Dutra Ana, Peters Donna L., Dailey Jill S. (April 2006), Driving speed to value from an M&A growth strategy: Establishing an in-house merger integration capability, *Accenture Outlook*
- Dutra Ana, Peters Donna L., Dailey Jill S. (2006), The growth machine; Why it pays to build an in-house M&A capability, *Accenture Outlook*
- Ehn Ann-Charlotte & Stacke-Barkman Cecilia, (2005), *Att växa organiskt eller genom förvärv – En studie av tre banker*, C-Uppsats i företagsekonomi, Extern redovisning och Företagsanalys. Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
- Eliasson Annika, (2006), *Kvantitativ metod från början*, Studentlitteratur, Lund. ISBN 91-44-04594-8
- Eriksson Lars Torsten & Wiedersheim-Paul, Finn, (1989), *Att utreda och rapportera*. Upplaga 3:1. Malmö: Daleke Grafiska AB

Eriksson Lars Torsten & Wiedersheim-Paul Finn, (1999), *Att utreda, forska och rapportera*.
Upplaga 3:1. S Sandby: Liber Ekonomi. ISBN 91-40-30919-3

Forbes Steve (April 2006), *New Strategies in Merger Planning and Merger Integration*,
Accenture, New York

Gancel Charles, Rodgers Irene, Raynaud (2002), *Successful Mergers, Acquisitions and
Strategic Alliances: How to bridge corporate cultures*, McGraw-Hill, London

Gholamifar Omid, Källberg Christoffer, Zadig Carl-Sebastian (2005), *Värderingsmetoder ur
ett Private Equity-perspektiv*, C-Uppsats i företagsekonomi, Ekonomihögskolan vid Lunds
Universitet

Gripenberg Pia & Kempe Jessica (2005-06-20), *Mycket oklart kring försäljningen av Twilfit*,
Dagens Nyheter

Gripenberg Pia (2004-12-06), *Lindex vill ta revansch*, *Dagens Nyheter*

Hallén Marika, (2003), *Telias uppköp av Sonera – ett lyckat förvärv?*, Magisteruppsats i
företagsekonomi, Kompetensgruppen i Industriell och Finansiell Ekonomi. Handelshögskolan
vid Göteborgs Universitet

Herd Tom, Saksena Arun K., Steger Terry W. (Maj 2005), *Delivering merger synergy: A
supply chain perspective on achieving high performance*, *Accenture*

Holme I. M., & Solvang B. K., (1997), *Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa
metoder*. Lund: Studentlitteratur. ISBN 91-44-31741-7

Hulthén Andreas & Selguson Kim (2003), *Fusioner och förvärv – Vägen till framgång*, D-
uppsats, Ekonomiska institutionen vid Linköpings Universitet

Larsson Rikard (1991), *Barriers to Acculturation in Mergers and Acquisitions: Staretig
Human Resource Implications*, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Larsson Sara, (2004-09-05), *Felbeställda vårbyxorna ett ödesdigert misstag*, *Svenska
Dagbladet*

Lindvall Joakim & Thorsén Elisabeth (2003), *Värdeskapande förvärv – den dynamiska
uppköpsmodellen*, D-uppsats i företagsekonomi, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Lundahl U & Skärvad P-H, (1982), *Utredningsmetodik för Samhällsvetare och Ekonomer*.
Lund: Studentlitteratur. ISBN 91-44-43371-9

Nilsson Sofia & Svedblom Sofia (2002), *Motiv till företagsförvärv – En fallstudie av Lindex
förvärv av Twilfit*, D-uppsats i företagsekonomi, Redovisning och finansiering,
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Olofsson Stefan, Wallgren Jonas, Öhlin Henrik (1999), *Motiv bakom uppköp – Synergi,
Agency eller Hybris*, D-uppsats i finansiell Ekonomi, Nationalekonomiska Institutionen,
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Orrbeck, Martin, (2006), *Företagsförvärv I praktiken*, Danmark: Studentlitteratur. ISBN 91-
44-01447-3

Outlook, Issue 2, (2006), *Accenture Magazine for High Performance*

Peters Thomas J. & Waterman Jr. Robert H (1982), *In Search of Excellence – Lessons from America's Best-Run Companies*, Harper & Row, Publishers, New York

Schweiger D.M & Goulet P.K, (2000) *Integrating Mergers and Acquisitions: An International Research Reveiw, Advances in Mergers and Acquisitions, Vol 1*

Shill Walt (2006), Five “Lies” That Executives Tell During a Merger, *Accenture*

Sudarsanam S., Holl P., Salami A., (1996), *Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure, Journal of Business Finance and Accounting, Vol.23, no. 5-6*

Torp Jens Erik, Soderberg Anne-Marie, Gertsen Martine Cardel, (1998), *Cultural Dimensions of International Mergers and Acquisitions*, Walter de Gruyter – Berlin – New York

Internet

Accenture, www.accenture.com, accessdatum 2006-12-15

Dagens Industri (DI), www.di.se, accessdatum 2006-11-17

Svenska Dagbladet (SVD), www.svd.se, accessdatum 2006-11-17

Förvärv och Fusioner, www.forvarv-fusioner.nu, accessdatum 2006-11-05

Svenska Akademin, www.svenskaakademin.se, accesdatum 2006-11-05

Muntliga källor

Oberoende: Analytiker A, anställd på erkänd analytikerfirma. Anonymiserad på egen begäran. Intervju 2006-12-04.

Rasmus Engberg, Analytiker, Handelsbanken Capital Markets. Intervju 2006-12-04.

Kerstin Danasten, Reporter/Analytiker, Affärsvärlden. Intervju 2006-12-07.

Åsa Mossberg, Analytiker, Kaupthing Bank. Intervju 2006-12-07.

Lindex: Hans Johansson, före detta VD för Lindex, VD under tio år tills strax innan förvärvet. Intervju 2006-12-03.

Tommy Persson, före detta Styrelseledamot, Lindex, Styrelseledamot under förvärvet. Intervju 2006-12-08.

Jörgen Johansson, före detta VD för Lindex, initiativtagare till och VD under förvärvet. Intervju 2006-12-10.

Twilfit: Anna, Butikschef, Twilfit, Butikschef under förvärvet. Anonymiserad på egen begäran. Intervju 2006-12-20.

Helen, Butikschef, Twilfit, Butikschef under förvärvet. Anonymiserad på egen begäran. Intervju 2007-01-04.

Språkbruksreferens

Svenska Språknämnden, (2001), *Svenska Skrivregler*. Uppsala: Almqvist & Wiksell. ISBN 47-04974-X

Appendix

Frågor om förvärvet av Twilfit

Motiv/Förutsättningar:

1. Vilka var de största skillnaderna mellan Lindex och Twilfit, framförallt gällande integrationspåverkande faktorer (intern organisation, logistik, produktstruktur, etc.)?
2. Fanns det några kulturella skillnader? Vilka?
3. Vilka var de starkaste motiven till förvärvet av Twilfit?
4.
 - a) Vilka faktorer togs med i beräkningen av framtida synergivinster av förvärvet?
 - b) Användes någon särskild modell för att bedöma värdet av framtida synergier?
5. Inom vilka områden förväntades synergieffekter uppkomma?
 - a) Inköp (större orderkvantiteter, mer prioriterade bland tillverkare, färre anställda totalt sett på inköp mm)
Prognostisering av försäljning
 - c) Organisation i allmänhet
 - d) Know-How
 - e) Finansiellt
 - f) Ledning/styrningsfunktioner
 - g) Övriga synergiområden?

Utfall

6. Var förvärvet av Twilfit var ”lyckat”, dvs. i linje med förväntningarna?
7. För vilka av de förväntade synergieffekterna blev utfallet som förväntat?
8.
 - a) Vilka av de förväntade synergieffekterna uteblev helt eller delvis?
 - b) Av vilken/vilka orsak/er blev det så?
9. Vilka svårigheter verkade vara störst under förvärvet av Twilfit och vad berodde dessa på?
10. Hur stor inverkan hade de olika företagskulturerna på förvärvets utfall?