



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Företagsekonomiska institutionen

Inriktning mot Management

HT-12

Hur gick det egentligen?

En explorativ studie i hur man inom M&A utvärderar vad som är ett lyckat förvärv

Kandidatuppsats

Författare: Kristina Halovanic, 720522






Andreas Szalkowski 820725



Handledare: Martin Selander

Sammanfattning

Det är svårt att hitta en artikel eller bok som behandlar förvärv utan att finna siffror som visar att uppköp av företag är en mycket riskfull tillväxtstrategi. Någonstans mellan 50 till 90 % av alla förvärv misslyckas enligt den ”allmänna uppfattningen” men vad som ligger bakom siffrorna är oftast bristfälligt redovisat. Syftet med uppsatsen är därför att undersöka hur de parter som är involverade vid ett förvärv utvärderar vad som är ett lyckat förvärv och hur de mäter förvärvsprestation. Vi har i ett andra steg reflekterat kring de utvärderingsmetoder som är vanligast förekommande; både kring hur de har använts och vilka slutsatser kring företagsprestation som parterna har kommit fram till baserat på utvärderingsmetoden. För att besvara syftet har vi genomfört intervjuer med några nyckelspelare inom förvärv samt studerat rapporter som handlar om förvärv och där en utvärdering av förvärvsprestationen har beskrivits. Slutsatserna visar att överlag så har utvärdering av förvärvsprestation dominerats av finansiella mått, vilka stått mer eller mindre oantastliga trots att de utgör ganska trubbiga instrument och inte tar hänsyn till vilka motiv som ligger bakom förvärvet. Utifrån samma teorier så är aktieägaren den främsta mottagaren av värdeskapande vilket vi ifrågasätter med tanke på att aktieägarna och företaget kan ha olika motiv och tidsperspektiv med värdeskapandet. Det råder en diskrepans mellan företagets uppskattning av sina förvärv och resten av parterna inom M&A vilket förmodligen delvis förklaras av att motiven saknas i majoriteten av undersökningarna. Vidare så existerar det en bred flora av utvärderingsmetoder och resultaten från olika undersökningar har klumpats ihop, jämförts och använts för att generalisera slutsatser gällande förvärvsprestation oavsett vilka tidsspann, utvärderingsmått eller enheter som har använts. Slutligen, förvärv är ett komplext fenomen och för att få en mer sanningsenlig bild av förvärvsprestationen bör man utvärdera utifrån en mer holistisk ansats än de utvärderingsmetoder som är vanligast förekommande idag.

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING	2
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	3
INLEDNING OCH BAKGRUND	5
PROBLEMDISKUSSION 	6
VAD KAN VARA ORSAKEN BAKOM FRAMGÅNGSPARADOXEN?	6
HUR MÄTER MAN?	6
BEGREPP OCH DEFINITIONER	8
AVGRÄNSNINGAR	8
METOD	9
VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT 	9
VAL AV METOD 	10
<i>Användning av sekundär data</i>	11
<i>Kvalitativa intervjuer</i>	11
<i>Val av respondenter och insamling av data</i>	12
<i>Företag</i>	13
<i>Rådgivare</i>	13
<i>Akademien</i>	13
BEDÖMNING OCH TOLKNING AV DATA	14
MOTIV FÖR VAL AV METOD	14
ALTERNATIVA METODER	15
KRITISK GRANSKNING AV METODEN	15
<i>Trovärdighet</i>	16
<i>Pålitlighet</i>	16
<i>Konfirmering</i>	16
<i>Generalisering</i>	17
TEORI 	17
ALLMÄNT KRING FÖRETAGSFÖRVÄRV	17
UTVÄRDERINGSMÅTT	19
<i>Kalkylräntan</i>	20
<i>Nuvärdesmetoden</i>	20
<i>Internräntemetoden</i>	20
<i>Vanligt förekommande redovisningsdata</i>	21
<i>Marknadsvärdering och Total Return to shareholders</i>	21
VÄRDESKAPANDE OCH MOTIV BAKOM FÖRVÄRV	21
<i>Värdeskapande vid förvärv</i>	22
<i>Förvärvsmotiv</i>	22
UTVÄRDERING AV FÖRVÄRV	24
TIDSASPEKTEN	29
SAMMANFATTNING AV TEORIN	29
VÅR UNDERSÖKNING OCH ANALYS 	30
KONSULTFÖRETAGEN	30
<i>Bakgrund</i>	30
<i>Utvärdering av förvärv</i>	30
DE FÖRVÄRVANDE FÖRETAGEN	33
<i>Bakgrund Everfresh</i>	33
<i>Motiv bakom förvärv</i>	33

Utvärdering av förvärv.....	34
Bakgrund Fagerhult	35
Motiv bakom förvärv	35
Utvärdering av förvärv.....	36
CORPORATE FINANCE.....	38
Bakgrund Lars Carlson.....	38
Motiv bakom förvärv	39
Utvärdering av förvärv.....	39
AKADEMIN	40
Bakgrund Svante Schriber	40
Motiv bakom förvärv	40
Utvärdering av förvärv.....	41
Bakgrund Göran Liljegren	41
Motiv bakom förvärv	42
Utvärdering av förvärv.....	42
RESULTATREDOVISNING OCH ANALYS.....	43
VAD ÄR ETT LYCKAT FÖRVÄRV?	44
Rådgivarna.....	44
Företagen.....	45
Akademin	46
REFLEKTIONER KRING UTVÄRDERINGSMETODERNA OCH DESS ANVÄNDNING	47
Framgångsparadoxen.....	47
Utvärderingsmetoder.....	48
Tidsaspekten.....	49
Övrigt.....	50
SLUTSATSER OCH AVSLUTANDE DISKUSSION 	51
FRAMTIDA FORSKNING	52
KRITIK	53
REFERENSER/KÄLLFÖRTECKNING 	55
LITTERATURLISTA.....	55
ELEKTRONISKA KÄLLOR	56
INTERVJUER.....	56
BILAGA	57
FRÅGEOMRÅDEN VID INTERVJUN	57

Inledning och bakgrund

Som tillväxtstrategi torde förvärv av bolag vara det mest omskrivna och uppmärksammade, vilket den uppsjö av litteratur och undersökningar som det genererat är ett bevis för. Runt fenomenet förvärv har det byggts upp en bransch bestående av konsultbolag, rådgivare och forskare, alla med syfte att assistera de förvärvande företagen att genomföra fler lyckade förvärvsaffärer (Sevenius, 2011). En snabb sökning på internet visar dock att förvärv av bolag är en komplicerad och oftast inte en särskilt lyckosam historia. I nyhetsartiklar, rapporter och uppsatser kan man läsa att mellan 50 till 90 % av alla förvärv misslyckas. Med dessa siffror som utgångspunkt kan vi konstatera att förvärv som tillväxtstrategi verkar vara ganska riskfull.

Vid närmare efterforskningar så ser vi dock att det trots detta sker tusentals förvärv i Sverige årligen, vilket i sin tur innebär att förvärv är en relativt vanligt förekommande i svenskt näringsliv (Sevenius, 2011). I Sevenius kan vi också läsa att Sverige är den fjärde mest transaktionsintensiva nationen i världen och att förvärv därför kan anses vara en del av en normal affärsutveckling. Vidare, antalet företagsförvärv i Sverige har successivt ökat under de senaste decennierna och sett till statistiken så ser förvärvsfrekvensen snarare ut att påverkas av makroekonomiska faktorer, såsom tillgång till finansiering och konjunkturläge, än risken för att misslyckas (Sevenius 2011, s. 41-44). Inom M&A-litteraturen benämner man fenomenet att företagen genomför förvärv i hög utsträckning trots riskerna för ”framgångsparadoxen” (Sevenius 2011, s.19). Med tanke på ovanstående statistik så kan man tycka att det är lite förbluffande att så många företag har valt och väljer förvärv som tillväxtstrategi. Vad är det som gör att företagen, när det gäller förvärv, inte verkar ha särskilt hög riskaversion?

Varför framgångsparadoxen existerar verkar inte vara helt utrett i den litteratur som vi har läst och vi har heller inte hittat några grundläggande undersökningar som har försökt att belysa detta. Under genomläsningen av litteraturen kan vi se att orsakerna *bakom* varför företagsförvärv misslyckas är väldokumenterade men *hur* man utvärderar om ett förvärv är misslyckat är för det mesta höljt i ett dunkel. I förvånansvärt många av de artiklar som vi har tagit del av så saknas det en förklaring till eller redovisning för hur man har kommit fram till att så många förvärv misslyckas. Trots detta redovisas siffrorna som ett odiskutabelt fakta.

Tittar man lite närmare på de artiklar som faktiskt redovisar hur de kommit fram till sina siffror och som vi har använt oss av, hittar vi främst kvantitativa undersökningar, mestadels

utgående från finansiell teori och finansiella mått. Näst vanligast är olika former av redovisningsdata där vi fann flertalet mått som förekom frekvent i undersökningarna, från försäljningsökning till avkastningsmått utgående från det egna kapitalet. Vi fann få artiklar eller böcker (inklusive de som vi har använt som referenslitteratur) som hade genomfört någon övergripande sammanställning kring olika utvärderingsmetoder och inte heller någon sammanställning av hur de olika parterna i förvärvsprocessen ser på vad som är ett lyckat förvärv. Sammanfattningsvis, gällande förvärv som tillväxtstrategi, så verkar det vara så att det råder i stort sett konsensus kring att risken för att förvärv misslyckas är hög samt att företagen väljer att förvärva oavsett. Ingen verkar dock veta riktigt varför. Detta tyckte vi var intressant att undersöka närmare.

Problemdiskussion

Vad kan vara orsaken bakom framgångsparadoxen?

En av anledningarna till att företag fortsätter att genomföra förvärv, den mördande statistiken till trots, kan vara att de helt enkelt utvärderar sina förvärv utifrån andra kriterier än övriga parter inom M&A (som skriver en stor mängd artiklar). Under inläsningen av teorin kunde vi hitta flera indikationer på att så kan vara fallet, exempelvis tenderade undersökningar baserade på företagens uppfattning kring förvärvsprestation (dvs. utfallet av förvärvet) vara mer positiva än de kvantitativa undersökningar som har genomförts av andra parter inom M&A (se exempelvis Declercq, S., Dunne P., Mezger, S., Moliner, P., Niewien, S. & Rothenbuechers, J, 2008). Det tycks som att det råder en diskrepans mellan hur de förvärvande bolagen ser på förvärv och övriga parter som på något sätt studerar eller är inblandade i förvärvsprocessen.

Hur mäter man?

Även bland de som är anhängare av den mer pessimistiska skolan verkar det saknas en samstämmig bild av vad som egentligen konstituerar ett lyckat respektive ett misslyckat förvärv och hur man bäst mäter detta, vilket uppsjön av olika utvärderingsmått och metoder visar på (belägg för detta illustreras tydligare nedan i vår undersökning). Utöver det så föreligger det även en myriad av förvärvsmotiv som ligger bakom ett förvärv (Olve, 1988), vilket bidrar till att göra utvärdering av förvärvsprestation komplex. Tidsaspekten är en annan variabel som komplicerar, när i tiden är det mest relevant att utvärdera förvärvsprestationen? I de undersökningar som vi har gått igenom så har tidsspännet varierat kraftigt för när man väljer att mäta effekterna av förvärvet, från några månader till flera år efter förvärvet.

Utifrån ovanstående upptäckter ville vi ta reda på mer vad som ligger bakom de procentsatser som verkar vara den allmänna uppfattningen kring förvärvsprestation. Vi blev intresserade av att se vilka utvärderingsmått som används av de olika parterna som är inblandade i förvärvsprocessen samt vad de egentligen mäter. De parter som vi kommer att titta närmare på är konsultbolagen och rådgivare som arbetar företrädesvis med de tidiga och senare delarna av förvärvsprocessen, de förvärvande företagen samt akademien som studerar M&A.

Syfte och frågeställningar

Syftet och ansatsen med vår uppsats är främst beskrivande men också till viss del förståelseinriktat, vi vill både beskriva och förstå hur de olika parterna inblandade i förvärvsprocessen utvärderar förvärvsprestation. Uppsatsens inriktning är ganska konkret och handfast, vi fokuserar uteslutande på utvärderingsmetoderna som används och kommer inte att studera processerna runt omkring eller varför de olika parterna använder sig av respektive utvärderingsmetod. Utan att göra några anspråk på en normativ ansats så kommer vi även att reflektera kring de utvärderingsmetoder som är vanligast förekommande. Detta delvis i syfte att öppna upp för potentiella andra utvärderingsmetoder än de som är dominerande idag, och på så sätt kanske komma närmare vad som ligger bakom framgångsparadoxen, men också för att möjligen ifrågasätta etablerade föreställningar. Mer konkret kan man sammanfatta våra frågeställningar som följer:

Vad är, enligt de parter som vi har studerat, ett lyckat förvärv och hur mäter de förvärvsprestation?

Vi vill ta reda på hur parterna ser på vad som är ett lyckat förvärv, hur de har valt att utvärdera för att komma fram till sina slutsatser samt när i tiden en utvärdering av förvärvsprestationen bör göras.

Vi har också som syfte att i ett andra steg reflektera kring de utvärderingsmetoder som har använts samt hur de har använts för att dra de slutsatser som har lett fram till den "allmänna uppfattningen", dvs. de dystra procenttal kring förvärvsprestation som redovisas i, som vi uppfattat, majoriteten av det material som publiceras.

Begrepp och definitioner

Vi har valt att studera förvärv i första hand. Dock, i litteratur, artiklar och rapporter behandlas förvärv och fusioner som en gemensam aktivitet vilket innebär att data och teori kan inkludera båda fenomenen.

Förvärv definierar vi som ”*när ett företag köper ett företag av ett företag rör det sig av företagsförvärv*” (Sevenius 2011, s. 32).

Andra vanligt förekommande begrepp i vår uppsats är:

Förvärvsprestation – ett sammanfattande ord för hur förvärvet har presterat (lyckat/misslyckat)

M&A - innebär ”mergers and acquisitions”, dvs. fusioner och förvärv och sammanfattas i uppsatsen under M&A.

”Allmänna uppfattningen” – i uppsatsen kommer de procentsatser gällande förvärvsprestationen som är vanligt förekommande i artiklar och litteratur (50 -90 %) benämnas som den ”allmänna uppfattningen”. Detta för att de hänvisas till frekvent och för att de dominerar de slutsatser som dras kring förvärvsprestation.

Industriella uppköp – uppköp som genomförs utifrån en industriell logik såsom att komma in på nya marknader.

Finansiella uppköp – uppköp som genomförs uteslutande för att tjäna pengar, dvs. förvärvsobjektet ska trimmas och sedan säljas till högstbjudande inom en tre- till femårsperiod.

PE-bolag – Private Equity bolag investerar i onoterade bolag med ett aktivt ägande och en fastställd placeringshorisont.

Avgränsningar

Vi kommer i uppsatsen endast att fokusera på uppköp och lämna fusioner därhän. Vi kommer också i första hand fokusera på uppköp som genomförs av industriella skäl så gott det går, eftersom det i statistiken ofta är svårt att särskilja uppköp genomförda av industriella respektive finansiella motiv. De industriella förvärven har fler motiv än direkt finansiella då de förstnämnda oftast har en industriell logik med uppköpet medan finansiella aktörer är företrädesvis mest intresserade av verksamhetens kassaflöden, finansiella risker och möjlighet till att sälja för ett högre värde några år senare. Avgränsningen tror vi ger en mer

mångfacetterad bild av utvärderingsprocessen och kan även utgöra en viktig pusselbit i varför det verkar råda en diskrepans mellan företagens utvärdering av sina uppköp och den ”allmänna uppfattningen”.

Vi har valt att intervjua och studera aktörer som på något sätt har erfarenhet av och är inblandade i förvärv alternativt studerar fenomenet; företag som köper bolag, investment/corp-bolag, konsulter och akademiker.

Vi kommer inte att undersöka orsakerna bakom varför ett uppköp lyckas eller misslyckas utan endast fokusera på hur parterna utvärderar, dvs. hur de har kommit fram till slutsatsen om förvärvet var lyckat eller inte.

Metod

För att kunna uppfylla syftet med uppsatsen och besvara våra frågeställningar har vi valt en kvalitativ metod bestående av både intervjuer och inläsning av sekundärdata. Nedan presenterar vi mer ingående valet av metod, hur vi har genomfört uppsatsen samt vilka brister vi upplever att metodvalet har fört med sig.

Vetenskaplig utgångspunkt [□](#)

Vi har valt att ta en mer hermeneutisk utgångspunkt eftersom vi ville få en djupare förståelse för vad som ligger bakom de förvärvssiffror som presenteras som fakta i diverse publikationer och rapporter. Vi har försökt att förstå och beskriva hur de olika parterna i vår undersökning har kommit fram till sina ståndpunkter och hur de har tolkat fenomenet ”ett lyckat förvärv”. Detta innebär, till skillnad från en mer positivistisk inriktning, att våra resultat tenderar att vara av subjektiv karaktär och avhängig av vår tolkning av materialet

Eftersom det i dagsläget inte finns så mycket sammansatt forskning kring vårt ämnesval har vi valt att utgå från en explorativ och induktiv ansats, dvs. vi har intervjuat våra respondenter och studerat vårt material utan att först förankra i en tidigare, vedertagen teori. En induktiv ansats innebär att teorivalet har blivit resultatet av vår forskning och utifrån den information som vi erhållit från vår undersökning har vi sedan i uppsatsen knutit an till relevanta teorier. (Bryman 2008, s. 10).

Detta innebär även att vi inför uppsatsskrivandet och intervjuerna inte har genomfört någon omfattande litteraturstudie utan har endast som förberedelse läst in oss på litteratur och artiklar som beskriver förvärv samt förvärvsprocessen samt de kriterier som används för att

beskriva om ett förvärv anses lyckat eller inte (exempelvis Sevenius 2011 och Orrbeck 2006). Vi har även haft samtal och e-post kommunikation med forskare inom ämnesområdet för att få en bild över det nuvarande forskningsläget. Utifrån den kunskap som vi har tillskansat oss har vi i förväg sammanställt vår frågemodell för att säkerställa att den är relevant i sammanhanget för våra respondenter. Inläsningen innebar även att vi på ett bättre sätt kunde utvärdera respondenternas svar och komma med följdfrågor.

En explorativ ansats är öppen och relativt ostrukturerad i sin karaktär i motsats till andra ansatser där man mer i detalj i förväg väljer vad som ska studeras och på vilket sätt. Syftet är att förbli så opåverkad som möjligt in i studien för att undvika risken att dra förhastade slutsatser, få en felaktig bild som inte speglar respondentens uppfattning vad som sker respektive är viktigt eller låsa in sig på en inriktning som gör att man missar andra, mer intressanta spår (Eriksson & Wiedersheim, 2008).

I korthet så kan man säga att en explorativ ansats innebär att rikta in sig mot ett relativt outforskat område, gärna mångfacetterat och där det finns en oklar uppfattning kring vilka modeller eller teorier som är tillämpliga eftersom det empiriska underlaget är för litet. Den explorativa undersökningen måste vara flexibel för att kunna anpassas till de resultat och kunskaper som forskaren får under arbetets gång. Denna typ av undersökning görs ofta för att ge en grundläggande kunskap och förståelse av problemet (Eriksson och Wiedersheim, 2008).

Val av metod

För vår uppsats så har vi valt en kvalitativ metod för att på ett djupare plan kunna identifiera och förstå dels våra respondenters synsätt och uppfattningar gällande förvärv och utvärdering och dels mer ingående tolka de sekundärdata som vi har använt oss av. För att få en sådan heltäckande bild som möjligt har vi valt att genomföra empiriinsamlingen genom en kombination av personliga intervjuer och fallstudier samt sekundärdata i form av rapporter från en av parterna i förvärvsprocessen. För att få in ett ytterligare perspektiv utanför ”branschen” har vi också valt att genomföra intervjuer med två forskare inom området där en av respondenterna har en 20-procentig professur vid Linköpings universitet och arbetar resterande av tiden som rådgivare mot företag, vilket innebär att han har både ett akademiskt och ett ”verkligt” perspektiv.

Användning av sekundär data

Utnyttjandet av sekundär data innebär att vi läser och tolkar information utifrån en helt annan vinkel än vad som var syftet med (konsult-) rapporten när den skrevs. De rapporter som vi har tagit del av har skrivits för att påvisa andra slutsatser än våra men i dem har det ingått information kring hur de har valt att utvärdera företagsförvärv. Fördelarna med metoden är att vi har fått tillgång till fler personers åsikter och slutsatser än vad som skulle ha varit möjligt om vi endast hade använt oss av personliga intervjuer. Våra potentiella respondenter är upptagna och det hade varit svårt att få tillgång till deras tid. Nackdelen är att vi inte har haft någon möjlighet att kontrollera kvaliteten på de data som vi har använt oss av samt att de har skrivits i ett annat syfte än det syfte som vi har varit ute efter att mäta (Bryman 2002, s. 210).

Kvalitativa intervjuer

Kvalitativa intervjuer kan överlag delas upp i ostrukturerade, strukturerade och semi-strukturerade intervjuer beroende på hur detaljerat frågorna är formulerade i förhand och hur fritt respondenterna har fått svara på dem, dvs. med vilken grad av styrning från intervjuaren. Vi har valt en semi-strukturerad inriktning för att kunna jämföra de respondenter som vi har valt att intervjua. Genom att inte strukturera intervjuerna för hårt ökar sannolikheten för att vi hittar nya, kanske okända aspekter som vi inte kunde förutse på förhand och som kunde leda oss in på andra, spännande områden. Vi har på förhand fastställt en intervjuguide med frågor och vi har i intervjuerna utgått och styrt enligt en bestämd ordning (Kvale, 1997, s.117-126).

För att skapa en förtroendefull intervjusituation har vi börjat våra intervjuer med en presentation av syftet med uppsatsen och varför vi anser att respondenten är intressant för vår studie samt en försäkran om att de kommer att få läsa igenom materialet innan det läggs fram för opposition. Respondenterna har sedan fått inleda med att relativt fritt berätta kring deras bakgrund och/eller verksamhet i allmänhet och sedan uppköp i synnerhet. Detta ger respondenterna en möjlighet att slappna av och utgör även en informationskälla för oss som kan hjälpa oss att ställa frågor på ett mer initierat sätt. Vi har valt en kombination av öppna och slutna frågor där vi med hjälp av trattmetoden börjar med att ställa övergripande, öppna och explorativa frågor för att sedan trätta ner mot konkreta följdfrågor för att få mer konkreta svar. Vi har vinnlagt oss om att skapa en avslappnad atmosfär och försöka att vara ”musikaliska” och kraftfulla i konversationen för att inte missa intressanta vinklingar samt få dynamik i diskussionen (Kvale 1997, s. 117-126).

Val av respondenter och insamling av data

Vi har valt att ta med följande av de parter som vanligtvis är inblandade i någon del av förvärvsprocessen alternativt studerar den i detalj; de förvärvande bolagen, rådgivarna/konsulterna samt akademien.

De parter som vi har valt att exkludera är jurister, revisionsbyråer, aktieanalytiker (vilka är viktiga intressenter när det gäller noterade bolag), säljarna av bolagen samt andra intressenter som medarbetare, leverantörer, kunder och myndighetsorgan.

Säljarna har vi valt att exkludera eftersom majoriteten av artiklarna som vi har läst diskuterar ämnet utifrån ett köparperspektiv. Jurister och revisor är exkluderade för att de till största del är inblandade i transaktionsfasen och arbetar endast delvis med motiven bakom förvärven (om man bortser från utvärdering av målföretagen). Flera av revisionsbolagen har även strategi- och M&A avdelningar, dessa kommer att vara med i undersökningen. Aktieanalytiker är i hög grad inblandade i utvärderingen vid förvärv eftersom de med sina rekommendationer kring en enskild aktie är kurspåverkande och därmed direkt påverkande på avkastningen. Många är dessutom välinformerade eftersom de följer bolagen nära och har tillgång till viktiga befattningshavare i organisationen. Vi har dock valt att exkludera dessa eftersom de inte är en direkt part i förvärvstransaktionen. De övriga intressenterna som medarbetare, leverantörer och kunder är exkluderade av tidsskäl samt tillgång till material. Eftersom vi har valt en bredare ansats istället för att fokusera på en eller två fallstudier fanns inte tiden till att finna och intervjua dessa parter.

Alla personliga intervjuer har inslag av bekvämlighetsurval, där vi har haft möjlighet att utnyttja våra existerande nätverk och har upparbetade kontakter på rätt nivå. Alla respondenter är dock i första hand utvalda baserat på relevans. Alla respondenter har erfarenhet och förståelse för olika former av utvärderingsprocesser och har mer eller mindre praktisk erfarenhet av förvärv. Empirin består både av primärdata i form av intervjuer, samt där det är möjligt, av sekundärdata i form av rapporter och undersökningar.

Företag

Vi har valt att intervjua två stycken företag, med ungefärligt liknande omsättning men inom olika branscher. Båda företagen har genomfört flertalet uppköp under de senaste 10-15 åren och har därmed upparbetad kunskap och erfarenhet samt en etablerad organisation för detta syfte. Förvärv har varit en viktig del av båda företagens tillväxtstrategi, vilket också har haft betydelse vid urvalet. Båda företagen har förvärvat för att behålla det på längre sikt, till skillnad från exempelvis riskkapitalbolag, vilket gjorde att vi antog att de kunde ha en utvärderingsprocess som innehåller fler variabler än rent monetära. Detta såg vi skulle ge en bredare ansats i deras utvärderingar än rent ekonomiska avkastningsmodeller.

Rådgivare

Vi har också valt att intervjua en person med lång erfarenhet från både investmentbank och ”corp”-bolag för att få med den synvinkeln. När det gäller deras verksamhet så finns det inte mycket skrivet kring förvärv som är offentligt vilket gjorde att vi inte hade möjlighet att få tillgång till relevant sekundärdata som inte var genererat av andra forskare eller studenter (och därmed inte ”straight from the horses’ mouth”). Vi hade annars valt att komplettera med detta.

När det gäller konsultbolagen fick vi ingen möjlighet att få till intervjuer med relevanta personer. Här har vi istället valt att använda oss av sekundär data i form av rapporter som de olika konsultbolagen har genererat i marknadsföringssyfte. Även om vi gärna hade kompletterat med en eller flera personliga intervjuer så visade sig inläsningen av rapporterna vara ett lyckokast eftersom de i hög grad utgjorde ett underlag för den ”allmänna uppfattningen” kring förvärvsprestationer och citerades flitigt i andra artiklar och litteratur. Artiklarna har vi hittat genom att de har använts som källor i andra artiklar och genom att söka på respektive konsultbolags hemsidor. Vi har valt ut artiklar/undersökningar som i första hand är skrivna på 2000-talet för att få en så uppdaterad bild som möjligt. Viktigt att notera är att alla undersökningar vi har läst och dragit slutsatser ifrån har rört noterade bolag. Konsultbolagen har förmodligen gjort detta urval av dataskäl. Detta innebär att våra slutsatser och analyser kring konsultbolagen inte kommer att vara tillämpliga på förvärv som genomförs av icke-noterade bolag.

Akademien

Från akademien har vi intervjuat en person som skrivit sin avhandling kring realisering av synergieffekter vid företagsförvärv, vilket i stor utsträckning hänger samman med om utfallet av ett förvärv ska anses lyckat eller inte. Vi har även intervjuat en person med lång erfarenhet av att arbeta nära höga beslutsfattare i näringslivet, ofta som en personlig rådgivare. Han är

idag också adjungerande professor vid Linköpings Universitet och driver ett forskningsarbete kring tillväxt och värdeskapande.

Intervjuerna skedde antingen i form av ett personligt möte alternativt via telefon när detta inte var möjligt. Varje intervju tog runt en till en och en halv timme i anspråk. På grund av teknik och till viss del sekretess har vi valt att inte spela in intervjuerna utan fått förlita oss på anteckningar.

Bedömning och tolkning av data

Enligt Grönmo (2004, s.244) finns det inga standardiserade analystekniker som kan användas till analyser av kvalitativa data utan analyser av intervju- och textdata är präglade av större flexibilitet. Dataanalysen innebär att man klarlägger generella eller typiska mönster i materialet. Genom att koda och kategorisera, exempelvis ta fram ett tema eller specifika frågeställningar, kan man hitta mönster i det empiriska materialet (Grönmo 2004, s. 244-246).

Vi har i vår undersökning valt att fokusera på och bedöma svar och material utifrån fyra, övergripande frågeområden; vilka motiv finns bakom ett förvärv, vad anses vara ett lyckat företagsförvärv, hur mäts detta och när i tiden bör det mätas för att vara relevant. Detta har kompletterats med fördjupningsfrågor när det har funnits anledning och allt eftersom vi har lärt oss mer kring ämnesområdet. Det innebär att frågorna delvis har förändrats under uppsatsens gång och att alla genomförda intervjuer inte är fullt jämförbara. Genom att relativt strikt hålla oss till uppsatsens syfte och till de fyra övergripande frågeställningarna anser vi dock att kärnan har behållits intakt under intervjuernas gång samt under inläsning och tolkning av sekundär data.

Genom att vara pålästa kring förvärvsprocessen och vanligt, förekommande begrepp i M&A-världen så tror vi oss ha ökat sannolikheten för att vi ställt rätt frågor samt tolkat svaren på ett så initierat sätt som möjligt. Vi har vinnlagt oss om att använda oss av så standardiserade och allmänt accepterade begrepp som möjligt för att säkerställa att vi och respondenterna syftar till samma sak samt låtit respondenterna läsa igenom sina svar. Vi har även beskrivit kontexten och orsakssammanhang för våra respondenter för att säkerställa att vi tolkar utifrån samma bakgrundsbild.

Motiv för val av metod

Vi har valt metod utifrån att vi ville få en bättre förståelse för de siffror som ligger bakom den ”allmänna kunskapen” gällande företagsförvärv. Genom att använda oss av både kvalitativa intervjuer och sekundärdata i form av rapporter samt välja de respondenter som vi har gjort

tycker vi oss ha fått med de mest relevanta perspektiven och fångat upp de vanligaste förekommande utvärderingsmetoderna vilket i sin tur i förlängningen kan skapa förståelse för varför framgångsparadoxen existerar. Genom att gå på djupet samt titta på fler parter anser vi att vi har större möjlighet att identifierat vad som faktiskt ligger bakom och till grund för den ”allmänna uppfattningen”, hur de olika parterna möjligen skiljer sig åt i sin utvärdering samt också få en uppfattning kring hur de själva anser att en korrekt utvärdering bör gå till (vilket kan ligga till grund för framtida forskning).

Alternativa metoder

Ett alternativt metodval hade varit en kvantitativ ansats där vi med fler antal respondenter kunnat få ett större underlag kring hur parterna utvärderar uppköp och därmed fått möjlighet att generalisera resultaten på ett annat sätt. Även om man bortser från tidsaspekten så är det svårt vid enkätundersökningar att få den djupgående och nyanserade kunskapen som vi var ute efter. □

Kritisk granskning av metoden

Enligt Kvale (1997, s. 207) så diskuteras verifiering av kunskap inom samhällsvetenskaperna vanligen i relation till reliabilitet, validitet och generaliserbarhet. Utan att gå in i detalj eller dra det till ytterligheterna, där vi kan välja mellan det postmodernistiska förhållningssättet som ser validitet som en social konstruktion eller ta förhållningssättet att validitet och reliabilitet endast går att påvisa vid kvantitativa analyser, så existerar det ett uppenbart problem med att verifiera intervjukunskap.

Bryman (2008, s. 51 till 53) presenterar tre alternativa bedömningskriterier till ovan begrepp som rör tillförlitligheten:

Trovärdighet- motsvaras av begreppet intern validitet, dvs. om resultaten kan tillämpas i andra kontexter.

Pålitlighet- liknar reliabilitet, det vill säga mäter om man får liknande resultat när man repeterar undersökningen.

Konfirmering- svarar mot objektivitet, dvs. om forskaren har haft kontroll över sina värderingar så att de inte har påverkat undersökningen på något avgörande eller skevt sätt.

I vår kritiska granskning så har vi valt att utgå från dessa tre bedömningsbegrepp samt har skrivit några ord kring generaliserbarhet, dvs. om våra slutsatser går att generalisera.

Trovärdighet

Vår ansats och uppsatsdesign är relativt okomplicerad samt tillräckligt strukturerad för att vi bedömer att den övergripande mäter vad den är avsett att mäta. Vi har även, där det är möjligt, understött empirin med teori. Vi anser att våra respondenter har haft tillräckligt kunskap och erfarenhet kring ämnesområdet för att svara på ett trovärdigt sätt och har inte upplevt att det har funnits uppenbara tendenser till att skönmåla eller på annat sätt förvanska fakta, även om den risken uppenbarligen finns. Det största hotet mot trovärdigheten är snarare uppsatsförfattarnas kunskaper och därmed förmåga att tolka materialet. Ingen av uppsatsförfattarna har en gedigen bakgrund inom exempelvis redovisning eller finansiell ekonomi vilket kan påverka tolkningen av utvärderingsmetoderna och resultatet och därmed hur detta relaterar till syftet med uppsatsen. Vidare finns risken att vi som uppsatsförfattare drar oss för att ställa för kritiska frågor till våra respondenter då vi är beroende av deras tid och välvilja för att sammanställa uppsatsen.

Pålitlighet

Genom att vi inte har haft möjlighet att transkribera alla texter så påverkas pålitligheten eftersom läsaren är hänvisad till uppsatsskrivarnas skicklighet och hederlighet att ta fram och skriva ner relevant data samt tolka denna. Vi har i metodavsnittet haft som ambition att tydliggöra undersökningsprocessen och har genom att använda oss av en semistrukturerad intervju ökat sannolikheten att denna undersökning kan reproduceras och få samma resultat. Pålitlighet kan dock ibland stå i kontrast till kreativitet och en dynamisk ansats. I vår undersökning så har det funnits en dynamik i samtalet som har förändrats allt eftersom vi har blivit mer initierade i området under de sista intervjuerna jämfört med de första. Våra förkunskaper och intervjuskicklighet påverkar givetvis; en annan person skulle både kunna gjort det bättre och sämre vilket också påverkar pålitligheten i resultaten.

Konfirmering

Vi har inför och under uppsatsen inte haft några förväntningar eller värderingar knutna till slutresultatet, vilket till största del beror av att vi i stort saknade både erfarenhet och gedigna förkunskaper. Hos respondenterna kan det finnas en tendens till att skönmåla, dels för att man inte vill framstå som oprofessionell men även för att det i de allra flesta företag råder tidsbrist, man kanske helt enkelt varken haft tid eller resurser till att genomföra en strukturerad utvärdering.

Generalisering

Vi använt oss av för få respondenter och för lite material för att kunna generalisera våra slutsatser, men detta är inte heller syftet med uppsatsen. Vi är alltså medvetna om att det inte går att generalisera de upptäckter och slutsatser som vi gjort.

Teori

Utifrån de resultat som vi fick från vår empiriska undersökning har vi valt ut följande teoriområden för att få en bättre förståelse för våra resultat;

- Allmän information kring förvärv för att få en grundförståelse för fenomenet;
- en genomgång och definition av vanligt förekommande finansiella utvärderingsmått för att förstå parternas slutsatser;
- motiv bakom förvärv för att få en förståelse för vad företagen vill uppnå med förvärv och därmed en utgångspunkt för vad som kan anses vara ett lyckat förvärv;
- samt redovisning av vilka utvärderingsmetoder som är vanligast förekommande i teorin idag.

Vi kommer i uppsatsen att i första hand använda oss av teorin för att förstå de utvärderingsmetoder som våra undersökta parter har använt sig av och kunna reflektera kring användningen av dessa. Vi kommer därför inte att i någon större utsträckning använda teorin som ett analysinstrument utan den utgör i första hand en ”fondvägg” för att begripa och beskriva samt reflektera kring respektive parts utvärderingsmetod.

Allmänt kring företagsförvärv

Huvudsyftet bakom ett företagsförvärv är att det ska vara värdeskapande i någon form, oftast i form av ökad avkastning. För att förvärvet ska anses som värdeskapande så får prislappen på det förvärvade företaget inte vara högre än de positiva effekter som köparen vill uppnå med förvärvet. Investeringen ska generera en avkastning och företagskombinationen ska bli mer framgångsrik tillsammans än vad företagen skulle kunna åstadkomma enskilt (Sevenius, 2011).

Ett företagsförvärv kan delas in i tre faser; strategifasen, transaktionsfasen och integrationsfasen. Under strategifasen görs en strategisk analys, dvs. vilka motiv och behov köparen har med förvärvet. Förutom den strategiska analysen så ingår även identifiering och sökning av lämpliga målföretag samt en initial företagsvärdering av målföretaget. När ett

attraktivt förvärv har identifierats kommer man in i transaktionsfasen. Under transaktionsfasen ligger fokus på den juridiska delen av förvärvet; avtalsbildning, strukturering och företagsbesiktning. Det sker ett ömsesidigt informationsutbyte och utarbetning av villkoren. Här ingår de så kallade ”due dilligence” processerna som inkluderar företagsvärdering, besiktning, strukturering och avtalsskrivning. När båda parter har kommit överens om ett bindande avtal och köparen har tillträtt inleds integrationsfasen som innebär att de båda organisationerna samordnas så att målsättningarna med företagsförvärvet kan uppnås (Sevenius, 2011, s. 105-118).

De mest frekventa parterna vid ett företagsförvärv, bolagens interna resurser exkluderat, är köpare, säljare, revisorer, jurister och olika typer av konsulter/rådgivare. I den sistnämnda kategorin hittar vi investmentbanker och affärsbanker, ”corp”-bolag, strategi- och verksamhetskonsulter, tekniska konsulter, miljökonsulter etc. (Sevenius 2011, s.68-70).

Jurister och revisorer är vanligast förekommande i transaktionsfasen och agerar rådgivare i finansiella, redovisningsmässiga och juridiska frågor. Det kan gälla allting från kapitalstruktur och skatteeffekter till kontrakts- och avtalsutformning.

Investmentbankerna, affärsbankerna och ”corp”-bolagen arbetar i huvudsak som rådgivare, antingen i delar av eller genom hela förvärvsprocessen. Investmentbankerna och affärsbankerna ger råd vid uppköp eller försäljning av företag baserat på sin kunskap kring exempelvis marknadsförhållanden, skatte/redovisningsregler eller ”best practice” kring förvärv. Bankerna arbetar även proaktivt med att finna nya uppköpsobjekt till sina klienter och prospekt (Aktiespararna, ”Investment banking – så fungerar det”). ”Corp”-bolagen anlitas som rådgivare vid företagsförvärv, företagsöverlåtelser, rekonstruktioner samt ibland vid kapitalanskaffning. De arbetar både för köpar- och säljsidan. Exempel på tjänster som de erbjuder är projektledning, företagsgranskning, analys och värdering av företag och framtagande av prospekt. Flera av bolagen arbetar även med att föreslå målföretag och kan vara aktiva i alla delar av förvärvstransaktionen, från identifiering och val av målföretag till avslut (Ahrenberg, A & Karnel, D). Rådgivarna används av flera anledningar, från att bespara organisationen den extra belastning som en förvärvsprocess kräver till att erbjuda erfarenhet och kontaktnät (Sevenius 2011, s.68-71).

Strategi- och verksamhetskonsulterna inom M&A varierar från stora konsultbolag som McKinsey och Accenture till mindre, specialiserade bolag. Även dessa bolag kan vara rådgivare genom hela transaktionsprocessen men är mer vanligt förekommande i strategi-

samt integrationsfasen.

Utvärderingsmått

Även om syftet med uppsatsen inte är att göra någon normativ ansats kring vilka utvärderingsmodeller som lyckas mäta om ett förvärv är lyckat eller inte så kom vi i vår undersökning in på ett antal mått som använts frekvent av flera av intressenterna.

Rådgivarna i branschen (redovisningsbyråer, corporate finance aktörer etc.) använder sig till största del av investerings- och finansieringskalkyler. De som framkommer mest frekvent i intervjuer och litteratur är nuvärdemetoden, internräntemetoden samt redovisningsdata som ROS, ROI och EBIT/A.

I Grubbström och Lundquists bok "Investering och Finansiering (2005, s. 9) hittar vi en definition av begreppet investering gjort av ett storbolag:

"Med en investering avses en åtgärd som innebär engångsutgifter och som ger fördelar, bl. a i form av intäkter eller sänkta kostnader, under en relativt lång period i framtiden"

En investering ska ge avkastning men den kan också vara nödvändig för företagets överlevnad vilket innebär att man ibland får ge avkall på avkastningskravet. I ett investeringsbeslut så finns det en framtidstro inbyggd, företaget antar att det ska fortsätta med sin verksamhet tillräckligt länge för att det ska ge avkastning (Grubbström & Lundquist, 2005, s. 10). En lönsam investering bör minst ge en avkastning som kompenserar för de utbetalningar som företaget har dragit på sig vid förvärvandet av tillgången. En investering är ett medel för företaget att uppfylla sina strategier, dvs. det måste vara kopplat till de mål som företaget har stipulerat i sina strategier (Grubbström & Lundquist, 2005, s.11).

En viktig princip när det gäller investeringar är grundtanken att en krona idag är värd mer än en krona imorgon, vilket innebär att nuvärdet av en krona minskar över tiden. Av den anledningen spenderar vi hellre en krona idag än skjuter upp vår konsumtion ett år. För att skjuta upp konsumtionen krävs det någon form av kompensation, såsom ränta på pengarna. En annan viktig princip är att säkra pengar är värda mer än pengar förknippade med risk. För att göra en investering i exempelvis aktier vill vi bli kompenserade för den extra risk som det medför. Ju större risk desto större avkastning kräver vi av vår investering. (Brealey, R & Myers S, 2003, s.14-15).

Kalkylräntan

En viktig komponent i både nuvärdesmetoden och internräntemetoden är kalkylräntan (även kallad diskonteringsräntan). Denna definieras som aktuellt pris på värdet av att förskjuta tillgängligheten av pengar i tiden, dvs. den uttrycker avkastningskrav på investerat kapital. Kalkylräntan är avkastningen på bästa möjliga, alternativ placering eller om det är svårvärderat, det tänkta avkastningskravet. Kalkylräntan ska bestämmas utifrån tre kriterier; de faktiska kostnaderna för kapital (låneränta och avkastningskrav på eget kapital), avkastning på alternativa investeringar och risken med investeringen. (Grubbström & Lundquist, 2005, s. 14).

Finansieringsmått som bestämmer kalkylräntan (WACC, CAPM) lämnar vi därhän eftersom vi endast i begränsad omfattning har stött på dem som ett definierat utvärderingsmått i våra empiriska undersökningar (en rapport).

Nuvärdesmetoden

Nuvärdesmetoden (NPV, Net present value) utgår från en referenstidpunkt (nutid). Med hjälp av kalkylräntan beräknar man (diskonterar) nuvärdet av framtida kassaflöden (cash flow) till ett penningvärde som gör det möjligt att jämföra samtliga betalningar vid den bestämda tidpunkten, oavsett i tiden de genereras. I korthet så räknar man först fram de framtida kassaflöden som investeringen ska generera i framtiden, tar fram en kalkylränta baserat på kapitalkostnaden för investeringen och använder sig av denna för att diskontera kassaflödena vilket gör att man får fram ett nuvärde. För att få fram NPV drar man slutligen av pengarna för grundinvesteringen. En investering är lönsam, enligt NPV, om dess nuvärde är större än noll och följaktligen inte lönsam om den är mindre än noll (Grubbström & Lundquist, 2005, s. 17-19).

Internräntemetoden

Internräntemetoden (IRR, Internal Rate of Return) är definitionsmässigt den ränta som ger en investering nuvärdet noll ($NPV=0$). Det är ett mått på vilken genomsnittlig årlig avkastning som en investering i ett bolag har gett. Räntan för varje år läggs till det totalt investerade kapitalet och utgör basen för ränteberäkningen nästföljande år. En definitiv IRR kan inte tas fram innan ett innehav har avyttras. Internräntan används för att diskontera framtida kassaflöden och resultatet ska överstiga noll efter att investeringskostnaderna har dragits ifrån. Enligt denna metod är alla investeringar som har en internränta överstigande kalkylräntan lönsamma. Ju högre internränta desto lönsammare investering (Grubbström & Lundquist, 2005, s. 19-20).

Den stora skillnaden mellan NPV och IRR metoden är att i en NPV-beräkning tar man hänsyn till kapitalkostnaden vid en investering vilket inte görs vid IRR.

Vanligt förekommande redovisningsdata

Andra vanligt mått, relaterade till redovisning och/eller corporate finance som vi har stött på är ROI (return on investment), EBIT/A samt ROS (return on sales).

Enligt Hawawini och Vialett (2011) så definieras de som följande:

- ROI – ett allmänt mått på lönsamhet som mäter kvoten av ett vinstmått delat med ett mått på investeringen som krävdes för att generera vinsten.
- ROS – är ett lönsamhetsmått som mäter vinst efter skatt delat med försäljning.
- EBIT och EBITA – vinst innan skatter och räntor respektive vinst innan räntor, skatter, amorteringar och avskrivningar.

Marknadsvärdering och Total Return to shareholders

Bland konsultföretagens rapporter så har de två vanligaste utvärderingsmått varit Total Return to Shareholders (TRS) och marknadsvärdering.

TRS (Total Return to Shareholders) mäter en akties nettoutveckling över tid inklusive utdelningar (vilket innebär antagandet att utdelningarna återinvesteras i aktien). TRS utgör ofta ett mått på om aktieägaren har fått den ekonomiska utveckling som ska kompensera för den risk som de har tagit (Herd, T J och McManus, R, Accenture).

Marknadsvärdering (market capitalization) är marknadsvärdet på ett företags aktier, dvs. detsamma som pris per aktie multiplicerat med totalt antal utfärdade aktier (Hawawini & Vialett, 2011, s. 61).

Varje av ovan beskrivna mått kommer med vidhäftande problem oftast knutet till hur och var man väljer att använda det samt vilka slutsatser man väljer att dra.

Värdeskapande och motiv bakom förvärv

När det gäller vanligt förekommande förvärvsmotiv så har det varit svårt att i litteraturen hitta en sammanfattande bild av vilka som är de vanligaste förvärvsmotiven. För att ge en någorlunda sammanhängande bild har vi valt att inleda kort kring värdeskapande, följt av övergripande motivteorier till mer operativa och konkreta motiv bakom förvärv.

Värdeskapande vid förvärv

Som tidigare har nämnts så är målet med förvärv för köparen någon form av värdeskapande, vilket tjänar som ett övergripande motiv. Den rådande uppfattningen i litteraturen som vi läst är att maximering av aktieägarvärdet är det främsta motivet (Orrbeck, s.25). Värdeskapandet är alltså i hög grad knutet till aktievärdet eller den egna balansräkningen. Vidare, ledningen skall arbeta för ägarnas bästa. Om ägarnas och ledningens intressen inte sammanfaller uppstår det en kostnad som innebär en förlust för ägarna (Orrbeck, s. 25). Denna uppfattning att det är ägaren som står i fokus är grundläggande och har en stor påverkan på vilka utvärderingsmetoder som vissa av parterna valt när de mäter förvärvsprestation.

Förvärvsmotiv

Utöver värdeskapande och avkastningsmotiv har vi i litteraturen även hittat en uppsjö av andra motiv bakom att genomföra ett förvärv; industriella, finansiella och ledningens personliga motiv.

Sevenius (2011, s.83-90) har i sin bok övergripande beskrivit tre motiv bakom förvärv:

- **Rörelsemotiv** – stödjer företagets övergripande strategi på lång eller kort sikt. Det kan vara tillväxt, resurser, synergier och omstrukturering. Rörelsemotiven ska öka företags lönsamhet eller finansiella ställning på ett ekonomiskt mätbart sätt.
- **Värdemotiv** – företaget ses inte bara som en rörelse utan även som en tillgångsmassa eller självständig intäktskälla för aktieägarna. Här handlar det om att direkt skapa aktieägarvärde.
- **Ledningsmotiv** – dessa kan variera från motiv gällande ledningens personliga renommé och bonusoptimering till mer företagsspecifika orsaker som konkurrensbegränsning och riskminimering.

Den mest omfattande och ambitiösa ansatsen har vi hittat hos Friedrich Trautheim som i sin artikel från 1990 ("Merger motives and Merger Prescriptions") tar upp sju övergripande teorier kring förvärvsmotiv:

1. **Effektivitetsteorier** – förvärvet är en del av att uppnå synergier; finansiella (exempelvis en ökad storlek ger tillgång till billigare kapital), operativa (syftar till att få lägre kostnader alternativt möjlighet att kunna skapa ett unikt erbjudande) och ledningssynergier (det köpande bolagets ledning har kapacitet att möjliggöra ett bättre

resultat för det förvärvade bolaget).

2. **Monopolteorier** – förvärvet är en del i att bli marknadsdominerande (gäller främst horisontella förvärv, dvs. förvärv av konkurrenter). Bakomliggande motiv kan vara att en framgångsrik produkt i ett marknadsområde kan finansiera kampen om marknadsandelar i ett annat territorium, möjlighet att begränsa konkurrensen samtidigt på flera marknader eller skapa inträdeshinder för konkurrenterna.
3. **Värderingsteorin** – förvärv sker när det uppköpande bolaget har bättre information om målföretaget än aktiemarknaden (de vet om att bolaget är undervärderat).
4. **Imperiebyggarteorin** – ledningen är främst ute efter att tillfredsställa sina egna intressen istället för att se till aktieägarvärdet. Det kan innebära allt från att maximera sin egen bonus till att prestige och karriärmotiv. Denna teori skulle kunna förklara varför bolag förvärvar till överpriser, där ledningen är för optimistisk och tar inte tillräckligt hänsyn till aktieägarvärdet.
5. **Processteorin** – ser förvärv som ett resultat av företagets processer och inte ett övergripande rationellt beslut. Detta beror av att människan har en begränsad förmåga att processa information utan måste förlita sig på rutiner, processer och tidigare erfarenheter. Detta kan leda till brist på information eller förenklingar. Vidare så är det oftast många intressenter inblandade i besluten vilket förhindrar en övergripande lösning på problemet. Politiska spel och politisk makt är andra faktorer som förhindrar rationella beslut. Beslutsprocessen är då präglad av taktik och ömsesidiga anpassningar istället för fakta.
6. **Plundrarteorin** – förvärv är ett resultat av att ledningen är ute efter att ”plundra” det uppköpta bolaget och ta del av deras tillgångar.
7. **Störningsteorin** – förvärvsvågor orsakas av ekonomiska störningar där det råder en asymmetri gällande uppfattningen av värdet på tillgången mellan det köpande och säljande bolaget vilket ger upphov till en förvärvsvåg (dvs. det köpande bolaget värderar företaget högre än det köpta bolaget).

I sin artikel utvärderar Trautwein de olika förvärvsmotiven vilket vi i den här uppsatsen har valt att lämna därhän eftersom vi endast vill ge exempel på vilka motivteorier som existerar och inte deras validitet.

På ett mer ”operativt” plan nämner Olve (s. 23-28) flertalet orsaker till varför ett företagsförvärv är motiverat och benämner även motiven bakom företagsförvärv som en

”snårskog”. Bland de industriella motiven kan man hitta:

1. Tillväxt – nå produkter, marknader, teknologi eller liknande som man inte tror sig klara av eller har tid med att utveckla genom egen tillväxt.
2. Internationell dimension – köpa sig in i en verksamhet utomlands blir alternativet till att av egen kraft etablera sig.
3. Skattesystemet – vissa länders beskattningssystem kan uppmuntra till förvärv, exempelvis kan det vara bättre att samla flera verksamheter i en koncern istället för att ha dem som separata bolag.
4. Önskan att begränsa konkurrens eller uppnå monopolvinster.
5. Önskan att kompensera kritiska brister i det egna företaget genom att förvärva nödvändiga komplement i form av resurser, patent eller produktionsfaktorer.
6. Önskan att nå tillräcklig storlek för att få effektivt tillträde till kapitalmarknader eller utnyttja stordriftsfördelar.
7. Önskan att minska risker var gäller materialförsörjning (integrering bakåt).
8. Önskan att nå PR-effekter, visa handlingskraft och därmed påverka aktievärdet.
9. En stor kassa som behöver investeras i någonting värdeskapande.

När det gäller ledningens personliga motiv nämner Orrbeck (2006, s. 26) följande:

1. Imperiebyggarmotiv – sträva efter tillväxt eftersom ersättning, status och makt är en funktion av företagets storlek.
2. Självförverkligande motiv – att få utnyttja undersysselsatt kapacitet hos ledningen.
3. Trygghetsmotiv 1 – minska risktagandet genom diversifiering och säkra sin anställning
4. Trygghetsmotiv 2 – att undvika att det egna företaget köps upp

Som nämndes ovan finns det även finansiella motiv bakom ett förvärv, vilka är främst relevanta när det gäller riskkapitalbolag eller andra liknande finansiella köpare. Eftersom vi i denna uppsats fokuserar på industriella uppköp kommer vi inte i teoridelen gå in närmare på dessa.

Utvärdering av förvärv

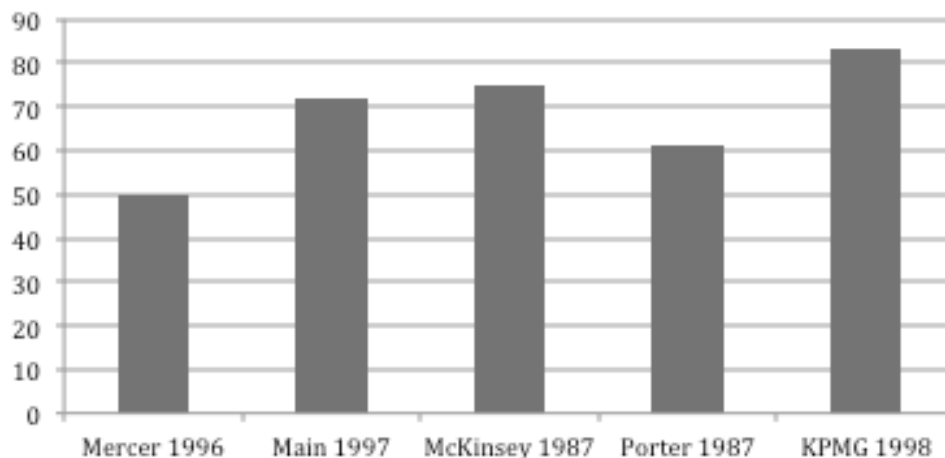
I den akademiska litteraturen finner vi också den ”allmänna uppfattningen” att andelen misslyckade förvärv är hög. I Orrbeck (2006, s. 28) hänvisas det till att c:a 2/3 av alla uppköp

inte motsvarar förväntningarna. Definitionen av misslyckande kan variera enligt Orrbeck men i grunden avses att köparen inte erhållit en avkastning på insatt kapital som överstiger dennes vägda kapitalkostnad, vilket illustreras med följande citat från boken:

”I undersökningar om framgång i transaktioner torde det normala vara att man använder kapitalavkastningen som mått”, (Orrbeck, s. 28).

Orrbeck utgår från att investeringskalkyler, såsom NPV och IRR, är det normala och vedertagna utvärderingsmättet.

I tabellen nedan jämför han flera undersökningar genomförda av konsultbolag (samt Michael Porter) gällande hur stor andel av alla företagsförvärv som misslyckas. Där framkommer inte hur de olika undersökningarna har kommit fram till sina resultat men Orrbeck drar slutsatsen att det råder en relativt stor samstämmighet vad gäller andel misslyckanden. I sin bok tillägger han även att misslyckande kan mätas utifrån om företaget har uppnått alla de mål som de har ställt i förvärvsplanen.



(Andel misslyckade förvärv. (F. Ceddaha, *Fusion Acquisitions*, Paris Ed. Economica, 2005, s. 30))

Orrbeck redovisar även resultatet av andra undersökningar (genomförda av Denzil Rankine). Dessa visar på att andelen misslyckade förvärv ligger inom spannet 44 % till 79 %, med ett medianvärde på ca. 60 % (Orrbeck, s. 30). Hur Rankine har kommit fram till siffrorna nämner inte Orrbeck, möjligen har det varit genom den ovan citerade kapitalavkastningen.

Enligt Sevenius (2011, s.93) är det svårt att bevisa att ett företagsförvärv verkligen tillför

ett värde för köparbolaget. I sin bok beskriver han de vanligaste mätmetoderna som inkluderar eventstudier (dvs. empiriska studier av börsdata före och efter en särskild händelse), redovisningsbaserad mätning, enkätundersökningar och fallstudier.

I boken gör Sevenius (2011, s.93-95) en genomgång av tre olika ansatser att mäta om ett förvärv misslyckats. I undersökningen av Michael Porter från 1987 var måttet för misslyckade företagsförvärv det antal transaktioner som skett inom nya verksamhetsområden och sedan avyttras. Utifrån denna måttstock var 57 % av alla företagsförvärv ett misslyckande. I KPMGs undersökning använde de sig av börsutvecklingen (eventstudier, läs ovan) och intervjuer och kom fram till att 70 % av företagsförvärven var värdeförstörande eller värdeneutrala. Bloomberg (journalister) använde sig också av börsvärdet där de mätte två år efter uppköpet och sedan jämförde utfallet med ett relevant branschindex. 53 % av förvärven sågs som misslyckade med detta sätt att mäta.

Sevenius höjer dock att ett varningens finger inför de pessimistiska resultaten av undersökningarna. Innan man kan dra några generella slutsatser måste man se vad som egentligen mäts med de mått som används, vilka motiv man haft med utvärderingen och vem som har genomfört dem. Han visar på att användningen av exempelvis företagens börsvärde skiljer sig åt från de varierande motiv som finns med förvärvet och skriver att ”i samma utsträckning som motiven är differentierade och komplexa borde måtten vara det” (Sevenius, s. 93). I en undersökning som han tagit del av hävdade 75 % av företagsledarna att transaktionen hade varit framgångsrik medan börsutvecklingen endast identifierade 30 % som framgångsrika, vilket väcker frågan vem som har rätt att avgöra? Ett annat problem som han tar upp gällande de existerande undersökningarna är svårigheterna med att göra en uppskattning av alternativen till ett genomfört förvärv eftersom det är normalt inte möjligt att mäta det sammanslagna företags utveckling som två enheter där samordning och synergier har tänkts bort.

Vår respondent Schriber (2009) nämner även i sin skrift att en rad studier visar på att många samgåenden misslyckas med att nå ökat värdeskapande. Värdeskapande används då i betydelsen att företags totala aktievärde ökar genom sammangåendet. I ett misslyckat förvärv blir värdet på det gemensamma företaget efter samgåendet lägre istället för högre, än summan av de två företags aktievärde före samgåendet. Han hänvisar även till Tuch & O’Sullivan, (2007) undersökning som har fått samma nedslående resultat.

I Tuch & O'Sullivan's artikel går de igenom ett stort antal undersökningar av förvärvsprestation från 1980-talet och framåt. De utgår från främst två kategorier av utvärderingsmått; aktieägarvärde och redovisningsdata. De har inkluderat undersökningar som har mäter över kort och lång tid samt även undersökt några andra variabler som antas kunna påverka utkomsten av ett förvärv; typ av förvärv (vänligt, fientligt), betalningsmetod (kontant eller med aktier), den relativa storleken mellan det uppköpta och köpande bolaget, om parterna verkar inom samma bransch samt hur framgångsrik köparen var innan uppköpet. Utifrån detta kommer de fram till följande slutsats gällande förvärvsprestationen:

”The evidence suggests that, in the short run, acquisitions have at best an insignificant impact on shareholder wealth. Long-run performance analysis reveals overwhelmingly negative returns, while the evidence using accounting performance measures is mixed. The review also examines the impact of bid characteristics on performance. The acquisition of hostile targets, transactions that are paid for with cash and acquisitions of larger targets are associated with superior (or at least less negative) performance, while there is mixed evidence on the benefits of related acquisitions. A number of recent studies find that acquirers with superior pre-bid performance tend to experience significant underperformance in the post-bid period.”

I deras artikel nämner de en viktig princip som är utgångspunkten för undersökningarna som använder sig av aktiemarknaden för utvärdering: marknaden agerar effektivt. Det innebär ett antagande att aktiepriset speglar all tillgänglig information och reagerar snabbt och korrekt på informationen. Undersökningarna använder sig av aktiens reaktion på nyheten som ett sätt att utvärdera förvärvet. Ett annat viktigt antagande som ligger till grund för detta sätt att kalkylera är att aktieägarna har den slutliga rätten till organisatorisk kontroll och därmed alltid måste vara huvudfokus i alla diskussioner gällande företaget. Utifrån båda dessa antaganden kommer man fram till att alla mått på förvärvsprestation bör utgå utifrån aktieägarvärdet.

Tuch & O'Sullivan nämner också att den existerande litteraturen, när det gäller förvärvsprestation, använder sig nästan uteslutande av de två ovan nämnda måtten; förvärvets påverkan på aktieägarvärdet och förvärvsprestationen mätt utifrån redovisningsdata. Detta stämmer bra in med vår erfarenhet, vi haft svårt att hitta någon litteratur eller hänvisning till litteratur som använder sig av andra typer av utvärderingsansatser.

Författarna nämner även några metodologiska tillkortakommanden med mätmetoderna. På kort sikt, där man mätt aktievärdet precis innan och strax efter att förvärvet har blivit publikt,

kan resultaten bli partiska eftersom reaktionen tenderar att reflektera investerarnas förväntningar. Under långa tidsperspektiv kan data vara ojämnt distribuerat över tiden (exempelvis handlas olika aktier, både de förvärvade bolagens och jämförelseaktier, med olika intensitet över tiden). Vidare, vid en längre mätperiod kommer det in andra händelser som kan vara aktiepåverkande, från genomförandet av ett nytt förvärv till lansering av nya produkter och stigande råvarupriser.

När det gäller utvärdering utifrån redovisningsdata så ser författarna detta som en mer opålitlig metod än aktieägarvärdet, eftersom det är lättare för företagen att manipulera dessa. Måtten är även svårare att jämföra med varandra eftersom det finns många olika mått att tillgå och undersökningarna använder sig av olika metodologier. Anledningen till att redovisningsdata används som ett utvärderingsmått är antagandet att alla fördelar som kommer av ett förvärv förr eller senare kommer att visa sig i redovisningen.

Enligt Tuch & O'Sullivan finns det en enorm empirisk massa som undersöker resultaten från förvärv, från 1960-talet och framåt, och som redovisar ett brett spektrum av resultat. Att båda metodologierna, aktieägarvärde och redovisningsdata, existerar jämsides kombinerat med utmaningen att sätta rätt tidsspann på undersökningen gör att resultaten spretar och det är svårt att nå konsensus, vilket i sin tur gör det svårt att generalisera resultaten (vilket inte har förhindrat att det gjorts, författarnas anmärkning). Vidare så finns det ett flertal externa faktorer som påverkar aktiekursen och därmed försvårar mätning och en generalisering av resultaten. Som en slutreflektion nämner författarna att det uppkommer en nyckelfråga utifrån resultatet av deras undersökning. Om nu bevisningen är så överväldigande gällande förvärvs chanser att lyckas varför fortsätter de att ske (framgångsparadoxen)? En lösning som de nämner är att relatera resultaten av undersökningarna till motiven för förvärven.

En artikel från 1998 som vi hittade diskuterade utvärdering ingående utifrån andra mått än finansiella (Brouthers, K., van Hastenburg, P. & van der Ven, J., 1998). Den tar utgångspunkt från framgångsparadoxen. En av orsakerna bakom framgångsparadoxen, enligt författarna, är att företag har andra motiv med förvärvet än aktieägaravkastning. Oftast har ledningen flera motiv med ett förvärv och försöker därmed uppnå flera mål. Detta rimmar dåligt med användningen sig av enstaka finansiella mått som utvärdering. Istället krävs det alternativa utvärderingsmetoder som klarar av att mäta både finansiella och strategiska resultat. Lösningen som de föreslår är att utvärdera förvärv utifrån i förväg definierade framgångsfaktorer som reflekterar de multipla motiv som företaget har med förvärvet och kan

utgöra utgångspunkt för den efterföljande utvärderingen. Genom att använda sig av framgångsfaktorer som måttstock kan man få mer information gällande resultatet av förvärvet än ett förändrat aktieägarvärde. Som synes ovan så frångår artikelförfattarna grundprincipen att aktieägarna är det centrala när det gäller avkastning. När artikeln skrev 1998 hade författarna inte sett några alternativa utvärderingsmetoder till det som har beskrivits ovan.

Tidsaspekten

Tidsaspekten, som indikerats ovan, är en annan faktor som komplicerar utvärdering. Tiden för integrationen (och därmed för när man kan börja utvärdera effekterna av förvärvet) kan variera beroende på typ av förvärv. Enligt Olve (1988, s. 106) så bör de mest framgångsrika exemplen inte ha en längre integrationstid än tre år. Andra företag har valt ett längre tidsperspektiv och sätter den yttre gränsen vid fem år.

Överlag så kan vi konstatera att det i stort saknas några samstämmiga uppgifter kring vad som är den optimala tiden att mäta effekterna av ett förvärv alternativt när majoriteten av synergier bör vara genomförda. Tidshorizonten varierar kraftigt mellan mätmetoderna, från samma dag som förvärvet annonseras till upp till tio år efter att förvärvet är genomfört, vilket illustreras tydligt i både Tuch & O'Sullivan's undersökning samt i konsultbolagens rapporter.

Sammanfattning av teorin

Som synes från ovan så är förvärv ett ganska komplext fenomen med flertalet inblandade parter i processen, en mångfald av motiv bakom förvärven samt en stor uppsättning av utvärderingsmetoder. Ser man till motiven bakom förvärven så kan de i korthet sammanfattas som att de ska gagna företagets strategi, företagets aktieägare eller så har ledningen personliga motiv bakom förvärvet. Utvärderingsmetoderna är i de allra flesta fall finansiella, med redovisningsdata som en god tvåa, vilket inte minst Tuch & O'Sullivan's sammanställning visar. Även om det existerar andra utvärderingsansatser så är de ganska få i förhållande till de finansiella. Värt att notera är också att de vanligaste förekommande utvärderingsmetoderna utesluter motiven bakom förvärven som en variabel. Tidsaspekten varierar också kraftigt gällande när i tiden man ska mäta förvärvsprestation. Utifrån den litteratur som vi har läst verkar det inte existera någon praxis eller diskussion kring detta utan oftast är det knutet till antingen den förväntade integrationsperioden (dvs. när effekterna av förvärvet beräknas vara synliga), ”paybacktid” på investeringen eller aktiemarknadens förmåga att objektivt bedöma förvärvet på kort eller lång sikt.

Avslutningsvis har vi under teorigenomgången identifierat några grundprinciper som vi funnit i litteraturen och som ligger till grund för flera av de utvärderingsmetoder som redovisats. Dessa är bra att ha i bakhuvudet under uppsatsens gång:

1. Aktiemarknaden agerar effektivt och objektivt samt har samtidigt tillgång till all tillgänglig information.
2. Aktieägarna är centrala, alla investeringar ska i slutändan skapa avkastning för aktieägarna (eller ägarna).
3. En krona idag är mer värd än en krona i morgon, tid förstör avkastning.
4. Ett förvärv ska ge en lika hög eller högre avkastning än vad ägarna skulle få om de valde att investera i en annan aktivitet, med liknande risknivå

Vår undersökning och analys

I vår empiriska undersökning har vi valt att fokusera på vad vi anser vara de viktigaste parterna vid förvärv. Översiktligt har vi tittat på dels vilka motiv som de ser bakom ett förvärv samt hur de utvärderar om ett förvärv har varit lyckat eller inte.

Konsultföretagen

Bakgrund

Som beskrivits ovan så är konsultbolagen som erbjuder sina tjänster som rådgivare, framför allt under strategi- och transaktionsfasen, viktiga intressenter inom M&A.

För att få en övergripande uppfattning hur dessa bolag värderar förvärvsprestation har vi läst igenom ett antal rapporter från 2000-talet från några av de största aktörerna; Accenture, McKinsey, BCG och AT Kearney. Deras undersökningar citeras ofta i tidningar, av andra konsultbolag, i akademisk litteratur och föreläsningar så hur de har valt att utvärdera har fått stor genomslagskraft. Till skillnad från när vi redovisar de andra parterna har vi inte med text kring motiven bakom förvärv av den enkla anledningen att konsultbolagen inte har haft med motiv sina undersökningar.

Utvärdering av förvärv

Vad som är gemensamt för de publicerade undersökningar som vi har valt att läsa är att de oftast utgår från enstaka eller ett fåtal finansiella mått för att värdera bolagsförvärvet, oftast på en aggregerad nivå. Utfallen från de förvärvade bolagen jämförs sedan med relevanta branschindex som exempelvis Standard & Poor. Majoriteten av artiklarna, även de som inte redovisar hur de har utvärderat, refererar också till den ”allmänna uppfattningen”; förvärv är i

de allra flesta fall värdeförstörande. Detta kan illustreras med följande citat:

”Most studies in recent times have concluded that most mergers actually destroys value than created it. 61 % of the deals destroys value at the time that they where announced, 56 % continued to do so two years after the deal”. (Kotzen, J. Neenan, C., Roos A. & Stelter D.,2003).

”Most mergers fail. That’s a fact”. (Niewiem S., Rothenbuecher J., Schottke J. & Wiche G., 2008).

”The message is nothing new: Most mergers fail. This has been confirmed time and again by various studies” (Niewiem S., Rothenbuecher J., Schottke J. & Wiche G., 2008).

Det är ganska tvärsäkra uttalande. Även om alla undersökningarna som vi har läst hänvisar till den ”allmänna uppfattningen”, dvs. att majoriteten av förvärv är värdeförstörande, så har några stycken fått fram mer positiva resultat (se exempelvis Accentures undersökning nedan).

Vad som ligger bakom siffrorna och hur man har kommit fram till resultaten är för det mesta höljt i dunkel när de presenteras övergripande i rapporterna. Resultaten framläggs i princip uteslutande som ett allmänt accepterat fakta. Vid en närmare granskning så ser vi att majoriteten av undersökningarna har använt sig av finansiella data. Det vanligast förekommande är TRS (Total return to shareholders) alternativt företagets marknadsvärde (andel aktier multiplicerat med aktievärdet). För att sedan utvärdera förvärvsprestationen har konsultbolagen jämfört utkomsten med ett relevant branschindex, dvs. undersökt hur företagen har klarat sig i jämförelse med andra, noterade företag i branschen. Ett misslyckat förvärv, enligt den här definitionen, är ett förvärv som ”förstör” aktieägarvärde, dvs. det presterar sämre än jämförbara aktier. Ett lyckat förvärv skapar ett aktieägarvärde som ligger över branschens standardindex, dvs. levererar ett övervärde.

Tidshorisonten, både när i tiden konsultbolagen har mätt och över hur lång tid, varierar mellan undersökningarna. De kortaste intervallen har varit att mäta några dagar innan förvärvet samt direkt eller några dagar efter att förvärvet har blivit publikt. Det längsta intervallet har varit över en period av 10 år.

För att illustrera, Accenture publicerade en undersökning i början av 2012 där de konstaterade att antalet framgångsrika uppköp (och fusioner) hade ökat väsentligt under 2000-talet jämfört

med tidigare undersökningar (Herd, T. & McManus, R., 2012). Från de katastrofala siffrorna som indikerade att 70 till 90 % av alla uppköp var misslyckade visade deras undersökning ett mer positivt resultat, 58 % lyckade affärer. I sin undersökning valde Accenture ut de 500 största, noterade förvärven mellan 2002 och september 2009. 24 månader efter att förvärvet gjorts publikt mätte de TRS för de aktuella bolagen och ställde det i relation till relevant Standard & Poor branschindex. Tidsperspektivet som de utgick ifrån, 24 månader, är den tid som de anser det ska ta som längst även för stora affärer att bli integrerade. Dessutom, under det andra året efter en affär, räknar inte marknaden längre hem de synergieffekter som var avsikten med förvärvet.

Andra, vanliga sätt i undersökningarna att mäta förvärvsprestationen är att använda sig av redovisningsdata så som ROI (return on investment), ROS (return on sales), försäljningstillväxt, vinsttillväxt, olika cashflowmått och nuvärdesberäkningar samt kapitalkostnader. En av undersökningarna använder sig enbart av redovisningsdata; AT Kearney's "All mergers are not alike". Resultatet från deras rapport visar en blandad bild av förvärvsprestationen; ROS har ökat jämfört med deras jämförelseobjekt medan försäljningstillväxt och vinsten hade minskat, resultatet redovisat i procentsatser.

I en av undersökningarna (Accenture webcast) diskuterade deltagarna i en panel andra faktorer som kan påverka avkastningen av förvärvet, bland annat prislappen. Enligt panelen påverkas prislappen av flera faktorer såsom om det är ett stort eller litet förvärv. Ett stort förvärv sker ofta på en konsoliderad marknad där uppköpsobjekten är få, vilket kan rendera ett högre pris (s.k. "scarcity premium"). Efterfrågan är större än tillgången på uppköpsobjekt vilket ger en högre prislapp än vad som går att räkna hem finansiellt inom exempelvis en 24 månaders period. Vidare så skiljer det sig en del om bolaget köper av strategiska skäl eller av finansiella skäl (dvs. riskkapitalister som har som syfte att göra en exit inom tre till fem år). I det förra fallet så kan det exempelvis vara rationellt för ett företag att köpa ett objekt för att konkurrenten inte ska få köpa det, även om avkastningen blir sämre än vad marknaden hade önskat. Här blir alternativkostnaden snarare vad som hade hänt om inte förvärvet hade genomförts. I det senare exemplet med riskkapitalisterna så tenderar, enligt panelen, aktievärdet accelerera på grund av att den köpande partner gör sig av med tillgångar, slimmar verksamheten och maximerar intäkterna för att bli så attraktiv som möjligt vid en senare försäljning. De i panelen som tog upp och diskuterade faktorer som var strategiskt motiverade var företrädesvis representanter från bolag och akademien.

Endast en undersökning av de som vi tittat på har med en kvalitativ studie (Declercq, S., Dunne P., Mezger, S., Moliner, P., Niewien, S. & Rothenbuechers, J, 2008). I den har konsultbolaget djupintervjuat 30 stycken individer som aktivt arbetar med M&A för i sina respektive företag och kompletterat den kvantitativa undersökningen med intervjuer kring hur respondenterna själva värderar de uppköp som de har varit med att genomföra. Till skillnad från resultaten från majoriteten av de kvantitativa undersökningarna så har ingen av de 30 respondenterna värderat uppköpet sämre än tre på en femgradigskala (där tre representerar ”satisfactory”). De har till synes en helt annan uppfattning kring förvärv jämfört med det som ses och sprids som allmän kunskap.

De förvärvande företagen

Bakgrund Everfresh

Den första intervjun genomfördes med Thomas Olausson, tidigare delägare av frukt- och grönsaksgrossisten Everfresh. Efter Handelshögskolan i Göteborg startade Thomas sin karriär på Ernst & Young. Genom skolan kom han i kontakt med en av Sveriges mest erfarna ”frukthandlare” och köpte in sig i deras bolag Everfresh med en uttalad idé om att snabbt växa och sedan så småningom avyttra, vilket skulle kräva att företaget växte kraftigt i omsättning. Frukt- och grönsaksbranschen var relativt fragmenterad med en stor spelare och flera familjeföretag runt om i Sverige. Thomas drev förvärvslinjen som tillväxtstrategi och det första bolaget som förvärvades (och det mest lyckosamma köpet) var AB Citrusfrukter, ett förvärv som genomfördes 1993. Genom förvärvet kom Everfresh åt bananlicenser som krävdes för att sälja bananer på 1990-talet. Vidare, i och med förvärvet kapade Everfresh även ett grossistled och kom närmare direktförsäljning till butikerna. Förvärvet fördubblade omsättningen från 100 till 200 miljoner och blev tidigt lönsamt, bland annat på grund av att det uppköpta bolaget hade en stark balansräkning samt en ledning som inte bestod av den tidigare ägarfamiljen. Under de nästkommande åren genomförde Everfresh ytterligare fyra förvärv, alla av industrilogiska skäl och två utomlands. År 2004 såldes Everfresh till Total Produce Plc, ett av de största frukt- och grönsaksföretagen i Europa. Bolaget hade då en omsättning runt 4 miljarder SEK.

Motiv bakom förvärv

Enligt Thomas så ska ett lyckat förvärv generera mervärden som tillväxt och större omsättning, vilket också låg i linje med hans privata motiv att skapa en attraktiv uppköpskandidat och tjäna pengar. Snabb tillväxt, kapa grossistled, nya försäljningskanaler samt tillgång till nya leverantörer har varit huvudmotiven bakom förvärven. För honom var

det tydligt att det var några faktorer som ökade sannolikheten att förvärvet skulle lyckas och därmed utgjorde motiv bakom förvärv av ett specifikt målbolag; en ledning som var mer eller mindre oberoende ägarfamiljen samt ett överkapitaliserat bolag (stark balansräkning). Utöver det måste det uppköpta bolaget addera någon form av ytterligare värde som är svår att åstadkomma genom att växa organiskt. Vidare, för att få teckna avtal med större, strategiskt viktiga kunder krävdes det volym, vilket skulle ta för lång tid att åstadkomma genom att växa organiskt.

Utvärdering av förvärv

På Everfresh fanns det ingen separat utvärderingsprocess av förvärvsprestationen utanför den löpande uppföljningen utan uppköpet integrerades i den vanliga verksamheten. Med sin bakgrund som revisor hade Thomas kontroll över siffrorna och utgick från balansräkning och resultaträkning i sin löpande utvärdering. Övergripande utgick han från omsättning och resultat, där han jämförde siffrorna före och efter uppköpet. Det uppköpta bolagets omsättning gick in i moderbolaget och utgjorde sedan sammantaget en ”nollpunkt” utifrån vilken Thomas kunde mäta utvecklingen. (han väntade således inte in eventuella synergieffekter). Thomas ansåg att fyra av hans fem förvärv var misslyckade. I begreppet misslyckade ingår både att summan av de båda bolagens omsättning var mindre efter förvärvet än före samt att det inte uppfyllde de strategiska motiv som satts med förvärvet. Förvärvet i Finland blev det största misslyckandet där det säljande bolaget lyckades att behålla strategiska resurser som gjorde att Everfresh blev beroende av de tidigare ägarna. Utöver finansiella skäl så innebar även flera av förvärven att mycket tid spenderades på organisatoriska och företagskulturella frågor vilket drog kraft och energi från den övriga verksamheten. Dock, även om koncernen hade en låg soliditet så var de lönsamma och lyckades växa i en oligopolmarknad.

I övrigt så anser Thomas att utvärdering av förvärv är komplicerat eftersom det är svårt att urskilja vad som är effekterna av förvärvet och vad som är effekter av andra faktorer så som konjunktur. Företag i en uppåtgående marknad är svårast att analysera eftersom även sämre bolag kan få skjuts av den allmänna trenden. Det är när konjunkturen vänder som man kan få den bästa värderingen om förvärvet är bra och hur det står sig på marknaden. Att förvärven inte utvärderas grundligare tror han beror på prestige; ”Vem vill stå på en bolagsstämma och säga att vi har gjort fyra förvärv och tre av dem har misslyckats?”. En annan anledning till att företag inte har en separat utvärderingsprocess är att man helt enkelt inte vill kritisera sig själv. I ett noterat bolag så finns det analytiker som följer aktien och bedömer företaget. Även dessa har ett egenintresse, att sälja råd och tjäna pengar på courtage, och är därför inte

intresserade av att utvärdera sina egna köprekommendationer. Andra parter, som konsultföretagen, är heller inte intresserade av om förvärven lyckas eller inte utan vill ha sitt arvode och lämnar sedan affären. Att många företag väljer förvärv som tillväxtstrategi tror Thomas beror på att aktieägarna förväntar sig tillväxt.

Bakgrund Fagerhult

Fagerhult grundades 1945 i just Fagerhult strax utanför Jönköping. De har idag växt till en koncern med runt 2000 anställda i 17 länder och cirka 3 miljarder i omsättning. I Fagerhultkoncernen ingår flera starka varumärken, flertalet förvärvade från 2000 och framåt. Perioden 2005 till 2011 var en intensiv förvärvsperiod där Fagerhult förvärvade åtta bolag och avyttrade två. Bolaget har valt att växa ungefärligt lika delar organiskt som via förvärv. På varje marknad agerar företaget under flera varumärken, ett resultat av att förvärven och dess varumärken inte integreras fullt ut in i koncernen utan är relativt självständiga i förhållande till moderbolaget. Företaget är idag noterat på Nasdaq OMX Nordiska börs.

Vår respondent, Håkan Gabrielsson, är CFO på Fagerhult och har under sin karriär arbetat i olika ekonomroller inom flertalet storbolag; Electrolux, Ericsson, SAPA och Boliden. Under karriären har han varit involverad i flera förvärv och andra investeringsprojekt, graden av involvering har varierat med position och vilka projekt som företaget har företagit sig.

Motiv bakom förvärv

När det gäller Fagerhult så har motiven bakom uppköpen både varit ekonomiska och strategiska. Bolaget har en tydlig strategi bakom sina förvärv och undviker s.k. ”turn around” situationer utan fokuserar på lönsamma bolag i rätt storlek (vilket är i storleksklassen 200 till 600 miljoner kronor). I första hand undviker Fagerhult företag som är till salu i en öppen budgivning utan letar och approcherar sina bolag utifrån att de är lönsamma, i rätt storlek, gärna ägarledda och, förstås, i linje med Fagerhults strategi (dvs. det kompletterar ett utbud, tar in dem på en ny marknad eller liknande).

I de bolag som Håkan arbetade på innan Fagerhult har uppköpsmotiven varit varierande. Företaget kan ha agerat i en fragmenterad marknad och som börjat konsolideras, där företaget har fått ta ställning till om de vill vara en del av konsolideringsprocessen eller inte. Andra motiv har varit att förvärvet varit en del i en offensiv strategi där företaget som ensamt bolag inte skulle ha klarat sig i konkurrensen.

Utvärdering av förvärv

Efter förvärven behåller Fagerhult sina uppköpta bolag relativt separat från moderbolaget (det förvärvade bolaget), dvs. de integreras inte fullt ut utan behåller varumärken och stor lokal självständighet. Fagerhult har stor respekt för de lokala bolagen och vill inte störa den lokala verksamheten så länge som den är framgångsrik. Genom att behålla förvärven ”stand alone” är det lättare för Fagerhult att mäta eventuella effekter av uppköpet. Det gör dem även mindre beroende av att ha en separat, etablerad process för utvärdering eftersom de följer det uppköpta bolaget som en egen resultatenhet. Ett lyckat förvärv ska bibehålla eller öka lönsamheten samt bidra till företagets strategiska mål. Fagerhult utvärderar utifrån båda strategiska och finansiella motiv.

När det gäller realiseringen av förväntade synergieffekter utöver ekonomiska så har Fagerhult inte kvantifierat detta i målsättningen. En sådan förväntad synergieffekt är exempelvis sortimentsdelning, där det uppköpande och uppköpta bolaget säljer varandras produkter. De uppsatta kvalitativa målen med förvärvet förs istället in i respektive enhets strategiska och operativa plan och följs upp av styrelsen. Sammanfattningsvis utvärderar Fagerhult utifrån definierade finansiella nyckeltal och arbetar aktivt med tydliga projekt i integrationsfasen. Alla avvikelser från mål och planer hanteras i den ”dagliga” verksamheten, dvs. den går in i ”business as usual” och hanteras inte som ett separat projekt.

Ser man till de direkta målen med uppköpet så har de korta synergieffekterna som inköpssynergier varit möjliga att kvantifiera. Håkan upplever dock att effekterna av strategiska, kvalitativa mål, som att komma in i ett strategiskt viktigt segment, är svårare att mäta.

I Fagerhult är det den person som har hanterat förvärvet som också sitter med i styrelsen i det förvärvade bolaget. Han/hon kan objektet väl och vet vilka mål som var satta med uppköpet och verksamheten. I och med att detta blir eventuella avvikelser från målen tydliga. Att bolaget i stort sett är intakt efter förvärvet gör även uppföljningen mindre komplex.

Enligt Håkan så har de förvärv som Fagerhult har genomfört under de senaste 10-15 åren varit lyckade, dvs. det har i stort uppfyllt de ekonomiska och strategiska mål som var satta med förvärvet. Han lyfter också upp att tiden försvårar en rättvis utvärdering av ett förvärv. Ju hårdare man integrerar ett uppköpt bolag desto kortare tidsperiod har man på sig för

utvärderingen eftersom det kan komma in andra, påverkande faktorer som inte har med själva uppköpet eller den efterföljande integrationen att göra.

Då Håkan har haft en tidigare karriär inom flertalet storbolag tar vi även med information kring två av hans tidigare anställningar för att få en bredare förståelse för motiv och utvärdering av förvärv.

Bolidens verksamhet var speciell eftersom det fanns få synergier att erhålla då verksamheten var beroende av gruvan och inte gick att flytta. Inom företaget pågick ett ständigt letande efter uppköpsobjekt. Ett attraktivt objekt var främst beroende av priset för gruvan, nuvarande och framtida råvarupriser samt att malmbeståndet kunde utvinnas till ett rimligt pris. Boliden hade en stark balansräkning för att kunna köpa om det rätta objektet dök upp till rätt pris. Internt följdes alla investeringar upp genom investeringskalkyler för att säkerställa att investeringen hade gett rätt avkastning för att motivera priset (vilket inkluderade eventuella förvärv, även om inget skedde under tiden som Håkan var där). Utvärderingen var i princip uteslutande monetär eftersom andra synergieffekter var svårfångade. De två viktigaste parametrarna för avkastning var gruvans livslängd och att säkerställa man håller produktionstakten.

Under tiden på SAPA, som ägdes av Orkla, upplevde Håkan att Orkla var vana vid förvärv, hade kapabla rådgivare samt hade en genomtänkt struktur för förvärvet, integrationen och uppföljningen. Under tiden han arbetade på SAPA förvärvade Orkla ett av Alcoas affärsområden. Håkan var inte inblandad i att förhandla pris eller mål med förvärvet. Dock hade han en viktig del i integrationen där han var ansvarig för att bygga upp ett gemensamt ”shared service center” för de båda företagen. Förvärvet var stort, komplext och strategiskt viktigt för SAPA och Alcoa ville gå ur den del av sin verksamhet som passade in i SAPAs strategi. Samarbetet skulle initialt inledas som ett joint venture men slutade med ett förvärv som ökade SAPAs omsättningen från 18 till 36 miljarder (uppskattade siffror). I projektet arbetade Håkan med en i förväg satt integrationsplan, där det fanns tydliga åtgärdsplaner och mål med uppköpet, vilket följdes upp och utvärderades kontinuerligt i projektplaner. Dock fanns det flera faktorer som påverkade den kortsiktiga förvärvsprestationen för just detta förvärv, såsom den finanskris och efterföljande lågkonjunktur som uppkom 2008.

Utöver hans direkta erfarenheter nämner Håkan att även om bolaget missar de mål som är uppsatta med förvärvet så kan det fortfarande vara en lönsam investering.

På frågan kring varför han tror att det finns så lite nedskrivet kring utvärdering av förvärv är hans svar att det delvis kan handla om konfidentialitet. Vidare så ser han att majoriteten av företagen har uppföljningar på den generella utvecklingen samt att det är så pass många som är involverade i uppköpet att det blir som ett kollektivt minne. Många arbetar nära de förvärvade objekten och har därför bra insyn i vad som fungerar eller inte. Det blir uppenbart när ”paybacken” inte är tillräcklig och de drar lärdomar av erfarenheterna. Han ser att efterkalkyler på förvärv är bra men tror att anledningen till att det inte görs är för att makrovariabler påverkar så det blir ”svårt att jämföra äpplen och äpplen”. Kalkyler genomförs men kanske inte så systematiskt som det borde.

Sammanfattningsvis så ser Håkan att det är svårt att utvärdera alla effekter av ett uppköp. De rent monetära och ”korta” synergieffekterna av förvärvet är lättare att mäta medan de mer strategiska målen är svårare att kvantifiera och utvärdera. Tidsaspekten är också viktig, ju mer integrerat förvärvet är desto kortare tidrymd krävs för att mäta förvärvsprestationen eftersom andra faktorer kan komma in och påverka utfallet. Vidare, även om målen med uppköpet inte uppnås så betyder det inte att förvärvet inte var lönsamt. I ett ”mindre” bolag så blir förvärvet snabbt en del av den dagliga verksamheten och en del av den ekonomiska utvärderingen. Precis som med existerande affärsområden eller enheter så sätts en strategisk plan som följs upp och där avvikelser hanteras i den vanliga verksamheten.

Corporate finance

Bakgrund Lars Carlson

Som representant från corporate finance sidan fick vi möjlighet att genomföra en intervju med Lars Carlson, idag oberoende rådgivare till PE-bolag samt företrädesvis privata bolag med säte i Norden. Lars arbetar med både köp- och säljprocesser och hanterar även frågor kring bolagens kapitalstruktur. Lars har arbetat inom corporate finance under drygt 20 år. Under sin karriär har han varit involverad i ett stort antal affären av olika storlek, från 50 miljoner upp till 5 miljarder kronor. Under intervjun talar Lars utifrån ett rådgivarperspektiv, vilket i vissa fall inkluderar revisorer, advokater och investmentbanker men inte managementkonsultföretag.

Motiv bakom förvärv

När det gäller förvärvsmotiven så diskuterar Lars liknande motiv som de intervjuade bolagen; målbolaget förvärvas för att uppfylla en strategi, exempelvis addera nya produkter eller komma in på nya marknader. Dock arbetar inte rådgivarna lika mycket med de industriella motiven som de finansiella vid ett förvärv vilket framkommer i deras tjänsteutbud som är främst av finansiell karaktär. För att överhuvudtaget få möjlighet att få tillträde till ledning och styrelse så måste givetvis rådgivarna förstå den industriella logiken och motiven i den tilltänkta transaktionen, annars kommer det förvärvande bolaget inte vara intresserade av att ägna tid åt en potentiell tidskrävande process. Dock, för att ett förvärv ska vara motiverat måste det, förutom att det finns en industriell logik, generera en tillfredsställande avkastning på investerat kapital, dvs. ge högre avkastning än jämförbara investeringsalternativ.

Rådgivarnas motiv, förutsatt att due diligence processen inte uppvisar några allvarliga brister och priset på förvärvet är rimligt, är att få affären genomförd eftersom det är då de tjänar majoriteten av intäkterna (genom att få en procentsats av "enterprise value" som är ett marknadsvärdesmått eller transaktionsvärdet). Risken med förvärvet tar det förvärvande bolaget men även målbolaget som kanske hade utvecklats bättre i en annan miljö.

Utvärdering av förvärv

Enligt Lars så ser han ingen generell mätmetod för vad som är ett lyckat förvärv. På frågan om vad branschens bedömning av ett lyckat förvärv är svarar han avkastningen och tillväxten. Utifrån ett rådgivarperspektiv men även ägarperspektiv mäts framgång genom IRR (internal rate of return) eller NPV som sedan räknas om i hur mycket det kan översättas i aktieägarvärde (dvs. i det egna kapitalet). Rådgivarna utvärderar nästan uteslutande genom finansiella nyckeltal. Eftersom båda mätmetoderna använder sig av diskonterade kassaflöden så spelar både tid och förvärvspriset (investeringskostnad) en stor roll. Ett riskkapitalbolag, som genomför förvärvet av finansiella skäl, sätter ett tidsspann på förvärvet på runt tre till sju år per investering men har ofta mandat att förlänga innehavstiden. Enligt Lars är grundtanken att tidsfaktorn begränsar avkastningen vilket innebär att man inte kan behålla tillgången för länge då avkastningsnivån eroderas. Vidare säger Lars att man ibland använder sig av för korta mätperioder för att kunna visa på ett rättvisande resultat. Vissa rådgivare vill mäta inom 10-12 månader för att tillfredsställa marknaden men för att se reella effekter av förvärvet krävs det ofta mer tid.

När det gäller tidsaspekten så nämner Lars uthållighet som en påverkande faktor. Är investeraren uthållig så kan förvärvet ändå över tid visa sig vara en lyckad affär. Det är svårt prognosticera kassaflöden, främst på grund av påverkande makroekonomiska faktorer men även för att interna faktorer, som hur företaget lyckas få avsättning för sina produkter, också påverkar. Det är helt enkelt svårt att förutsäga framtiden.

Själv anser Lars att man borde använda sig av en kombination av utvärderingsmått för att fånga upp komplexiteten i förvärv, både kvantitativa och kvalitativa. Han ser även att en väl genomförd utvärderingsprocess är ett bra verktyg att lära sig och minimera liknande eller samma misstag som tidigare och påpekar även att många bolag, framför allt de som förvärvat intensivt, räknar med att vissa förvärv blir misslyckade, det ingår till viss del i riskkalkylen.

Akademien

Bakgrund Svante Schriber

Svante arbetar idag som forskare på Stockholm universitet, inom Management och Organisation. Hans forskning är inriktad på strategisk ledning, framför allt med fokus på förvärv och fusioner. 2008 doktorerade han på Handelshögskolan i Stockholm där han skrev sin avhandling utifrån en analys av förvärv och synergirealisering inom medicinteknik- och bageribranschen. I denna hävdar han att omgivningens betydelse och de dynamiska aspekterna underskattas i forskningen om förvärv och fusioner. Samgåenden ses som situationer istället för processer och är inte så statisk och rätlinjig som det framstår. Utöver de organisatoriska svårigheterna behöver ledningen även bemästra externa utmaningar som uppstår när kunder, konkurrenter och även myndigheter förändrar konkurrenslandskapet runt fusionen eller förvärvet, och därmed sätter fokus på att förvärv är präglade av situationsspecifika och dynamiska processer.

Motiv bakom förvärv

Svante ifrågasätter den ensidigt negativa bilden kring förvärv. Vad som konstituerar ett lyckat förvärv är perspektivberoende och går inte att besvara på ett generellt sätt. Ytterst handlar det om att uppnå det mål eller motiv som satts upp för förvärvet. Även motiv och målbilden kan vara komplex, de mål som uttalas publikt kan av olika skäl skilja sig från de faktiska mål som man har med förvärvet. I vissa fall så kan en dynamisk marknad vara bakgrund till att företaget överträffar målen. I andra fall kan målen vara felformulerade eller de kan vara extra högt satta för att motivera investeringen för medarbetarna. Allt detta försvårar den efterföljande utvärderingsprocessen. Svante anser att förvärv har med tiden nästan tagit sig

mytiska proportioner, att det har skapats en aura att det är någonting stort och fint jämfört med andra investeringar. Han vill hellre betrakta uppköp som ett strategiskt val bland många andra, ett sätt att köpa resurser som motsvarar ett definierat behov och ett redskap som ska uppfylla ett strategiskt syfte. Utifrån detta synsätt ska förvärv vara en bättre idé än de andra till buds existerande alternativa strategier.

Utvärdering av förvärv

Svante ser att det skulle kunna finnas ett behov av ett mer holistiskt mått för utvärdering av förvärvsprestation, som tar hänsyn till den komplexitet som det innebär. Fler mått samt att addera kvalitativa mått till de existerande finansiella måtten skulle sannolikt ge en mer sammanfattande bild av hur förvärvet gått. Det skulle innebära en blandning av ”objektiva” mått som aktiekurser och i viss mån redovisningsdata men kompletteras av exempelvis enkätundersökningar. Han ser styrkor och svagheter med de existerande måtten. Redovisningsdata kan manipuleras av ledningen för att framstå i bättre dager samt aktiedata, som utgår från att marknaden är effektivt, kan efter 2008 ifrågasättas då det blev tydligt hur förväntningarna påverkar aktiekursen och att det finns aktörer som spekulerar på dessa förväntningar.

Ett viktigt syfte (vid intern utvärdering) enligt Svante är att bygga upp erfarenhet inför efterföljande förvärv. Han anser även, med tanke på hur mycket påverkande faktorer på förvärvsprestationen som det finns från omgivningen, att det möjligen kan det räcka med att se på hur bolaget går som helhet istället för att ha en separat utvärderingsprocess. Han lyfter också fram att det inte är självklart att bolaget vill att förvärvet ska utvärderas samt att det finns många aktörer, inkluderat forskare, som tjänar pengar på att framställa förvärv som något väsensskilt andra investeringar och tillväxtstrategier.

När i tiden utvärderingen bör genomföras anser Svante är beroende på syftet med förvärvet, storlek på bolagen samt på vilket sätt köparen avser att integrera förvärvet. Hur lång tid det tar att genomföra åtgärderna bör styra när i tiden förvärvet bör utvärderas.

Bakgrund Göran Liljegren

Göran är idag involverad i två bolag, Mercuri Urval och Blue Institute, och har även en 20-procentig professur på Linköpings universitet. Mercuri Urval är ett konsultbolag som arbetar med olika former av organisatoriska och HR-relaterade tjänster, från strategiimplementering

till rekrytering. Blue Institute är en tankekedja vars uppdrag är att förstå och förmedla den strategiska kontexten hos sina kunder. De fokuserar på frågor om tillväxt, affärsutveckling, marknadsdynamik och förändringsprocesser. Vid Linköpings Universitet är Göran adjungerande professor och driver ett forskningsarbete kring tillväxt och värdeskapande. Tidigare ledde Göran verksamheten för MTC (Foundation of Marketing Technology), en fristående forskningsstiftelse, samt var under det sista året innan han rekryterades över till Mercuri Urval, VD på IFL.

Motiv bakom förvärv

Enligt Göran så var de främsta förvärvsmotiven industrilogiska under 1980-talet, dvs. de stöttade det förvärvade bolagets strategi och framtida affär. Idag anser han att det har svängt och att det har blivit ett starkare fokus på finansiella resultat och aktieägaravkastning, även om industribolagen fortfarande till stor del är ute efter industrilogik. Göran anser, precis som Svante, att det inte går att isolera förvärv från andra typer av värdetillväxt så som exempelvis produktivitetsoökning, förutsatt att det har som slutmål att stärka balansräkningen, direkt eller indirekt.

Flertalet av förvärven, enligt Görans erfarenhet, har haft ökad effektivisering som grundläggande motiv. Satsningar på effektivitet och produktivitet påverkar resultatet direkt och förstärker därmed balansräkningen. Under de senaste 20 åren anser Göran dock att fokus för värdeskapande och tillväxt har förändrats, från att vara främst centrerade kring effektivitetsförbättringar till att gå mot s.k. ”created growth”, dvs. tillväxt genom innovationer. En av anledningarna bakom omsvängningen mot ”created growth” är att marginalnyttan med effektivitetssatsningar har minskat. Omsvängningen kommer även att öka betydelsen av andra motiv bakom förvärv än rent ekonomiska. Detta kommer, tror Göran, även att påverka utvärderingsmodellerna som inte kommer att vara relevanta i de sammanhangen utan det kommer att krävas alternativa utvärderingsmodeller.

Å andra sidan ser han att det blir svårare för företagsledningar att motivera förvärv baserat på industrilogiska motiv, på gott och ont. Avkastning till ägarna samt att stärka balansräkningen måste alltid finnas med i alla kalkyler men det finns en risk att det får för stor betydelse och därmed hindrar nödvändiga investeringar.

Utvärdering av förvärv

När Göran diskuterar värdetillväxt är det i första hand kopplat till det egna kapitalet i balansräkningen. Göran talar också om marknadseffektivitet där kapitalet styrs mot en

värdetillväxt där det får den största avkastningen. Enligt honom har alla former av tillväxtstrategier en avtagande marginalnytta, i enlighet med nationalekonomisk teori. Idag finns det även färre objekt till salu vilket i sig ger en avtagande marginalnytta.

Ett lyckat förvärv handlar om vilket perspektiv som utvärderas och bör utvärderas utifrån vilka motiv som företaget hade med förvärvet. Många bolag, som exempelvis Electrolux och Assa Abloy, hade aldrig på organisk väg lyckas bli så stora utan att köpa på sig omsättning. Assa Abloy exempelvis migrerar inte in förvärvet under det första året just i syfte att kunna mäta om det skapar värde eller inte. Vid en införlivning av förvärvet så finns det andra faktorer som kommer att påverka och göra det svårt att särskilja och utvärdera effekterna av förvärvet från andra externa och interna faktorer som kan påverka. Göran ser även att det finns en risk att företagsledningen friserar de finansiella kalkylerna för styrelsen för att få igenom ett förvärv som man är övertygad om har ett högt strategiskt värde. Genom att snabbt migrera in förvärvet i verksamheten gör man det svårt att genomföra en objektiv utvärdering och man lugnar aktieägarna genom kalkyler.

Om förvärven skulle mätas mot de strategiska motiven bedömer Göran att man skulle få ett annat och mer positivt resultat. Anledningen till att inte finns mer skrivet kring utvärdering anser Göran beror på att många inte vill ha den transparensen. Det finns ett prestigevärde runt förvärv och det är ett fenomen som föder många personer.

Gällande tidsperspektivet för en utvärdering anser Göran att det beror på hur man bygger upp nuvärdeskalkylen, dvs. när man vill att investeringen ska vara återbetald och till vilken kalkylränta. Oftast använder sig aktörerna av samma nuvärdesmodell som en maskin.

Resultatredovisning och analys

Som vi skrev i början var syftet med vår uppsats var tvådelat:

Vad är, enligt de parter som vi har studerat, ett lyckat förvärv och hur mäter de det?

Vi har här försökt att ta reda på hur de ser på vad som är ett lyckat förvärv, hur de har valt att utvärdera för att komma fram till sina slutsatser samt när i tiden en utvärdering av förvärvsprestationen bör göras.

Vi hade också som syfte att i ett andra steg göra reflektioner kring de utvärderingsmetoder som har använts samt hur de har använts för att dra de slutsatser som har lett fram till den ”allmänna uppfattningen”.

Sammanfattningsvis från teorin kunde vi se att det fanns en mångfald av motiv och utvärderingsmetoder bakom förvärv samt att finansiella mått och redovisningsdata har varit de vanligast förekommande utvärderingsmetoderna. När i tiden förvärvsprestationen bör mätas varierade, både inom samma mätmetod och mellan de olika mätmetoderna. Det fanns även några grundprinciper som har varit tongivande och som har utgjort ett fundament för framför allt de finansiella mätmetoderna; aktieägarna i centrum för mottagare av värdeskapande, aktiemarknaden är objektiv och effektiv, tid förstör avkastning samt alla investeringar ska ge högsta möjliga avkastning (risknivå lika).

Vad är ett lyckat förvärv?

Som synes i det empiriska materialet, svaret på den frågan beror på vem du frågar.

Rådgivarna

Rådgivarna har i stort lämnat motiven med förvärven därhän och fokuserat på finansiella mått för att utvärdera om förvärvet har varit lyckosamt. I teoriavsnittet kunde vi se att deras undersökningar och sätt att mäta har haft en stor påverkan på den ”allmänna uppfattningen” och resultaten citeras inom såväl akademien som affärspress.

I majoriteten av de konsultundersökningar som vi har gått igenom har konsultbolagen låtit marknaden, dvs. aktieägarna avgöra om ett förvärv är framgångsrikt eller inte. TRS och marknadsvärde blir en aggregerad, oberoende och kvantifierbar metod att få fram resultat. Med tanke på hur dynamiska, mångfacetterade och många till antalet som förvärvsmotiven kan vara så kan det till viss del vara förståeligt att man har valt att utesluta dessa (vilket kanske hade framkommit vid en personlig intervju med konsultbolagen).

Inom corporate finance så har man använt främst investeringskalkyler i form av NPV eller IRR för att bedöma om ett förvärv är framgångsrikt. Där visade både Lars och panelen i Accentures undersökning på några aspekter som problematiserar uträkningarna; tidsaspekten (både i form av när effekterna av ett förvärv slår igenom och i investerarnas uthållighet) och prislappen. När det gäller det sistnämnda så nämner panelen att det kan vara svårt att räkna hem förvärv som har genomförts av strategiska skäl. Ofta anses prislappen vara för hög, vilket exempelvis kan reflektera ett litet utbud av förvärvsobjekt. En annan utmaning med dessa två utvärderingsmetoder är att se in i framtiden och därmed korrekt bedöma framtida kassaflöden. Det är svårt att på förhand bedöma effekterna av den påverkan som både en dynamisk omvärld och företagets interna handlingar har på framtida kassaflöden.

När det gäller redovisningsdata så var det få av konsultbolagens rapporter som använde sig av

detta. Tuch & O'Sullivan's artikel (2007) visar dock att det är en vanligt förekommande mätmetod. I rådgivarnas undersökningar var utfallet blandat, vissa redovisningsmått hade förstärkts och andra inte efter förvärvet. Anledningen till att vi inte hittade fler rapporter som använde sig av denna utvärderingsmetod kan vara att redovisningsdata innehåller så många olika mått att de blir svåra att jämföra samt att det upplevs (enligt Tuch & O'Sullivan) som relativt lätta att manipulera.

Som redovisades i teoriavsnittet, ovan utvärderingsmått ställer även krav på att acceptera vissa grundprinciper för de ska vara relevanta, exempelvis att aktiemarknaden är effektiv och objektiv. Om dessa grundprinciper anses vara ofullständiga eller kan ersättas med andra så faller även flera av de vanligaste av rådgivarnas mätmetoder.

Företagen

Företagen lyfter upp strategiska motiv bakom sina förvärv även om ekonomiska motiv såsom lönsamhet och avkastning givetvis är en viktig del för båda respondenterna. Båda företagen har ingen separat utvärderingsprocess av sina förvärv utan utvärderingen blir en del av "business as usual", där uppföljning av finansiella nyckeltal är en viktig del. Gällande Everfresh så använde sig Thomas av en före och efter situation där han slog samman resultat och omsättning som fick utgöra en utgångspunkt. För Fagerhult, som endast integrerar sina uppköpsobjekt i begränsad omfattning, blir förvärvet en separat enhet med fortsatt egen resultat- och balansräkning vilket underlättar den löpande utvärderingen. De strategiska motiven och målen integreras i den övergripande, strategiska planen där ägarna och/eller styrelsen har det yttersta ansvaret och utvärderar kontinuerligt. Håkan påpekar också att dedikerade personer arbetar aktivt med uppköpen och får en "magkänsla" kring vad som fungerar och vad som är avvikelser, vilket minskar behovet av en separat uppföljningsprocess.

Fagerhult anser att alla uppköp hittills överlag har varit lyckade, dvs. de har uppnått både de ekonomiska och strategiska målen som var satta med förvärvet.

En intressant reflektion när det gäller Everfresh är att Thomas upplevde att fyra av hans fem förvärv misslyckades. Utöver det så nämner han att bolaget hade under förvärvstiden en låg soliditet men lyckades att vara lönsamma. Trots detta uppnådde han sitt mål som ägare med förvärvet; han fick sålt bolaget till en bra prislapp. Förvärven hade möjliggjort att man byggde omsättning vilket i sin tur möjliggjorde att man kunde ta in större kundkontrakt vilket i sin tur gjorde att bolaget blev en attraktiv uppköpskandidat. Även om uppköpen upplevdes som misslyckade så var de en viktig förutsättning för att skapa ett önskat värde för ägaren.

Håkans erfarenhet från Boliden visar också på att branschen som företaget verkar i har påverkan på prislappen och därmed förvärvsprestationen. Boliden befann sig i en situation med få möjliga tillväxtpotentialer samt begränsade möjligheter att hitta synergieffekter, vilket både påverkar prislapp och lönsamhet. Eftersom en gruvas tillgångar är ändliga så är tillväxt genom förvärv förmodligen en av ganska få tillgängliga tillväxtstrategier vilket kan motivera ett förvärv till en prislapp som är svår att räkna hem i en nuvärdeskalkyl.

Båda respondenterna visade också på problemet med tid, dvs. utifrån när i tiden man ska mäta; tidigt eller efter att eventuella synergieffekter har gett resultat. Yttre faktorer så som konjunktur har påverkande effekt på företaget och gör det svårt att urskilja effekter som emanerar från förvärvet.

Både litteraturinläsningen och intervjuerna med våra företag visar på att det finns en uppsjö av motiv bakom ett förvärv, vilket försvårar en aggregerad utvärdering av en stor mängd förvärv.

Akademien

Våra respondenter inom akademien ser båda ett behov av en mer holistisk syn på utvärdering än vad som finns idag utan att för den sakens skull göra avkall på kraven på finansiell avkastning. Både tar en mer flexibel och perspektivberoende ansats när det gäller synen på vad som är ett lyckat förvärv. Till skillnad från rådgivarna lyfter de fram förvärvsmotiven som en viktig utgångspunkt för utvärderingen. En annan gemensam åsikt var att inte särskilja förvärv från andra typer av tillväxtstrategier eller värdetillväxt.

Svante lyfter även upp komplexiteten när det gäller motiv och mål; dessa kan tjäna olika syften samt vara fel satta.

Enligt Göran så upplever han att motiven bakom förvärven har fått ändrade styrkeförhållanden där de strategiska motiven har fått stryka på foten mot de finansiella kraven på avkastning. En viss risk finns, indikerar han, att ledningen inför sin styrelse friserar avkastningskalkylerna för att få möjlighet att genomföra ett förvärv som de upplever är strategiskt riktigt.

Båda respondenterna säger att det finns ett behov av att mäta på ett mer holistiskt sätt och att förmodligen resultaten av en undersökning som inkluderade motiv, kvalitativa och kvantitativa mått skulle resultera i ett bättre utfall gällande förvärvsprestationen. Båda tar även upp att det är finansiella mått som är de rådande utvärderingsmått inom akademien.

När det gällde frågor kring när i tiden man bör mäta så skiljde de sig åt; från Svante som satte beroende på typ av förvärv (där exempelvis storlek på förvärv var viktigt) och Göran som hänvisade till en nuvärdeskalkyl. Båda skulle nog acceptera varandras ståndpunkter men svaren från båda respondenterna var inte uttömmande. Detta skulle kunna indikera på att tidsperspektivet, när i tiden man bör utvärdera ett förvärv, kanske inte är så genomlyst i akademien?

Sammanfattningsvis gällande våra undersökta parter kan vi se att rådgivarna har valt att exkludera motiv från utvärderingsmetoden och använder sig av främst finansiella men också till viss del redovisningsdata när de utvärderar förvärvsprestationer. För att ”köpa” att deras mätmetoder håller så behöver man acceptera de grundläggande finansiella principerna som redovisats ovan. Företagen har ett 360-perspektiv, där både motiv/mål/strategi utvärderades jämte finansiella nyckeltal och redovisningsdata. Inget av företagen upplevde ett behov av en strukturerad, separat utvärderingsprocess utan ansåg att nuvarande införlivning av utvärderingen i den vanliga verksamheten räckte. Akademien var mest rörlig i sina ansatser och benämner motiv, utvärderingsmetod samt tidsperspektiv som ”perspektivberoende”. Hos de två sistnämnda parterna kunde vi utröna att en mer holistisk ansats skulle kunna få andra resultat gällande förvärvsprestation än vad som är den ”allmänna uppfattningen”.

Reflektioner kring utvärderingsmetoderna och dess användning

Det är flera saker som slår oss när vi har gått djupare ner i de undersökningar som har genomförts, läst litteratur och artiklar samt efter våra intervjuer med parterna. En är vilken spridning som den ”allmänna uppfattningen” har fått i M&A- världen. Resultaten från olika undersökningar citeras och återupprepas i en mångfald av forum, påfallande ofta utan att ha någon vidhängande förklaring till hur man har fått fram siffrorna. Siffrorna redovisas som jämförbara oavsett vilken mätmetod eller tidsperiod som har använts. Detta gör att man har dragit slutsatser och gjort jämförelser mellan undersökningar utan att ta hänsyn till hur de har kommit fram till resultaten och vilka mått som använts, vilket skapar problem med att generalisera resultaten. Detta får man nog säga är ett ganska okritiskt användande av statistik. Ingenstans har vi läst någon mer genomgripande kritik av måttens relevans i förhållande till resultaten och väldigt få texter har erbjudit alternativa utvärderingsmetoder till de finansiella.

Framgångsparadoxen

En annan sak som framkom både i litteraturen och i vår undersökning är den diskrepans som råder mellan hur bolagen och delvis akademien värderar vad som är ett framgångsrikt förvärv jämfört med hur konsultbolagen och corporate finance rådgivarna gör. Medan de förra även

tar hänsyn till de strategiska och industrilogiska målen och motiven så ser de senare nästan uteslutande på aktieägarvärde, investeringskalkyler eller redovisningsdata och lämnar motiven utforskade. Förutom att det ger åtminstone en delförklaring till varför framgångsparadoxen existerar så riskerar de skilda synsätten att dra en skiljelinje mellan företaget och aktieägare. Detta skulle kunna resultera i, som Göran indikerade, att ledningen tvingas frisera investeringskalkyler för att få möjlighet att genomföra strategiskt, motiverade förvärv. Ett mer holistiskt sätt att utvärdera alla former av investeringar, innehållande motiv, avkastningskrav samt kvalitativa mått, skulle kanske få dessa två parter att närma sig när det gäller synen på vad som konstituerar ett lyckat förvärv.

Intervjuerna med företagen visar på att de i stort har en annan agenda med sina förvärv än ett kortsiktigt vinstmaximerande för ägarna. Ett företag arbetar utifrån ett perspektiv att de ska existera i åtminstone 100 år till medan en aktieägare av naturliga skäl oftast har ett kortare tidsperspektiv med sitt innehav. Ett långsiktigt perspektiv ifrågasätter minst två viktiga finansiella grundprinciper – tid eroderar avkastning och ägarna är det centrala. För att ställa saken på sin spets, vad ska premieras, företagets (som en egen, definierad enhet) långsiktiga överlevnad och framtida aktieägare eller nuvarande aktieägare?

Utvärderingsmetoder

Något som gjorde oss (som inte är skolade inom finansiell analys) lite förvånade är konsultbolagens sätt att mäta utan att ta någon som helst hänsyn till vilka motiv eller mål som företagen hade med sina förvärv. Att mäta om man uppnått fördefinierade mål är oftast syftet med alla former av utvärdering, som svarar på har vi uppnått det vi räknade med. Som nämnts av företrädare för bolagen och akademien samt i litteraturen; för företaget finns det andra motiv till att genomföra ett förvärv eller vilken annan alternativ strategi som helst utom att generera direkt, kortsiktig avkastning till aktieägarna. Detta framkommer inte i denna typ av undersökningar.

När det gäller att använda aktiemarknaden som utvärderingsmått är det flera saker som vi har funderat över, främst kopplade till grundprincipen att marknaden fungerar effektivt. Det första är antagandet att marknaden gör en korrekt värdering av värdet av förvärvet. Det förutsätter att aktieägarna har full information och förmåga att veta/förstå bolagets strategiska motiv och kunna värdera dessa korrekt (på kort och lång sikt). Det bör också vara så, för att ge en rättvisande bild, att alla aktieägare har samma motiv och tidshorisont med sitt aktieäggande, vilket med största sannolikhet inte är fallet. Ett bolag genomför förhoppningsvis ett förvärv utifrån ett långsiktigt perspektiv och inte nödvändigtvis utifrån ett kortsiktigt maximerande av

aktievärdet (om det inte finns ett personligt motiv, exempelvis ett fint incitamentsprogram och en nära förstående avgång). En aktieägare kan äga en aktie i spekulativt syfte och är kanske endast är intresserad av ett kortsiktigt ägande vilket kan gå stick i stäv med framtida värdeökning medan en annan har en längre tidshorisont, dvs. ägarna har olika tidsperspektiv med sitt ägande. Tidshorisonten väcker också frågan om vad det innebär att maximera aktieägarvärdet; innebär det idag, om ett år eller om några år? Vissa strategiska val som företaget gör kan vara värdeförstörande på kort sikt men värdeskapande på längre sikt (och tvärtom).

Även investeringskalkyler som nuvärdesmetoden har sina utmaningar. En första är svårigheten att prognosticera framtida kassaflöden. En andra är att använda samma investeringskalkyler för maskiner som förvärv (om vi har uppfattat det rätt). Ett förvärv torde vara en mer komplex historia med fler påverkande faktorer som försvårar en korrekt utvärdering jämfört med att räkna hem en mer statisk investering som maskin eller fabriksbyggnad.

Även branschens utformning bör påverka för båda av de etablerade mätmetoderna. I en mogen, konkurrensutsatt marknad där tillväxten är svag eller till och med negativ bör det vara mycket svårare att få avkastning på investeringen jämfört med en tillväxtmarknad vilket försvårar jämförelser över regions- och landsgränser. Andra faktorer som borde påverka är storleken på bolagen av förvärven, ett stort misslyckande bör synas tydligare i siffrorna än ett litet. En annan utmaning är att det är svårt att mäta hur det hade gått om förvärvet inte hade genomförts (vilket utgör jämförelsedata) med tanke på att alternativet blir en fiktiv konstruktion, vilket också Sevenius nämner i sin bok (2011). Med hänsyn till detta tycker vi att båda utvärderingsmetoderna borde ha stött på mycket mer motstånd än vad vi har hittat.

Tidsaspekten

Tidsperspektivet, dvs. när i tiden effekterna av ett förvärv bör utvärderas, upplever vi vara ganska utforskat och spretigt. I intervjuerna, konsultrapporterna och litteraturen så varierar det kraftigt, från konsultbolagens mätning av aktiekurser kort tid innan och efter ett förvärv blir publikt till ett tidsperspektiv upp till tio år för att säkerställa att alla eventuella effekter av förvärvet har hunnit realiseras. Inom corporate finance så ser det ut som att tidsperspektivet fastställs främst beroende på storlek på investeringen, finansiärernas/ägarnas tålamod och vilken typ av investeringskalkyl man valt att använda. Även respondenterna för bolagen skiljde sig åt; på Everfresh bedömde man förvärvet från dag ett. Hos Fagerhult, som låter sina förvärv vara relativt självständiga efter förvärvet, såg man att korta och kvantifierbara

synergieffekter kunde mätas inom ett år men att det var mer komplicerat att följa upp strategiska mål samt effekter på lång sikt (då det är svårt att särskilja på vad som är effekter av förvärvet och andra påverkande faktorer). Även om för- och nackdelar med att mäta på kort respektive lång sikt diskuterades i intervjuer, artiklar och litteratur så hittade vi ingen sammanhängande undersökning kring vad som är ett lämpligt tidsmått, varför och i vilka situationer.

I flertalet av konsultbolagens undersökningar har man använt korta tidsperioder där man har mätt aktieägarvärdet några dagar före förvärvet och sedan samma dag som förvärvet har blivit publikt. I denna typ av mätning lägger man stor tilltro till marknadens förmåga att snabbt värdera förvärvet och flertalet undersökningar visar att majoriteten av förvärven har minskat aktievärdet. Med en sådan kort mätperiod värderar marknaden inte de facto vilka synergier eller andra fördelar ett förvärv ger utan endast marknadens förväntningar kring förvärvet. Använder man sig av ett längre perspektiv så är sannolikheten att fördelar/nackdelar med förvärvet har fått genomslag men det innebär även att det är svårt att isolera effekterna av förvärvet mot andra, påverkande händelser som nya produktansättningar, valutakurser eller andra hundratals faktorer som kan påverka företagets siffror.

Övrigt

På individnivå har några av respondenterna nämnt prestige som en anledning till ovilja att analysera sitt eget arbete vilket också skulle kunna vara en anledning till att separata utvärderingsprocesser saknas hos företagen. Det är inte karriärvänligt att visa att man har misslyckats, framför allt inte om förvärvet har rönt stor publicitet. Förutom företagen så finns det andra parter som driver på förvärv, flera av dem namngivna i den här uppsatsen och alla tjänar pengar i M&A-processen. Även akademien, enligt Svante, kan ha ett syfte med att framställa M&A som något svårt och riskfyllt – det genererar forskningspengar. Personliga motiv att skönmåla resultaten av ett förvärv verkar även ha varit en anledning till att man drar sig för att använda sig av andra mått än de finansiella; redovisningsdata kan manipuleras, intervjuer med ledningen tenderar att få en förskönande bild osv. Detta är dock samma problem som dyker upp i all kvalitativ forskning och borde rimligtvis kunna hanteras inom M&A också.

I intervjun med respondenterna från företagen så hade båda valt att integrera utvärderingen av förvärvet i den vanliga verksamheten och de upplevde inte att de hade ett behov av en separat utvärderingsprocess utan hade ”koll” ändå. En intressant frågeställning är om det verkligen behövs en separat utvärderingsprocess? Det kanske är så att utvärdering av förvärv är för

komplex, ger för lite solida svar och tar för mycket tid för att det ska vara värt att genomföras. Undantaget från detta, enligt vår åsikt, är det ständiga lärande som krävs för att göra saker bättre nästa gång. För den sakens skull kan viss utvärdering vara på sin plats.

Slutligen, en fundering som vi inte har hittat någon information kring men som kanske skulle vara värt att utforska är den ”allmänna uppfattningens” betydelse för förväntningarna på ett förvärv. Om majoriteten av investerarna anser att någonstans 60 till 90 % av alla förvärv misslyckas är det då inte lätt att det blir en självuppfyllande profetia? Utifrån det perspektivet så är det kanske inte så konstigt att marknaden väljer att reagera negativt till nyheterna om ett förvärv.

Slutsatser och avslutande diskussion

Utifrån våra undersökningar så ser vi att det är den finansiella disciplinen som har dominerat de utvärderingar som har genomförts av gjorda förvärv. Med tanke på att TRS, investeringskalkyler och redovisningsdata är kvantifierbart, i stor utsträckning går att aggregera, relativt objektivt och lättförståeliga mått är det förklarligt att de har blivit dominerande utvärderingsmått när det gäller att bedöma förvärvsprestation. Det som dock är lite förvånande är att de mer eller mindre verkar ha varit oantastliga, både med tanke på att utvärderingsverktygen är ganska trubbiga samt att det faktiskt inte, in någon form, tar hänsyn till motiv eller mål med förvärvet. Det har också varit svårt att finna några alternativa, kvantifierbara sätt att mäta förvärvsprestation.

Det som också har varit påfallande är att det existerar en bred flora av utvärderingsmetoder för hur man mäter förvärvsprestation, var och ett med sina egna styrkor och svagheter. Med tanke på detta kan man ställa sig undrande till att den ”allmänna uppfattningen” har i såpass många skrifter och undersökningar återupprepats och citerats utan några källhänvisningar samt har framställts som en sanning. Olika undersökningar har jämförts och sammantaget legat till grund för slutsatsen att förvärv är en mycket riskfylld tillväxtstrategi utan att de egentligen har haft samma utvärderingsmått eller att författaren överhuvudtaget har problematiserat slutsatserna. De ser ut att ha tagits för givna. Utifrån så spretiga utvärderingsmått bör det rimligtvis ha varit svårt att dra några generaliserade slutsatser.

I litteraturen, konsultbolagens undersökningar samt från intervjuerna så har vi sett att det råder en diskrepans mellan hur bolagen väljer att mäta förvärv jämfört med andra parter i M&A-världen. Detta ligger förmodligen till stor del bakom framgångsparadoxen och det hade

varit intressant att se hur utfallet blivit om man genomförde en undersökning som väger in alla parter perspektiv, dvs. som tar med både avkastningskrav och motiv. Som flera av våra intervjuade parter nämner, vad som är ett lyckat förvärv är perspektivberoende och det existerar flera motiv. Det förvärvande företags mål och tidshorisont kan väsentligt skilja sig från aktieägarna, framför allt när bolaget är noterat. Vid ägarledda företag så råder det förmodligen en större samstämmighet mellan företags och ägarens mål (hypotes). Vi upptäckte även ett synsätt att utvärdering som baseras på annat än ”objektiva” mått, såsom intervjuer eller annan kvalitativ data, riskerar att manipuleras och har därför ett begränsat värde. Kanske härstammar det från en skiljelinje mellan förespråkare för kvantitativ alternativt kvalitativ metod, men det borde gå (och vara befogat) att genomföra bra kvalitativa undersökningar som alternativ till undersökningar som finns idag.

En annan slutsats är hur komplext förvärv faktiskt är eller möjligtvis framställs. Då inte bara utifrån själva förvärvsprocessen utan för att, som våra intervjuer visade, inte ens motiv och målsättning behöver vara transparenta, statiska eller ens rätt satta. Läger man där till att förvärv genomförs i en dynamisk och ständigt föränderlig omvärld så får du ett fenomen som vi tycker skulle kräva en mer holistisk ansats när det gäller utvärdering än vad som hittills har använts.

Avslutningsvis så tycker vi att det föreligger ett behov av att ta sig an framgångsparadoxen en gång för alla, oavsett vad det får för konsekvenser för forskningspengar eller konsultinkomster. Vi tycker också att det finns anledning till att ifrågasätta att aktieägarna är främsta mottagaren av värdeskapande och synen på marknaden som objektivt effektiv och istället ta mer hänsyn till företags intresse samt de andra intressenternas motiv och roll i värdeskapandet. Ett första steg i den riktningen kan vara utveckla mer holistiska utvärderingsinstrument vilket också innebär att uppgradera betydelsen av fler motiv än avkastning för aktieägarna.

Framtida forskning

Det kan synas lite överoptimistiskt att två studenter inom management ifrågasätter välkända och väl använda finansiella grundprinciper utan att ha speciellt mycket akademiska poäng i ämnet i ryggen. Det har dock, under uppsatsens gång, kommit fram en avhandling gjord av f.d. ekonomijournalisten Sofie Nachemson-Ekwall, framlagd vid Handelshögskolan i Stockholm. I denna visar hon att aktieägarvärdet sedan 1990-talet har fått en alltför dominerande roll i bolagsstyrningen i samband med bud på Stockholmsbörsen, där hon bland

annat nämner möjligheten att utnyttja kortsiktigheten hos institutionella investerare som pensions- och aktiefonder. Enligt Sofie så visar avhandlingen på behovet av att utveckla en teori om en effektiv marknad som tydligare fokuserar på företaget som en värdeskapande enhet. Värdeskapande tar tid och är beroende av andra grupper än aktieägarna såsom anställda, kunder och underleverantörer.

Utifrån detta akademiska stöd skulle intressant framtida forskning kunna vara:

- Forska vidare om, och i så fall på vilket sätt, aktieägarvärdet styr strategiska beslut och konsekvenser av detta. Detta bland annat med hänsyn till tidsperspektivet; företaget som ska existera i hundra år till och en del av aktieägarnas mer kortsiktiga tidsperspektiv.
- Hitta alternativa utvärderingsmetoder till de dominerande finansiella för att mäta förvärvsprestation.
- Forska vidare i tidsperspektivet – när är det rimligt att mäta effekterna av ett förvärv? Hur ska man hantera de avigsidor som att mäta kortsiktigt och långsiktigt utvärdering för med sig?
- Går det hitta hanterliga utvärderingsmått som gör att det lönar sig att använda dem i praktiken? Hur viktigt är det egentligen att just förvärvet utvärderas, räcker det inte att fokusera på bolagets utveckling?
- Systematisera motiven bakom förvärv, som idag är en snårskog.

Kritik

Det finns en enorm mängd litteratur inom M&A som berör förvärv utifrån en mångfald av synvinklar. Det finns därför en stor sannolikhet att det redan existerar utvärderingsformer som tar en mer holistiskt approach. Vi har dock inte lyckats hitta några tongivande exempel. En aspekt som vi har varit inne på i begränsad omfattning är överavkastning. En utveckling av begreppet skulle kunnat vara intressant om vi hade haft mer kunskaper i ämnet. Överavkastning uppkommer när, i det här fallet, ett företag genom ett förvärv ger en högre avkastning än sitt jämförelse- eller referensindex. Genom en CAPM (capital asset pricing model) kan man jämföra ett företags faktiska avkastning med dess förväntade avkastning. Kravet på överavkastning har legat som en grund till flera av analyserna gällande förvärvsprestation. Att ta med detta perspektiv hade förmodligen gett fler intressanta nyanser till uppsatsen.

Genomgående i uppsatsen, på grund av våra bristande kunskaper inom finansiell teori, finns

det med största sannolikhet brister i hur vi har redovisat och tolkat finansiella begrepp samt tolkat våra respondenter. Vi är mycket medvetna om detta. Alla eventuella fel i uppsatsen går att härleda till uppsatsförfattarna och är inte en reflektion av våra respondenters kunskaper.

Referenser/Källförteckning

Litteraturlista

- Beckier, M., Bogardus, A. & Oldham, T (2001), "Why mergers fail", The McKinsey Quartely, nr. 4, s.6-9, McKinsey
- Brealey, R & Myers, S (2003), "Principles of corporate finance", Boston, McGraw-Hill
- Brouthers, K., van Hastenburg, P. & van der Ven, J (1998), "If most mergers fail why are they so popular", Long Range Planning, vol. 31, nr 3, s.347-353
- Bryman A (2008), "Social research methods", Oxford; Oxford University Press
- Bryman A (2002), "Samhällsvetenskapliga metoder", Malmö; Liber
- Christoffersson, S., McNish R. & Sias D., (2004), "Where mergers go wrong", The McKinsey Quarterly, nr.2, McKinsey
- Cools K., King K., Neenan, C. & Tsusaka, M. (2004), "Growing through acquisitions", BCG Report, Boston Consulting Group
- Declercq, S., Dunne P., Mezger, S., Moliner, P., Niewien, S. & Rothenbuechers, J (2008), "Three years after the marriage", A.T Kearney
- Herd, T. & McManus, R. (2012), "Who says M&A doesn't create value", Outlook, nr 1, Accenture
- Eriksson, L T & Wiedersheim (2008), F, "Rapportboken: hur man skriver uppsatser, artiklar och examensarbeten", Malmö, Liber.
- Grubbström W. Robert, Lundquist Janerik (2005); "Investering och finansiering", Lund: Acadmia Adacta AB
- Grönmo, S (2006), "Metoder i samhällsvetenskap", Malmö, Liber
- Hawawini, G & Vialett, C (2011), "Finance for executives", Mason, Ohio; South-Western Cengage Learning
- Kotzen, J. Neenan, C., Roos A. & Stelter D. (2003), "Winning through mergers in lean times", BCG Report, Boston Consulting Group
- Kvale, S (1997), "Den kvalitativa forskningsintervjun", Lund, Studentlitteratur
- McLetchie, J & West, A. (2010), "Beyond risk avoidance: A McKinsey perspective on creating transformational value from mergers", Perspectives on merger integration, s. 11-18, McKinsey
- Niewiem S., Rothenbuecher J., Schottke J. & Wiche G. (2008), "All mergers are not alike", A.T Kearney

Nilsson, Fredrik (1997), ” Strategi och ekonomisk styrning: en studie av hur ekonomiska styrsystem utformas och används efter företagsförvärv”, Linköping: Universitet.
Orrbeck, M (2006); ”Företagsförvärv i praktiken”, Lund, Studentlitteratur
Olve, N-G (1988);”Företag köper företag”, Stockholm, Mekanförbundets förlag
Schriber, Svante (2009); ”Att realisera synergier”, Stockholm; Economic Research Institute (EFI), Öhrlings PricewaterhouseCoopers, 2009
Sevenius, R (2011), ”Företagsförvärv”, Lund, Studentlitteratur

Elektroniska källor

Accenture, Merger market live record, transcript (2011), 11-3074.
<http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Merger-Market-Transcript.pdf> (hämtad 11 november, 2012)

Aktiespararna, ”Investment banking – så fungerar det”,
<http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Nyheter-och-artiklar/Investment-Banking-sa-fungerar-det/>, (hämtad 17 december, 2012)

Ahrenberg, A. & Karnel, D, ”Företagsförvärv – en studie om M&A rådgivarnas roll i förvärvsprocessen”, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Företagsekonomiska institutionen, Industriell och Finansiell ekonomi
https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/24340/1/gupea_2077_24340_1.pdf
(hämtad 17 december, 2012)

Tuch, C & O’Sullivan, N. (2007), ”The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence”, International Journal of Management Reviews, doi;10.1111/j.1468-2370.2007.00206.x, (hämtad 20 december, 2012)

Intervjuer

Thomas Olausson, f.d. delägare av Everfresh, 2012, personlig intervju 2012-12-04

Håkan Gabrielsson, CFO Fagerhult, 2012, personlig intervju 2012-12-05

Svante Schriber, forskare Stockholms universitet, 2012, telefonintervju 2012-12-18

Lars Carlson, rådgivare M&A, 2012, telefonintervju 2012-12-20

Göran Liljegren, director Blue Institute, Mercuri Urval och adjungerade professor vid Linköpings universitet, 2012, telefonintervju 2012-12-21

Bilaga

Frågeområden vid intervjun

Generella för alla respondenter

Din övergripandeuppfattning och erfarenhet av förvärv.

Vanligaste motiven bakom förvärv i allmänhet och motiv bakom de förvärv respondenten har varit inblandad i.

Vet du eller har du någon uppfattning om hur många förvärv som misslyckas/lyckas?

Vad är för respondenten ett lyckat förvärv?

Hur utvärderas ett förvärv för att bedöma om det är lyckat eller inte?

När i tiden behöver effekterna mätas för att det ska vara relevant?

Specifika frågor för Everfresh och Fagerhult

Vilka mål hade företaget med uppköpen?

Har en utvärdering gjorts?

Vem har genomfört utvärderingen?

Hur (process och KPI) har utvärderingen genomförts?

När i tiden genomfördes utvärderingen (efter uppköpet)?