



CHALMERS

Strategi, redovisning och goodwill vid svenska börsbolags förvärv i USA

En fallstudie av hur köpeskillingen fördelas mellan tillgångar vid företagsförvärv

Kandidatarbete inom Industriell ekonomi

ANTON BÄCKMAN
ERIK HOLMGREN
MAX SWEGMARK

AXEL HAGLUND
CARL RYDHOLM
JOHANNES VON BAHR

**INSTITUTIONEN FÖR TEKNIKENS EKONOMI OCH ORGANISATION
AVDELNINGEN FÖR ENTREPRENEURSHIP AND STRATEGY**

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA
Göteborg, Sverige 2026
www.chalmers.se
Kandidatarbete TEKX18-26-12

Strategi, redovisning och goodwill vid svenska börsbolags förvärv i USA

En fallstudie av hur köpeskillingen fördelas mellan tillgångar
vid företagsförvärv

Strategy, Accounting and Goodwill in Swedish Listed Companies' Acquisitions in the United States

A Case Study of Purchase Price Allocation in Cross-Border
Acquisitions

ANTON BÄCKMAN
ERIK HOLMGREN
MAX SWEGMARK

AXEL HAGLUND
CARL RYDHOLM
JOHANNES VON BAHR

Strategi, redovisning och goodwill vid svenska börsbolags förvärv i USA
En fallstudie av hur köpeskillingen fördelas mellan tillgångar vid företagsförvärv

ANTON BÄCKMAN
ERIK HOLMGREN
MAX SWEGMARK

AXEL HAGLUND
CARL RYDHOLM
JOHANNES VON BAHR

© ANTON BÄCKMAN, 2026
© ERIK HOLMGREN, 2026
© MAX SWEGMARK, 2026

© AXEL HAGLUND, 2026
© CARL RYDHOLM, 2026
© JOHANNES VON BAHR, 2026

Kandidatarbete TEKX18-26-12
Teknikens ekonomi och organisation
Chalmers tekniska högskola
412 96 Göteborg
Sverige
Telefon + 46 (0)31-772 1000

Göteborg, Sverige 2026

Gothenburg, Sweden 2026

Strategy, Accounting and Goodwill in Swedish Listed Companies' Acquisitions in the United States

A Case Study of Purchase Price Allocation in Cross-Border Acquisitions

ANTON BÄCKMAN
ERIK HOLMGREN
MAX SWEGMARK

AXEL HAGLUND
CARL RYDHOLM
JOHANNES VON BAHR

Department of Technology Management and Economics
Chalmers University of Technology

SUMMARY

A key question in the accounting for corporate acquisitions is whether the allocation of the purchase price between goodwill and identifiable intangible assets reflects the strategic motives communicated by management, or whether other factors, such as incentives related to minimise future amortisation costs, determine the outcome. This study aims to examine this problem by analysing how Swedish listed companies allocate the purchase price in acquisitions of US-based companies, with a particular focus on the purchase price allocation (PPA). To conduct the study, a multiple case study design is used where four acquisitions are analysed: Hexagon's acquisition of Intergraph (2010), Ericsson's acquisition of Vonage (2022), Sandvik's acquisition of Varel (2014), and Gränges' acquisition of Noranda Aluminum (2016). The study applies three complementary theoretical frameworks: the Resource-Based View (RBV), the OLI framework, and agency theory.

The findings of the case study indicate that the degree of alignment between management communication and PPA structure is primarily determined by the nature of the acquired assets. Acquisitions driven by physical or legally separable assets, such as production facilities and patents, tend to exhibit lower goodwill ratios and greater consistency between stated motives and reported values. In contrast, acquisitions motivated by platform technologies, network effects, or ecosystem values systematically result in higher goodwill ratios, partly as a structural consequence of IFRS 3's identifiability requirements. Agency-theoretical explanations show limited independent explanatory power across cases, though the logic of overpayment concealment appears most relevant in Ericsson's case, where subsequent goodwill impairments totalling 47.2 billion SEK suggest that the acquired resources were overvalued at the time of acquisition. The study concludes that a high goodwill ratio is not inherently problematic but requires economic anchoring in realisable future cash flows to be justified. The results offer an analytical foundation for investors to critically assess acquisition disclosures, particularly in transactions where a substantial portion of the purchase price is allocated to intangible assets that are hard to identify.

Keywords: Purchase price allocation, goodwill, intangible assets, mergers & acquisitions, IFRS 3, Resource-Based View, OLI-framework, agency theory

Note: The report is written in Swedish.

SAMMANFATTNING

En central fråga inom förvärvsredovisning är huruvida köpeskillings fördelning mellan goodwill och identifierbara immateriella tillgångar återspeglar de strategiska motiv som ledningen kommunicerar, eller om andra faktorer, såsom incitament att minimera framtida avskrivningskostnader, styr utfallet. Denna studie syftar till att undersöka detta problem genom att analysera hur svenska börsnoterade företag fördelar köpeskillingen vid förvärv av amerikanska bolag, med ett särskilt fokus på förvärvsanalysen (PPA). För att genomföra studien används en multipel fallstudiedesign där fyra förvärv analyseras: Hexagons förvärv av Intergraph (2010), Ericssons förvärv av Vonage (2022), Sandviks förvärv av Varel (2014) samt Gränges förvärv av Noranda Aluminum (2016). Studien tillämpar tre kompletterande teoretiska ramverk: det resursbaserade synsättet (RBV), OLI-ramverket och agentteori. Dessa används för att bedöma huruvida de kommunicerade motiven för respektive förvärv återspeglas i den faktiska redovisningsprocessen.

Fallstudiens resultat indikerar att graden av överensstämmelse mellan ledningens kommunikation och PPA-strukturen i första hand avgörs av de förvärvade tillgångarnas karaktär. Förvärv som drivs av fysiska eller juridiskt avskiljbara tillgångar, såsom produktionsanläggningar och patent, tenderar att uppvisa lägre goodwillandelar och större överensstämmelse mellan kommunicerade motiv och redovisade värden. Förvärv som motiveras av plattformsteknologier, nätverkseffekter eller ekosystemvärden resulterar däremot systematiskt i högre goodwillandelar, delvis som en strukturell konsekvens av IFRS 3:s identifierbarhetskrav. Agentteoretiska förklaringar uppvisar begränsad självständig förklaringskraft mellan fallen, även om logiken kring döljande av överbetalning framstår som mest relevant i Ericssons fall, där efterföljande goodwillnedskrivningar om totalt 47,2 miljarder SEK antyder att de förvärvade resurserna var övervärderade vid förvärvstillfället. Studiens slutsats är att en hög goodwillandel i sig inte är problematisk, men kräver ekonomisk förankring i realiserbara framtida kassaflöden för att vara motiverad. Resultaten erbjuder ett analytiskt underlag för investerare att kritiskt granska förvärvsredovisning, särskilt i transaktioner där en betydande del av köpeskillingen allokeras till immateriella tillgångar som är svåra att identifiera.

Nyckelord: Förvärvsanalys, goodwill, immateriella tillgångar, företagsförvärv, IFRS 3, resursbaserat synsätt, OLI-ramverket, agentteori

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1. Bakgrund och problemformulering.....	2
1.2. Syfte och forskningsfrågor.....	3
1.3. Avgränsningar.....	3
2. Teoretiskt ramverk	4
2.1. Företagsförvärv och redovisningsprinciper	4
2.1.1. OLI-ramverket	5
2.2. Resursbaserad teori	6
2.2.1. VRIO-ramverket	7
2.3. Agentteori	8
3. Tidigare empirisk forskning	10
3.1. Goodwillens ekonomiska innebörd.....	10
3.2. Synergier och förvärvsutfall över tid	11
3.3. Den nordiska och svenska kontexten	12
4. Metod	13
4.1. Fallurval och motivering.....	14
4.2. Datainsamling	14
4.3. Metodkritik	15
5. Resultat	17
5.1. Hexagons förvärv av Intergraph	17
5.1.1. Strategisk målbild	17
5.1.2. Ledningens ersättningsstruktur	18
5.1.3. PPA-analys.....	19
5.1.4. Uppföljning och utfall.....	19
5.2. Ericssons förvärv av Vonage	20
5.2.1. Strategisk målbild	21
5.2.2. Ledningens ersättningsstruktur	21
5.2.3. PPA-analys.....	22
5.2.4. Uppföljning och utfall.....	22
5.3. Sandviks förvärv av Varel	23

5.3.1.	Strategisk målbild	24
5.3.2.	Ledningens ersättningsstruktur	24
5.3.3.	PPA-analys.....	25
5.3.4.	Uppföljning och utfall.....	26
5.4.	Gränges förvärv av Noranda Aluminum.....	26
5.4.1.	Strategisk målbild	27
5.4.2.	Ledningens ersättningsstruktur	28
5.4.3.	PPA-analys.....	28
5.4.4.	Uppföljning och utfall.....	29
6.	Analys.....	30
6.1.	Kommunicerat motiv och faktisk redovisning.....	30
6.2.	Det resursbaserade synsättets förklaringskraft.....	33
6.3.	OLI-ramverket som motiv till resursfördelning.....	35
6.4.	Agentteoretiska incitament och ersättningsstrukturens roll	37
6.5.	Förvärvstyp som förklaringsvariabel	40
7.	Slutsats	42
	Referenser	44
	Bilagor	A
	Bilaga 1: Redovisade poster från Hexagons förvärv av Intergraph	A
	Bilaga 2: Redovisade poster från Ericssons förvärv av Vonage	B
	Bilaga 3: Redovisade poster från Sandviks förvärv av Varel	C
	Bilaga 4: Redovisade poster från Gränges förvärv av Noranda.....	D

1. Inledning

Internationell expansion genom företagsförvärv har under de senaste decennierna blivit ett centralt inslag i svenska börsbolags tillväxtstrategier (SCB, 2025). När ett företag förvärvar ett annat bolag måste den betalda summan, det vill säga köpeskillingen, fördelas i redovisningen mellan de tillgångar som faktiskt köpts. Denna process kallas *Purchase Price Allocation* (PPA) och innebär att köpeskillingen delas upp mellan materiella tillgångar, identifierbara immateriella tillgångar som patent och kundrelationer, samt goodwill (Corporate Finance Institute, 2019b). Goodwill är den återstående delen av priset som inte kan kopplas till specifika identifierbara tillgångar, och kan exempelvis spegla förväntade synergieffekter, värdet av ett starkt varumärke, eller en eventuell överbetalning i samband med förvärvet (Corporate Finance Institute, 2019a).

Hur köpeskillingen fördelas mellan olika tillgångar vid ett förvärv är inte enbart en redovisningsteknisk fråga. Det är en strategisk identifiering och värdering av vad företaget faktiskt anser sig ha köpt, inom ramen för gällande redovisningsregler. Fördelningen får dessutom direkta ekonomiska konsekvenser: identifierbara immateriella tillgångar medför avskrivningar som påverkar resultaträkningen, medan goodwill inte skrivs av löpande utan prövas i stället årligen för nedskrivningsbehov (IFRS, 2026b). Det innebär att en hög andel goodwill skyddar det redovisade resultatet från löpande avskrivningskostnader, vilket kan ge företagsledningarna monetära incitament att allokera en större andel av köpeskillingen till goodwill (Bugeja & Loyeung, 2015).

Enligt det resursbaserade synsättet, *Resource-Based View* (RBV), strävar företag efter att internalisera resurser som kan ligga till grund för hållbara konkurrensfördelar (Wernerfelt, 1984). Här är det framför allt immateriella tillgångar såsom patent, teknologisk kunskap och kundrelationer som anses svårimiterade, och med det, strategiskt värdefulla. Om sådana resurser utgör kärnan i ett förvärv bör de kunna identifieras och värderas som separata immateriella tillgångar i affärens PPA. Att betydande värden i stället redovisas som goodwill väcker därför frågan om huruvida de resurser som anges som motiv för förvärvet också återspeglas i hur köpeskillingen allokeras. Denna diskrepans utgör utgångspunkten för studien, vilken syftar till att analysera om köpeskillingens fördelning vid svenska börsbolags förvärv på den amerikanska marknaden återspeglar vad företagen faktiskt säger sig ha köpt, eller om andra faktorer styr hur köpeskillingen har redovisats.

1.1. Bakgrund och problemformulering

Den amerikanska marknaden är ett av de viktigaste expansionsmålen för stora svenska koncerner (SCB, 2025). USA utgör inte bara världens största ekonomi, utan erbjuder också tillgång till ledande teknologi och unika kundsegment som inte finns tillgängliga på den svenska marknaden (Utrikespolitiska institutet, 2026). Förvärv av amerikanska bolag kan därför vara ett sätt att direkt tillgodogöra sig dessa fördelar snarare än att utveckla dem organiskt. Denna logik ligger i linje med det etablerade OLI-ramverket, enligt vilket internationella direktinvesteringar drivs av ägar-, lokaliserings- och internaliseringsfördelar (Dunning, 1988).

Samtidigt är företagsförvärv förknippade med betydande risker. En central sådan är övervärdering vid förvärvstillfället, det vill säga att köpeskillingen överstiger det verkliga värdet av det förvärvade bolagets tillgångar och diskonterade framtida kassaflöden. Om förvärvet inte motsvarar de förväntningar som låg till grund för transaktionen kan bolaget senare behöva skriva ner goodwill, vilket enligt Zhao m.fl. (2023) har en direkt negativ effekt på lönsamheten. Detta kan ge företagsledningen incitament att senarelägga eller undvika sådana nedskrivningar, vilket speglar kärnan i det agentteoretiska problemet: att företagsledningen kan fatta beslut som gynnar den egna positionen snarare än aktieägarnas långsiktiga intresse (Jensen & Meckling, 1976).

Problemet blir särskilt tydligt när man studerar svenska företagsförvärv i USA. I pressmeddelanden och andra uttalanden från företagsledningen framhålls ofta det förvärvade bolagets unika teknologi och kompetens som centrala motiv för förvärvet (Filip m.fl., 2022). Samtidigt redovisas i många fall en betydande del av köpeskillingen som goodwill, snarare än som identifierbara immateriella tillgångar. Detta resulterar i bristande transparens för aktieägarna beträffande vad köpeskillingen faktiskt avser och huruvida den kan hänföras till identifierbara resurser eller till värden vars underliggande grunder är svåra att utvärdera och följa upp.

För att konkretisera dessa frågor fokuserar studien på fyra svenska börsbolags förvärv på den amerikanska marknaden: Hexagons förvärv av Intergraph (2010), Ericssons förvärv av Vonage (2022), Sandviks förvärv av Varel (2014) samt Gränges förvärv av Noranda Aluminum (2016). Tillsammans utgör dessa fall ett empiriskt underlag för en systematisk granskning av huruvida förvärvets strategiska motiv återspeglas i hur köpeskillingen allokerats.

1.2. Syfte och forskningsfrågor

Studien syftar till att undersöka hur svenska börsnoterade företag fördelar köpeskillingen vid förvärv på den amerikanska marknaden, med fokus på fördelningen mellan goodwill och identifierbara immateriella tillgångar i förvärvsanalysen. Konkret handlar det om att granska huruvida de tillgångar som ledningen beskriver som centrala motiv för förvärvet, som unik teknologi, patent eller kundrelationer, faktiskt identifieras och värderas som sådana i förvärvsanalysen, eller samlas under goodwill. Vidare undersöks hur fördelningen speglar faktiska resursbehov i enlighet med RBV och OLI-ramverket, eller om den kan förklaras av agentteoretiska incitament kopplade till hur goodwill och avskrivningar påverkar bolagets redovisade resultat.

Följande forskningsfrågor vägleder studien:

1. I vilken utsträckning återspeglar fördelningen av köpeskillingen de motiv som svenska börsnoterade koncerner kommunicerar vid förvärv på den amerikanska marknaden?
2. Hur kan variationer i fördelningen av köpeskillingen förstås utifrån strategiska resursbehov (RBV/OLI), respektive av agentteoretiska incitament?

1.3. Avgränsningar

Studien behandlar företagsförvärv på den amerikanska marknaden som genomförts av svenska börsnoterade koncerner noterade på Nasdaq Stockholm under perioden 2010–2022. Valet av tidsperiod motiveras av att samtliga förvärv infaller efter 2008 års revidering av redovisningsstandarden IFRS 3, som skärpte kraven på upprättandet av förvärvsanalyser (IFRS, 2026b). Genom att säkerställa att alla undersökta fall förhåller sig till samma redovisningsprinciper möjliggörs en rättvisande jämförelse mellan dem. Den övre gränsen, år 2022, säkerställer att tillräcklig tid förflutit efter det senaste förvärvet för att relevant uppföljningsdata ska finnas tillgänglig.

Avgränsningen till den amerikanska marknaden motiveras av att USA utgör det enskilt största målet för svenska internationella direktinvesteringar (SCB, 2025). Eftersom samtliga fall studeras inom samma institutionella kontext med liknande redovisningsstandarder kan en rättvis jämförelse mellan dem utföras.

2. Teoretiskt ramverk

För att analysera hur svenska börsbolag fördelar köpeskillingen vid förvärv, och varför fördelningen ser ut som den gör, utgår studien från tre kompletterande teoretiska perspektiv: resursbaserad teori, OLI-ramverket och agentteori. Tillsammans bildar de ett ramverk som möjliggör tolkning av sambandet mellan ledningens strategiska kommunikation och den faktiska redovisningen i förvärvsanalysen.

2.1. Företagsförvärv och redovisningsprinciper

Ett företagsförvärv innebär att en koncern eller ett enskilt företag förvärvar ett innehav i ett annat företag, där köparen efter förvärvet erhåller kontroll över målbolaget. Motiven till förvärvet kan variera, men vanligt förekommande drivkrafter är tillväxt, förväntade synergieffekter och tillgång till strategiska resurser (Malik & Kumar, 2025). När ett förvärv genomförs uppstår omedelbart en central fråga kring hur köpeskillingen ska fördelas i redovisningen mellan de tillgångar som faktiskt förvärvats.

Denna process regleras av den internationella redovisningsstandarden International Financial Reporting Standard 3 (IFRS 3), som kräver att förvärvet redovisas enligt förvärvsmetoden (IFRS, 2026b). Standarden reglerar redovisningen av företagsförvärv och etablerar principerna för hur de förvärvade tillgångarna ska identifieras och värderas. Utgångspunkten är att alla identifierbara tillgångar och skulder ska redovisas till verkligt värde vid förvärvstidpunkten. Detta får konsekvensen att immateriella tillgångar som tidigare inte redovisats i det förvärvade företaget kan behöva identifieras och tas upp i samband med förvärvet. IFRS 3 syftar därmed till att öka transparensen genom att särskilja värdet på specifika tillgångar från goodwill, vilket förbättrar jämförbarheten mellan företag och över tid.

Den erlagda köpeskillingen fördelas därefter i en Purchase Price Allocation (PPA) (Corporate Finance Institute, 2019b). Här delas köpeskillingen huvudsakligen upp i tre kategorier: materiella tillgångar, identifierbara immateriella tillgångar och goodwill. Materiella tillgångar är fysiska resurser såsom maskiner, fastigheter och utrustning (Corporate Finance Institute, 2019c). Identifierbara immateriella tillgångar är icke-fysiska resurser som ändå kan pekats ut och värderas separat, exempelvis patent, varumärken och kundrelationer (IFRS, 2026a). En central skyldighet enligt IFRS 3 är att de identifierbara immateriella tillgångarna ska redovisas separat från goodwill, förutsatt att de uppfyller kriterierna för identifierbarhet. En tillgång klassas som sådan om den antingen är avskiljbar, det vill säga kan säljas eller överföras separat,

eller om den uppstår ur avtalsenliga eller juridiska rättigheter. Ett patent eller ett varumärke som kan säljas till en extern part är typiska exempel på avskiljbara tillgångar. Tillgångar av det juridiska slaget kan exempelvis vara kundrelationer som regleras av löpande avtal, eller ett licensavtal som ger rätt att nyttja en specifik teknologi.

Goodwill utgör den del av köpeskillingen som överstiger det verkliga värdet av samtliga identifierbara nettotillgångar (Corporate Finance Institute, 2019a). Posten kan uppstå av flera skäl. I vissa fall återspeglar den ekonomiska värden som ännu inte kan identifieras separat, exempelvis förväntade synergieffekter eller framtida övertvinster. I andra fall kan goodwill vara ett uttryck för att förvärvaren helt enkelt betalat ett för högt pris. Detta kan exempelvis bero på en budprocess som driver upp priset bortom vad som är fundamentalt motiverat.

Hur stor goodwillandelen typiskt är varierar kraftigt mellan branscher. Enligt *Stout Purchase Price Allocation Study* (Stout, 2025) som baseras på 183 amerikanska transaktioner slutförda under det fjärde kvartalet 2024, uppgår medianen av goodwill som andel av Enterprise Value (EV) till 48,6 procent. I Stouts rapport beräknas förvärvets EV genom att inkludera de övertagna räntebärande skulderna, utöver den erlagda köpeskillingen. Variationerna mellan branscher är betydande, där medianen uppgår till 64 procent inom IT-sektorn, 49 procent inom industrisektorn, 45 procent inom sektorn för kommunikationstjänster och 33 procent inom materialsektorn.

Köpeskillingens fördelning har direkta ekonomiska konsekvenser, eftersom de tre kategorierna behandlas olika i den löpande redovisningen. Materiella tillgångar och identifierbara immateriella tillgångar skrivs av systematiskt över sin nyttjandeperiod, vilket innebär en förutsägbar kostnad som belastar rörelseresultatet varje år (IFRS, 2026b). Goodwill skrivs däremot inte av löpande. I stället prövas posten årligen för nedskrivning, vilket innebär att värdet i balansräkningen endast minskar om ledningen bedömer att de framtida kassaflödena inte längre motiverar det bokförda värdet. Eftersom denna prövning bygger på ledningens egna antaganden om framtida tillväxt och avkastning är den betydligt mer subjektiv än en fastställd avskrivningsplan.

2.1.1. OLI-ramverket

För att förstå varför företag väljer att expandera internationellt genom företagsförvärv erbjuder OLI-ramverket ett kompletterande perspektiv. Ramverket utvecklades av John Dunning (1988)

och identifierar tre villkor som samtliga måste vara uppfyllda för att en internationell expansion genom förvärv ska vara lönsam.

Det första kriteriet, *Ownership* (O), avser de ägarspecifika konkurrensfördelar som ett företag måste besitta för att kunna konkurrera med redan etablerade aktörer på den marknad man expanderar till (Dunning, 1988). I denna studie kan det kopplas till hur immateriella resurser som varumärken och patent skapar ägarfördelar som motiverar förvärvet. *Location* (L) beskriver de platsspecifika fördelar som förvärvet kan erbjuda. En expansion till utländska marknader kan exempelvis ge ett svenskt företag tillgång till specifika resurser, såsom spetskompetens eller strategiska kundsegment som inte är tillgängliga på hemmamarknaden. Det tredje kriteriet, *Internalization* (I), rör fördelarna av att hålla värdeskapande aktiviteter inom det egna företaget snarare än att licensiera delar av verksamheten till externa aktörer. Genom att internalisera sin utländska verksamhet kan svenska koncerner skydda sina immateriella rättigheter och undvika att förlora konkurrenskraft.

OLI-ramverket är relevant för denna studie eftersom det delvis kan förklara vilka tillgångar som prioriteras vid förvärv och hur dessa prioriteringar borde återspeglas i den efterföljande PPA-analysen. Om ett förvärv primärt motiveras av ägarskapsfördelar i form av unika immateriella resurser bör dessa kunna värderas som sådana i förvärvsanalysen.

2.2. Resursbaserad teori

Det resursbaserade synsättet, Resource-Based View (RBV), är ett centralt ramverk inom strategisk ledning och syftar till att förklara hur företag kan använda sina interna resurser för att uppnå hållbara konkurrensfördelar (Wernerfelt, 1984). Inom RBV görs en grundläggande distinktion mellan materiella och immateriella tillgångar. Materiella tillgångar som maskiner och produktionsanläggningar kan relativt enkelt förvärvas eller kopieras av konkurrenter. Immateriella tillgångar som varumärken, patent och teknologisk kunskap är däremot svårare att imitera och tillskrivs därför ofta ett högre strategiskt värde.

RBV är ett viktigt ramverk för denna studie eftersom det erbjuder en logik för hur ledningens kommunikation om förvärven bör förhålla sig till PPA-utfallet. Om ett bolag tydligt motiverar ett förvärv med att man köper unika och svårimiterade resurser bör förvärvsanalysen innehålla en hög andel identifierbara tillgångar. En omotiverat hög andel goodwill kräver i så fall en

annan förklaring, antingen att de förvärvade resurserna faktiskt inte uppfyller kriterierna för att redovisas separat, eller att andra strategiska faktorer har styrt hur köpeskillingen fördelas. Sådana faktorer kan exempelvis vara incitament att minimera framtida avskrivningskostnader, eftersom goodwill till skillnad från identifierbara immateriella tillgångar inte skrivs av löpande, eller att värderingen av specifika tillgångar visat sig alltför svår att genomföra i praktiken och dessa värden därför samlats under goodwill.

2.2.1. VRIO-ramverket

VRIO-ramverket är ett verktyg inom RBV som introducerades av Jay Barney (1995) och struktureras kring fyra frågor: huruvida resurserna skapar värde (*Value*), är sällsynta (*Rareness*), är svåra att imitera (*Imitability*) samt om organisationen (*Organization*) är utformad för att tillvarata dessa. Ramverket fungerar som ett komplement till den välkända SWOT-analysen som fokuserar på styrkor (*Strengths*), svagheter (*Weaknesses*), möjligheter (*Opportunities*) och hot (*Threats*). Dessa är i första hand orienterade kring ett företags omgivning samt interna styrkor och svagheter. VRIO-ramverket utvecklades för att fylla ut gapet i SWOT-analysens interna del och riktar i stället uppmärksamheten inåt mot företags resurser och förmågor.

Frågan om värde handlar om huruvida ett företags resurser faktiskt skapar värde som kan användas för att utnyttja möjligheter på marknaden eller ta itu med konkurrensmässiga hot såsom nya konkurrenter, teknikskiften eller förändrade kundpreferenser (Barney, 1995). Barney betonar att resurser inte är värdefulla på egen hand, utan måste sättas i relation till den rådande konkurrenssituationen. En resurs som skapar värde i ett sammanhang kan sakna betydelse i ett annat. Att en resurs är värdefull är dock inte tillräckligt i sig. För att en resurs ska kunna utgöra en källa till konkurrensfördelar krävs också att den är sällsynt. En värdefull resurs som många konkurrenter besitter leder inte till konkurrensfördelar utan snarare till konkurrensmässig paritet, ett tillstånd av likställd konkurrens. Det är alltså tillgången på resursen hos konkurrenterna som avgör om den kan bli en källa till faktisk fördel.

Antar man att en resurs är både värdefull och sällsynt återstår frågan om hur länge fördelen håller. Detta avgörs av i vilken utsträckning resursen kan imiteras av konkurrenter (Barney, 1995). Ett företag med sällsynta och värdefulla resurser kan uppnå en tillfällig fördel, men för att denna ska bli bestående krävs att konkurrenter möter betydande kostnader eller hinder vid imitation. Imitationen kan ske på två sätt: genom duplicering, där konkurrenten bygger upp en identisk resurs, eller genom substitution, där likvärdiga men annorlunda resurser används för

att uppnå samma strategiska funktion. Slutligen avgör organisationen om de tre föregående dimensionerna faktiskt omsätts i praktiken. Rapporteringsstrukturer, incitamentsprogram och ledningskontrollsystem utgör så kallade komplementära resurser som var för sig har begränsad påverkan, men som tillsammans med övriga VRIO-dimensioner kan avgöra om ett företag fullt ut lyckas kapitalisera på sina konkurrensfördelar. En resurs som är värdefull, sällsynt och svårimiterad kan alltså ändå gå miste om sin potential om organisationen inte är byggd för att dra nytta av den.

2.3. Agentteori

Agentteorin, som formulerades av Jensen & Meckling (1976), beskriver den intressekonflikt som kan uppstå när ägandet av ett företag är separat från dess ledning. Aktieägarna (principalerna) delegerar beslutsfattandet till företagsledningen (agenten), med förväntan om att denne ska agera i ägarnas intresse. Problemet uppstår när ledningens och ägarnas intressen inte är i linje med varandra, exempelvis när ledningen fattar beslut som gynnar den egna positionen snarare än aktieägarnas långsiktiga avkastning. Jensen & Meckling visar att sådana intressekonflikter kan generera så kallade agentkostnader, vilket är de förluster som uppstår till följd av att agenten inte alltid agerar i principalens bästa intresse.

Detta problem blir särskilt tydligt i förvärvssammanhang vid PPA-analysen. Eftersom fördelningen mellan goodwill och identifierbara immateriella tillgångar i hög grad bygger på ledningens egna bedömningar och antaganden, skapas ett utrymme som kan utnyttjas strategiskt. Om ledningens ersättning är kopplad till resultatbaserade mål skapas därmed ett direkt incitament att redovisa så mycket som möjligt som goodwill, eftersom det skyddar det bokförda resultatet från löpande avskrivningar. Detzen & Zülch (2012) bekräftar detta empiriskt genom att analysera 123 förvärv genomförda av Stoxx Europe 600-bolag mellan 2005 och 2008. Genom regressionsanalys, där ekonomiska faktorer som förväntade synergieffekter kontrolleras för, visar de att chefer med höga rörliga bonusar tenderar att redovisa mer goodwill än vad de ekonomiska grunderna motiverar. Med detta avses att det verkliga värdet av de förvärvade immateriella tillgångarna, som patent eller kundrelationer, inte fullt ut identifieras och redovisas separat, utan i stället absorberas i goodwillposten. Sambandet är enligt Detzen och Zülch som starkast när den rörliga bonusen uppgår till mellan 150 och 200 procent av grundlönen.

En konsekvens av detta beteende är att goodwillposten riskerar att bli överdrivet stor i förhållande till vad förvärvet faktiskt är värt. Wang & Zhang (2024) visar att denna typ av övervärderad goodwill inte bara är ett redovisningsproblem utan också ökar risken för rättsliga tvister mot bolaget, eftersom balansräkningen förr eller senare kan tvingas till stora nedskrivningar. Effekten förstärks av att nedskrivningsprövningar bygger på ledningens egna framåtblickande uppskattningar, vilket gör dem mer subjektiva och svårare att ifrågasätta än fastställda avskrivningsplaner.

Sammantaget erbjuder agentteorin ett analytiskt ramverk för att förstå varför förvärvsanalysen inte nödvändigtvis speglar det verkliga ekonomiska värdet av de förvärvade tillgångarna. När ledningens ersättningsintressen inte är i linje med aktieägarnas långsiktiga intressen riskerar goodwillposten att bli ett sätt att dölja ett högt pris snarare än ett ärligt uttryck för vad bolaget faktiskt ansåg sig ha köpt. Implikationerna för företaget är flera. På kort sikt skyddas det redovisade resultatet från avskrivningar, vilket kan ge en missvisande bild av bolagets lönsamhet. På längre sikt ökar risken för stora och plötsliga nedskrivningar av goodwill när framtida kassaflöden inte längre kan motivera det bokförda värdet. Dessa nedskrivningar kan skaka investerares förtroende och påverka aktiekursen kraftigt negativt. Därtill riskerar en överdriven goodwillpost att dölja att förvärvet var överbetalat, vilket försvårar en ärlig utvärdering av om affären skapade det värde som utlovades. Det är just denna diskrepans mellan vad ledningen kommunicerar som förvärvsmotiv och hur köpeskillingen faktiskt bokförts, som denna studie ämnar pröva mot det empiriska materialet.

3. Tidigare empirisk forskning

Den empiriska forskningen kring gränsöverskridande företagsförvärv är bred och varierad, men för denna studie är tre områden särskilt relevanta: goodwillens ekonomiska innebörd, hur synergier realiserats över tid, och vad som är känt om förvärv i den nordiska och svenska kontexten.

3.1. Goodwillens ekonomiska innebörd

En central fråga vid företagsförvärv är huruvida goodwill faktiskt representerar ekonomiskt motiverade förväntningar eller om det snarare är ett uttryck för överbetalning. Paugam m.fl. (2015) analyserar över 300 större amerikanska förvärv och finner att omotiverat höga goodwillnivåer är förknippade med negativa aktiekursreaktioner vid publiceringen av förvärvsanalysen, samt med svagare framtida lönsamhet. Sambandet är starkast vid förvärv där marknaden redan inledningsvis var skeptisk till affären, vilket tyder på att investerare använder PPA-informationen för att bedöma om priset var välmotiverat.

Frågan är dock vad som egentligen avses med att goodwill är ekonomiskt motiverad. Poramapojn & Wiboonchutikula (2024) fördjupar detta resonemang genom att skilja mellan vad de kallar kärngoodwill och onormal goodwill. Med kärngoodwill avses den del som kan härledas till konkreta ekonomiska faktorer, framför allt förväntade synergieffekter och identifierbara framtida kassaflöden som ännu inte kan redovisas som separata tillgångar. Denna del är med andra ord ekonomiskt förankrad eftersom den speglar värdeskapande förväntningar som faktiskt är möjliga att härleda och motivera. Den onormala goodwillen är däremot den del som inte kan förklaras av sådana faktorer, och som i stället kan vara ett uttryck för överbetalning eller strategisk redovisning. Deras resultat visar att kärngoodwill korrelerar med förbättrad framtida prestation, medan den onormala delen uppvisar ett negativt samband med lönsamheten. Tillsammans med Paugam m.fl. (2015) pekar de på att goodwillens storlek i sig inte är det avgörande, det är huruvida den är ekonomiskt förankrad eller inte som spelar roll. Detta är direkt relevant för studiens frågeställning då en hög goodwillandel inte nödvändigtvis behöver spegla subjektiva redovisningsval, men kräver i så fall en tydlig motivering för att det inte ska betraktas som en överbetalning.

Att redovisningsval vid förvärv påverkas av andra faktorer än rent ekonomiska överväganden är ett välstuderat fenomen. Bugeja & Loyeung (2015) understryker att goodwillens nivå inte enbart bestäms av det förvärvade bolagets ekonomiska egenskaper, utan att ledningar vars

ersättning är kopplad till redovisade resultat kan medföra en högre andel goodwill. Detta bekräftas empiriskt i en studie av 308 australiensiska förvärv, där goodwillens nivå visade sig vara i stort sett oberoende av målbolagets ekonomiska egenskaper, medan VD:ar med resultatbaserade bonusprogram konsekvent allokerade en större andel av köpeskillingen till goodwill. Sammantaget ger dessa studier stöd åt att förvärvets PPA inte kan tolkas som en helt neutral värdering av de förvärvade tillgångarna.

3.2. Synergier och förvärvsutfall över tid

Effekterna av ett företagsförvärv uppträder sällan omedelbart, utan tenderar att realiseras gradvis över tid. Feldman & Hernandez (2022) beskriver synergier som ett fenomen med en tydlig livscykel där en fördröjning uppstår mellan förvärvstillfället och den punkt då vinsterna faktiskt syns i redovisningen. Förklaringen är att bolagen ofta måste genomföra ett omfattande integrationsarbete för att samordna processer, IT-system och personal innan förvärv kan bidra positivt till lönsamheten. Feldman & Hernandez (2022) visar vidare att synergier som kräver ett omfattande operativt samarbete tar längre tid att förverkliga än de som bygger på enklare samordning.

Detta tidsmässiga mönster bekräftas av Healy m.fl. (1992), som visar att operativa förbättringar efter förvärv främst förverkligas under det första till fjärde året efter transaktionen, snarare än omedelbart. Studien väljer helt att bortse från transaktionsåret eftersom resultatet under det året ofta domineras av engångskostnader och bokföringsmässiga effekter som kan dölja operativa förändringar. Vad som i förlängningen avgör om förvärvet skapar varaktigt värde är dock inte enbart hur fort det kan integreras med kärnverksamheten, utan också själva karaktären på resurser som kombineras. Harrison & Hoskisson (1991) visar att hållbara konkurrensfördelar efter förvärv främst uppstår när det förvärvande och det förvärvade bolaget har kompletterande snarare än identiska resurser. Kombinationen av olika resurser skapar värde som är svårare för konkurrenter att imitera. Detta ligger i linje med RBV, som betonar att det är just unika och svårimiterade resurskombinationer som skapar långsiktigt värde (Wernerfelt, 1984).

3.3. Den nordiska och svenska kontexten

Forskning om förvärv i den nordiska kontexten är relevant för denna studie eftersom de bolag som studeras är svenska och verkar inom samma institutionella och regulatoriska miljö. Jensen-Vinstrup m.fl. (2018) finner att nordiska förvärvare inte konsekvent presterar bättre på lång sikt än liknande bolag som inte genomfört förvärv. Eventuell underprestation förklaras i stället i högre grad av faktorer specifika för det enskilda bolaget, såsom strategi och ledning, än av förvärvet i sig.

Mot denna bakgrund är det särskilt intressant att undersöka vad som driver redovisningsvalen vid förvärv i en svensk kontext. Frii & Hamberg (2021) undersöker specifikt vad som driver den initiala redovisningen av goodwill bland svenska börsbolag under IFRS 3, med fokus på den svenska ägarstrukturen. Till skillnad från det mönster som uppvisats på andra marknader finner de inget samband mellan resultatbaserad ersättning till ledningen och höga goodwillnivåer. I stället visar de att det är ägarstrukturen i sig som spelar roll. När förvärvaren är ett familjeägt bolag, vilket är vanligt i en svensk kontext, tenderar sådana bolag att redovisa en högre andel av köpeskillingen som goodwill jämfört med specifika identifierbara tillgångar. Frii & Hamberg (2021) förklarar att detta troligtvis beror på att kontrollerande ägare i svenska bolag begränsar VD:ns handlingsutrymme. Eftersom ägarfamiljen själv bär den långsiktig ekonomiska risken och i många fall även det personliga ryktet kopplat till bolaget, kan de ha starkare incitament att undvika redovisningar som binder upp tillgångar med fastställda avskrivningsplaner som belastar det redovisade resultatet.

Ytterligare ett perspektiv tillförs av Sekerci (2020) som visar att svenska familjeägda bolag tenderar att prioritera att behålla kontrollen över verksamheten framför att göra expansiva investeringar. Detta påverkar hur tillgångar värderas och integreras efter ett förvärv. I en kontext där kontroll prioriteras kan det finnas skäl att undvika redovisningar som skapar osäkerhet kring framtida resultat. En högre goodwillandel erbjuder då ett större handlingsutrymme kring redovisningen, och ger därmed incitament för ägare som värnar om stabila redovisade resultat att låta en större andel av köpeskillingen hamna där.

4. Metod

Studien utgår från ett tolkningsperspektiv, vilket innebär att målet inte är att hitta universella orsakssamband utan snarare att förstå den strategiska logik som ligger bakom företagsledningars beslut vid förvärv. Detta val motiveras av studiens frågeställningar, som är av typen ”hur” och ”varför” snarare än strikt kvantitativa samband. I stället för att reducera förvärven till enbart mätbara siffror, möjliggör detta perspektiv en djupare förståelse för de strategiska överväganden som ligger bakom redovisningen.

Utifrån detta tillämpas en multipel fallstudiedesign i enlighet med Yin (2018). Han framhåller att fallstudien är särskilt lämplig när forskaren söker fördjupad förståelse för ett fenomen i dess verkliga sammanhang, när frågeställningarna är av hur- och varför-karaktär, och när forskaren inte kan kontrollera de studerade händelserna. Alla dessa villkor är uppfyllda här, då fördelningen av tillgångarna vid förvärv är ett fenomen som utspelar sig i en komplex verklighet som varken kan simuleras eller kontrolleras.

Valet av en multipel fallstudie är ett medvetet metodologiskt ställningstagande. Enligt Yin (2018) möjliggör detta att mönster och avvikelser kan identifieras och jämföras mellan fall, vilket ger studiens slutsatser en teoretisk räckvidd utöver vad ett enskilt fall kan erbjuda. Det bör dock betonas att denna generalisering är analytisk snarare än statistisk och ambitionen är inte att göra anspråk på att fallen är representativa för alla förvärv.

Slutligen kombinerar studien kvalitativa och kvantitativa inslag. Den kvalitativa dimensionen består av en innehållsanalys av årsredovisningar, VD-ord och pressmeddelanden, i syfte att förstå den strategiska logik som ledningen kommunicerar kring förvärven. Den kvantitativa dimensionen utgörs av en finansiell analys av PPA-strukturerna, där varje post räknats om som en procentandel av det totala förvärvsvärdet (EV) för att göra förvärv av olika storlek jämförbara. Dessa två dimensioner skapar tillsammans förutsättningar för att i analysen applicera studiens teoretiska ramverk på ett systematiskt sätt. Analysen kopplar samman företagets uttalade motiv med den faktiska PPA-strukturen i enlighet med RBV, VRIO- och OLI-ramverket samt eventuella agentteoretiska incitament. På så sätt kan teorierna användas för att tolka resultaten och jämföra dem med tidigare forskning.

4.1. Fallurval och motivering

Studiens fallurval är genomfört som ett målstyrt urval, vilket enligt Tajik m.fl. (2024) innebär att fallen väljs utifrån sin teoretiska relevans för studiens frågeställningar snarare än slumpmässigt. Målet är att välja fall som på ett varierat och innehållsrikt sätt belyser hur tillgångar redovisas vid ett förvärv, och som möjliggör en meningsfull analytisk jämförelse. Utifrån studiens avgränsningar valdes fyra fall ut, vilka motiveras individuellt nedan.

Hexagons förvärv av Intergraph Corporation (2010): Detta är studiens tydligaste exempel på hur förvärv kan användas för strategisk förändring. Förvärvet representerar Hexagons medvetna rörelse från hårdvara till kompletta mjukvarulösningar, och kännetecknas av höga nivåer av goodwill i förvärvsanalysen (Hexagon, 2012). Fallet är intressant för att undersöka om den höga köpeskillingen berodde på mjukvarans värde eller om det fanns andra redovisningsmässiga skäl bakom den stora goodwillposten.

Ericssons förvärv av Vonage (2022): Detta förvärv erbjuder ett kontrasterande fall där Vonage kommunicerades som Ericssons mest strategiskt betydelsefulla förvärv någonsin, men ändå resulterade i omfattande nedskrivningar (Ericsson, 2026). Fallet är särskilt intressant ur ett agentteoretiskt perspektiv, där frågan om ledningens incitament och hanteringen av en svårförsvarbar affär kan prövas mot det empiriska materialet.

Sandviks förvärv av Varel International Energy Services Inc (2014): Till skillnad från mjukvarubolagen som studeras är Varel ett traditionellt industribolag med fabriker och fysisk produktion (Sandvik, 2014a). Detta fall har därför valts som en kontrast, då förutsättningarna för förvärvsanalysen är annorlunda jämfört med övriga fall. Denna kontrast möjliggör en diskussion om huruvida goodwilldominans är branschspecifik eller ett bredare mönster.

Gränges förvärv av Noranda Aluminum Holding Corporation (2016): Detta sista fall tillför ytterligare variation till fallstudien i och med Norandas råvarufokus (Gränges, 2016). Till skillnad från de övriga tre fallen präglas förvärvet av materiella och direkt identifierbara tillgångar, med en betydligt lägre andel goodwill.

4.2. Datainsamling

Studiens empiriska material består uteslutande av offentligt tillgängliga dokument, vilket säkerställer att informationen är tillgänglig för extern granskning och verifiering. Det primära

källmaterialet utgörs av årsredovisningar och pressmeddelanden, hämtade direkt från respektive bolags webbplats.

Årsredovisningarna används på två sätt. För det första utgör förvärvsanalyserna det huvudsakliga underlaget för den kvantitativa studien, där fördelningen mellan goodwill, identifierbara immateriella tillgångar och materiella tillgångar hämtats och bearbetats. För det andra används årsredovisningarnas VD-ord och strategiavsnitt som primärkällor för den kvalitativa textanalysen, då den utgör ledningens officiella kommunikation till aktieägarna. Pressmeddelanden från förvärvstillfället används på liknande sätt för att undersöka motiven till de annonserade förvärven, innan de bokfördes.

För att möjliggöra en rättvisande jämförelse mellan förvärv av olika storlek har köpeskillings fördelning mellan olika tillgångar beräknats som andelar av förvärvets Enterprise Value (EV). EV definieras som köpeskillning adderat med övertagna skulder, subtraherat med det förvärvade bolagets likvida medel (Corporate Finance Institute, 2018). Genom att inkludera de övertagna skulderna och dra bort de likvida medel som omedelbart tillfaller köparen erbjuder EV en mer rättvis bild av förvärvets verkliga ekonomiska värde. Varje tillgångskategori uttrycks därefter som en procentandel av EV, vilket gör att andelarna av dem summerar till 100 procent och att förvärven blir direkt jämförbara oavsett absolut storlek. Hur posterna från varje förvärvs PPA har kategoriserats och beräknats återfinns som bilagor i slutet av rapporten.

I studiens analys av förvärvens utveckling har årsredovisningar granskats för förvärvsåret samt tre år framåt. Genom att studera goodwillnoten har eventuella nedskrivningar identifierats, och därtill har företagets kommunikation kring hur förvärven fallit ut analyserats. För att möjliggöra en jämförelse av prestation över tid har även relevanta nyckeltal utifrån respektive förvärv hämtats och ställts i relation till förvärvsåret som baslinje.

4.3. Metodkritik

En central begränsning i studien är att analysen av ledningens motiv uteslutande bygger på externt kommunicerat material. Årsredovisningar och pressmeddelanden är upprättade i ett kommunikativt syfte och speglar till viss del vad ledningen väljer att lyfta fram, snarare än en fullständig bild av de faktiska beslutskriterierna. Det är därmed inte möjligt att med säkerhet avgöra om det som kommuniceras helt speglar de verkliga motiven bakom förvärvet. Denna

begränsning är dock i sig relevant för studien, eftersom det är just denna kommunikation som aktieägare och investerare har tillgång till och som därmed formar deras uppfattning om förvärvet.

En annan begränsning rör generaliserbarhet. Som studiens forskningsdesign beskriver så gör den inte anspråk på statistisk generaliserbarhet. Fyra fall är inte tillräckligt för att dra slutsatser om svenska börsbolags förvärv i stort. Målet är i stället vad Yin (2018) kallar för analytisk generalisering. Det innebär att studiens resultat inte ska ses som ett genomsnitt för alla företag, utan som insikter och mönster som kan vara giltiga även för andra liknande fall. Genom att studera förvärv från olika branscher med olika strategier ökas möjligheten att dra slutsatser som är relevanta utanför just dessa fyra exempel.

Ytterligare en aspekt som bör adresseras är studiens normalisering av PPA-utfallet mot Enterprise Value (EV). I studien beräknas EV som köpeskillingen plus samtliga övertagna skulder, räntebärande som icke-räntebärande, minus kassa och likvida medel. Skälet till detta är att tillgångsandelarna vid varje förvärv ska summera till 100 procent, vilket gör fallen jämförbara. Dock medför det vissa konsekvenser, då en del av litteraturen normaliserar goodwill mot köpeskillingen, eller endast inkluderar räntebärande skulder vid beräkningen av EV, som i rapporten från Stout (2025). På grund av detta undervärderas andelen materiella tillgångar, identifierbara immateriella tillgångar och goodwill i jämförelse med ett branschsnitt. Detta är till viss del problematiskt, men det bör samtidigt betonas att det viktigaste för studien är huruvida goodwillandelen är oproportionerligt stor i förhållande till de resurser som kommunicerats som motiv till förvärvet, snarare än andra förvärv.

Slutligen bör även uppföljningsperiodens längd på tre år nämnas som en begränsning vid bedömningen av förvärvens utfall. Som Feldman & Hernandez (2022) och Healy m.fl. (1992) visar realiserar ofta synergier med viss fördröjning, vilket innebär att tre år kan vara otillräckligt för att fullt ut bedöma om ett förvärv skapat det värde som utlovades. Resultatförändringar och goodwillutveckling bör därför tolkas som tidiga indikationer snarare än slutgiltiga mått på förvärvets framgång. Därtill bör det noteras att förvärven genomfördes under olika makroekonomiska förhållandena och att valutaeffekter samt bolagens tidigare förvärvserfarenhet inte beaktas i studien, faktorer som kan ha påverkat såväl PPA-processens utformning som de uppföljda fallen.

5. Resultat

I detta avsnitt presenteras det empiriska materialet från de fyra förvärv som utgör rapportens fallstudie. Varje fall är strukturerat efter förvärvskontext, strategisk målbild, PPA-analys, ledningens ersättningsstruktur samt uppföljning och utfall. Genom denna struktur skapas förutsättningar för att i efterföljande analys systematiskt kunna jämföra respektive fall.

5.1. Hexagons förvärv av Intergraph

Hexagon AB är en global mätteknikkoncern med säte i Stockholm som vid tidpunkten för förvärvet av Intergraph år 2010 befann sig i en omfattande expansionsfas (Hexagon, 2011). Bolaget hade under det föregående decenniet lämnat sin bakgrund som en diversifierad industrikoncern för att i stället renodla verksamheten mot mätteknik och precisionsteknologi. Ett avgörande steg i denna utveckling var förvärvet av schweiziska Leica Geosystems år 2005, vilket etablerade Hexagon som en global aktör inom positionsmätning. Vid tidpunkten för Intergraph-affären var Hexagons uttalade ambition att inte bara leverera hårdvara och sensorer, utan att bli en världsledande leverantör av kompletta tekniska lösningar där mjukvaran spelade en allt viktigare roll för att presentera och analysera information för slutanvändaren.

Den 7 juli 2010 annonserade Hexagon förvärvet av det amerikanska bolaget Intergraph Corporation, en av de mest etablerade aktörerna inom mjukvarulösningar för visualisering och bearbetning av komplexa datamängder (Hexagon, 2010). Intergraph var vid förvärvstillfället en mogen organisation med omkring 4 000 anställda och verksamhet i över 34 länder, där USA utgjorde den enskilt viktigaste marknaden. Denna affär markerade Hexagons hittills största strategiska satsning på mjukvarusidan och köpeskillingen uppgick till 2 125 MUSD, vilket motsvarade ungefär 15 miljarder kronor vid affärens slutförande i oktober samma år (Hexagon, 2011).

5.1.1. Strategisk målbild

Den strategiska logiken bakom förvärvet av Intergraph var att transformera Hexagon från en hårdvaruleverantör till en leverantör av heltäckande tekniska lösningar (Hexagon, 2011). Genom att integrera Intergraphs mjukvara med sina egna sensorer syftade Hexagon till att kontrollera hela värdekedjan, från datainsamling till visualisering. Hexagons VD Ola Rollén betonade att detta var ett naturligt nästa steg för att kunna skapa unika lösningar där mätdata och designunderlag stämmer överens med verkligheten (Hexagon, 2011).

Utöver förvärvets tekniska synergier var expansionen på den amerikanska marknaden ett centralt motiv. Intergraph beskrevs som en väg in till strategiskt viktiga sektorer i USA, såsom energi, offentlig säkerhet och infrastruktur (Hexagon, 2010). I samband med affären kommunicerade även Hexagon tydliga finansiella mål med förväntningen att förvärvet skulle generera årliga synergieffekter på 70 MUSD och ökande från och med 2013.

I kommunikationen lyftes Intergraphs unika mjukvarukompetens och globala marknadsposition fram som de viktigaste resurserna (Hexagon, 2010). Ledningen använde en resursbaserad logik där man argumenterade för att förvärvet av dessa svårimiterade tillgångar skulle ge koncernen en betydande och varaktig konkurrensfördel. Denna målbild lade grunden för den höga värderingen och den efterföljande fördelningen av köpeskillingen.

5.1.2. Ledningens ersättningsstruktur

Enligt årsredovisningen 2010 uppgick Hexagons VD Ola Rolléns grundlön till 10 500 TSEK, med en rörlig ersättning om 6 982 TSEK, vilket motsvarar 67 procent av grundlönen (Hexagon, 2011). Den rörliga ersättningen baserades på koncernens lönsamhet generellt, utan några specificerade resultatmål kopplade till enskilda nyckeltal. Det bör noteras att Rollén, liksom övriga ledande befattningshavare, frivilligt avstod från rörlig ersättning under 2009 i samband med ett kostnadsbesparingsprogram. Utöver den rörliga ersättningen fanns däremot ett teckningsoptionsprogram infört 2007, där 1 391 000 optioner fördelats till cirka 80 ledande befattningshavare och nyckelpersoner, däribland VD Ola Rollén.

5.1.3. PPA-analys

Tabell 1. PPA-analys av Hexagons förvärv av Intergraph

Post	Värde (MSEK)	Andel av EV (%)
Enterprise Value	18 967	100 %
Materiella anläggningstillgångar	914	4,8 %
Identifierbara immateriella tillgångar	4 244	22,4 %
Goodwill	11 935	62,9 %
Övriga tillgångar	1 874	9,9 %

Not. Källa: Hexagon, Årsredovisning 2010, not 11. Egna beräkningar.

De identifierbara tillgångarna i förvärvet domineras av immateriella värden. Enligt förvärvsanalysen utgör de identifierbara immateriella tillgångarna ca 22 procent av förvärvets EV och specificeras i årsredovisningen som varumärken, patent samt övriga immateriella tillgångar. De materiella tillgångarna, såsom fysiska anläggningar och utrustning, uppgår endast till 5 procent, vilket understryker att förvärvet i högsta grad är mjukvarudrivet och inte baserat på fysisk produktionskapacitet. Den resterande posten om cirka 10 procent avser övriga tillgångar såsom kundfordringar och varulager.

Den enskilt största posten i förvärvsanalysen är goodwill, som utgör 63 procent av förvärvets EV. Hexagon motiverar denna post med att den representerar framtida synergier, Intergraphs marknadsledande position och det förvärvade humankapitalet (Hexagon, 2011). Eftersom goodwill enligt gällande redovisningsregler (IFRS 3) inte skrivs av löpande, innebär denna fördelning att en betydande majoritet av anskaffningsvärdet inte kommer att belasta koncernens framtida rörelseresultat genom systematiska avskrivningar, utan i stället prövas för nedskrivningsbehov.

5.1.4. Uppföljning och utfall

Under det första året efter förvärvet rapporterade Hexagon en rörelsemarginal om 20,2 procent, vilket innebar att bolaget nådde sitt finansiella mål om 20 procent, som satts redan 2007 (Hexagon, 2012). I årsredovisningen för 2011 beskriver VD Ola Rollén hur kombinationen av Intergraphs mjukvaruplattformar och Hexagons sensorer redan börjat generera nya

produktkoncept. I samband med förvärvet genomfördes en nedskrivning om 53,2 MEUR avseende utvecklingskostnader för överlappande teknologier, medan goodwillen hänförlig till Intergraph lämnades oförändrad efter att nedskrivningsprövningen inte påvisat något nedskrivningsbehov (Hexagon, 2012).

Tre år efter förvärvet uppgick rörelsemarginalen till 21 procent och omsättningen hade vuxit till cirka 2 400 MEUR, från cirka 1 500 MEUR 2010 (Hexagon, 2014). I årsredovisningen kommunicerades att intäktssynergier förväntades bidra med 100–200 MEUR, och nya enheter hade skapats inom bolaget för att styra förvärvets synergimöjligheter mellan koncernens olika affärsområden. Det ursprungliga synergilöftet om 70 MUSD per år från och med 2013 omnämns inte explicit i årsredovisningen för 2013, vilket försvårar en direkt utvärdering av detta specifika mål. Däremot genomfördes inte någon goodwillnedskrivning detta år heller.

5.2. Ericssons förvärv av Vonage

Telefonaktiebolaget LM Ericsson är ett multinationellt telekommunikationsbolag med verksamhet i över 180 länder och säte i Stockholm (Ericsson, 2023). Koncernen är primärt verksam inom marknaderna för mobilnätstrustning och mjukvara för telekommunikationsoperatörer och hade vid förvärvstidpunkten en stark marknadsposition inom 5G-infrastruktur. Trots det hade Ericsson under en längre tid sökt nya intäktsströmmar utanför den mogna och prispressade telekomutrustningsmarknaden, och kommunicerade 5G som en plattform för en ny typ av affärsmöjligheter bortom traditionell utrustningsförsäljning (Ericsson, 2021).

Den 22 november 2021 offentliggjordes förvärvet av det amerikanska bolaget Vonage Holdings Corp., en av de ledande aktörerna inom molnbaserad kommunikation (Ericsson, 2021). Vonage tillhandahöll vid förvärvstillfället tjänster inom Communications Platform as a Service (CPaaS), Unified Communications as a Service (UCaaS) och Contact Center as a Service (CCaaS), med en etablerad kundbas om 120 000 företag och ett ekosystem av mer än en miljon registrerade programutvecklare (Ericsson, 2023).

Förvärvet var vid annonseringstillfället det enskilt största i Ericssons historia och köpeskillingen uppgick till 6,2 miljarder USD, vilket motsvarade ungefär 53,3 miljarder SEK vid transaktionens slutförande i juli 2022 (Ericsson, 2023). Utöver köpeskillingen återbetalade

Ericsson omedelbart Vonages befintliga skuld om 0,6 miljarder USD. Således uppgick den totala kassapåverkan till följd av förvärvet till 57,2 miljarder SEK.

5.2.1. Strategisk målbild

Det strategiska målet bakom förvärvet av Vonage var att transformera Ericsson från en leverantör av nätverksutrustning till ett nätplattformsbolag, med förmåga att generera intäkter från 5G-nätens kapacitet på nya sätt (Ericsson, 2021). Förvärvet motiverades av tre identifierade kärnresurser som kommunicerades i ledningens strategiska motivering (Ericsson, 2023). Den första var Vonages egenutvecklade CPaaS-plattform och den underliggande tekniken för nät-API:er. Dessa beskrevs som viktiga byggstenar i Ericssons ambition om att öppna upp och sälja avancerade nätverksfunktioner till företag på ett enklare och mer effektivt sätt än tidigare. Den andra resursen var ekosystemet av mer än en miljon registrerade programutvecklare som redan använde Vonages system. Det bedömdes utgöra en unik och svårimiterad tillgång vilken möjliggjorde en helt ny kategori av nätverkstjänster. Den tredje resursen var Vonages 120 000 befintliga företagskunder, som gav omedelbar marknadstillgång i USA samt goda möjligheter att sälja fler produkter till redan befintliga kunder, så kallad korsförsäljning.

5.2.2. Ledningens ersättningsstruktur

Ersättningsstrukturen för Ericssons VD Börje Ekholm bestod vid förvärvstillfället av en fast ersättning, en ettårig rörlig ersättning och en flerårig rörlig ersättning (Ericsson, 2022). Den ettåriga ersättningen baserades på bolagets finansiella resultat uttryckt i KPI:er avseende rörelsemarginal, avkastning på investeringar och kassagenerering. Den fleråriga ersättningen kopplades till bolagets resultat och aktiekursutveckling och bestod av optioner. Under 2021 uppgick den rörliga ersättningen till 201 procent av den fasta grundersättningen, där samtlig rörlig ersättning klassades som flerårig.

5.2.3. PPA-analys

Tabell 2. PPA-analys av Ericssons förvärv av Vonage

Post	Värde (MSEK)	Andel av EV (%)
Enterprise Value	70 713	100,0 %
Materiella anläggningstillgångar	186	0,3 %
Identifierbara immateriella tillgångar	23 554	33,3 %
Goodwill	41 296	58,4 %
Övriga tillgångar	5 677	8,0 %

Not. Källa: Ericsson, Årsredovisning 2022, not E2. Egna beräkningar.

Den identifierbara immateriella posten om 23,6 miljarder som stod för 33,3 procent av förvärvets EV dominerades av kundrelationer. Dessa värderades till 18,8 miljarder med en avskrivningstid om sju till tio år (Ericsson, 2023). Materiella anläggningstillgångar utgör en försumbar andel om 0,3 procent, vilket understryker att förvärvet till sin natur är immateriellt och mjukvarudrivet. Den enskilt största posten är goodwill om 41,3 miljarder SEK, motsvarande 58,4 procent av förvärvets EV. Ericsson motiverar i PPA-noten att goodwillposten representerar framtida kunder, teknik och synergier och förväntas inte vara skattemässigt avdragsgill. Vidare beskrivs de immateriella tillgångarna huvudsakligen bestå av kundrelationer. Resterande del av EV som tillskrivs övriga tillgångar är främst bestående av nyttjanderätter, uppskjuten skatt och kundfordringar, och svarar för 8 procent av EV.

Av de tre resurser som kommunicerades som förvärvslogikens strategiska grund har enbart kundrelationerna identifierats och värderats separat i förvärvsanalysen. Plattformstekniken och ekosystemet av programutvecklare, vilka i ledningens strategiska kommunikation framhölls som de primära motiven för förvärvet, ingår i goodwillposten under den samlade beskrivningen ”framtida kunder, tekniker och synergier.”

5.2.4. Uppföljning och utfall

Under de tre år som följde på förvärvet avvek utfallet markant från de förväntningar som kommunicerades vid annonseringstillfället, och Ericsson genomförde en serie av strukturella förändringar i sin hantering av Vonage.

På finansiell nivå präglades perioden av omfattande nedskrivningar (Ericsson, 2026). I årsredovisningen 2023 genomförde Ericsson en goodwillnedskrivning om 31,9 miljarder SEK kopplade till Vonage, motsvarande 50 procent av det samlade beloppet för goodwill och immateriella tillgångar. Nedskrivningen motiverades av ett försämrat ekonomiskt läge med stigande räntor och förändrad efterfrågan från kunder. År 2024 genomfördes ytterligare nedskrivningar om 15,3 miljarder SEK till följd av en strategiomläggning. Sammantaget uppgår de ackumulerade nedskrivningarna till 47,2 miljarder SEK, och den goodwill som vid förvärvet allokerats till Vonage om 42,3 miljarder SEK hade vid utgången av 2025 reducerats till 9,1 miljarder SEK.

Parallellt med nedskrivningarna reviderade Ericsson sin strategi för Vonages verksamhet. I januari 2024 genomfördes ett ledningsbyte, där Ericssons Senior Vice President Niklas Heuveldop utsågs till ny chef för affärsområdet Global Network Platform och VD för Vonage (Ericsson, 2024). Strategiomläggningen innebar ett ökat fokus på produkter och geografiska områden med högre marginaler (Ericsson, 2025).

Enterprisesegmentets nettoomsättning, vilken till stor del speglar Vonages verksamhet under affärsområdet Global Communications Platform, uppgick till 25,7 miljarder SEK år 2023 och föll därefter till 24,9 miljarder SEK år 2024 och 21,1 miljarder SEK år 2025, en nedgång om 18 procent från toppnivån (Ericsson, 2026). Segmentets justerade EBITA-marginal var negativ under samtliga år fram till 2025, med -12,0 procent år 2023 och -16,0 procent år 2024 (Ericsson, 2025). År 2025 uppgick den till 22,3 procent, ett resultat som dock inkluderar en realisationsvinst om 7,6 miljarder SEK från avyttringen av dotterbolaget Inconnectiv (Ericsson, 2026).

5.3. Sandviks förvärv av Varel

Sandvik AB är en global industrikoncern med verksamhet inom verktyg, gruvteknik och materialteknik (Sandvik, 2014b). Koncernens strategiska inriktning byggde på att leverera högteknologiska produkter för att förbättra kunders produktivitet, med innovation som den primära tillväxtdrivaren. Sedan 2011 hade Sandvik genomfört ett centraliseringsarbete i syfte att effektivisera forskning, utveckling och resursanvändning, och verksamheten hade under denna period utvidgats till fler affärsområden. Under 2013 fattade koncernen beslut om att prioritera tillväxt, och mot denna bakgrund inleddes förvärvsprocessen.

Den 7 januari 2014 annonserade Sandvik förvärvet av det amerikanska bolaget Varel International Energy Services Inc., en ledande leverantör av borrhälskronor (Sandvik, 2014b). Varel var vid förvärvstillfället en etablerad organisation med cirka 1 300 anställda och redovisade omsättning på 2 200 miljoner SEK under 2013 (Sandvik, 2015). Förvärvet innebar en betydande utökning av Sandviks amerikanska verksamhet, motsvarande ungefär 25 procent fler anställda i regionen. Köpeskillingen uppgick till 2 952 MSEK, medan förvärvets EV uppgick till 6 194 MSEK, motsvarande 6,6 procent av Sandviks totala tillgångar vid förvärvstillfället.

5.3.1. Strategisk målbild

Den strategiska logiken bakom förvärvet av Varel var att etablera Sandvik inom olje- och gassektorn, ett segment som bedömdes erbjuda attraktiv tillväxtpotential (Sandvik, 2014b). Genom att få tillgång till Varels starka marknadsposition inom borrhälslösningar syftade Sandvik till att accelerera tillväxten inom ett verksamhetsområde som ansågs ligga i linje med koncernens långsiktiga expensionsmål. Förvärvet bedömdes också möjliggöra en överföring av Sandviks befintliga kompetens inom material- och skärteknik till Varels produktutveckling, och därmed skapa ett mervärde som ingen av parterna kunde åstadkomma var för sig.

Utöver den branschstrategiska motiveringen utgjorde den amerikanska marknads strategiska betydelse ett centralt motiv (Sandvik, 2015). USA stod redan vid förvärvstillfället för över 15 procent av koncernens totala intäkter, och Varel beskrevs som en plattform för fortsatt expansion till energisektorn i regionen. I kommunikationen framhölls Varels marknadsledande position och specialiserade kompetens inom borrhäls teknik som de viktigaste förvärvade resurserna (Sandvik, 2014a). Det starka kunderbudandet och de etablerade kundrelationerna inom olje- och gasindustrin ansågs också som värdefulla tillgångar som skulle ge Sandvik en varaktig konkurrensfördel på marknaden.

5.3.2. Ledningens ersättningsstruktur

Ersättningsstrukturen för Sandviks VD, Olof Faxander, bestod av två delar: en fast grundlön och en rörlig prestationsbaserad lön, som maximalt kunde uppgå till 75 procent av grundlönen (Sandvik, 2015). Den rörliga delen bestämdes utifrån uppfyllelsen av företagets KPI:er, vilka vid tidpunkten för förvärvet utgjordes av tillväxt, avkastning på sysselsatt kapital, nettoskuld samt utdelningskvot. Utöver detta omfattades den verkställande direktören, tillsammans med ett antal övriga anställda, av ett LTI-program (Long-Term Incentive) som gav rätt till optioner

konverterbara till aktier inom tre till fem år. Under 2014 uppgick den rörliga lönen till totalt 39 procent av den fasta grundlönen, vilket var väsentligt under det avtalade taket.

5.3.3. PPA-analys

Tabell 3. *PPA-analys av Sandviks förvärv av Varel*

Post	Värde (MSEK)	Andel av EV (%)
Enterprise Value	6 194	100,0 %
Materiella anläggningstillgångar	291	4,7 %
Identifierbara immateriella tillgångar	1 929	31,1 %
Goodwill	2 439	39,4 %
Övriga tillgångar	1 535	24,8 %

Not. Källa: Sandvik, Årsredovisning 2014, not 32. Egna beräkningar.

De identifierbara tillgångarna i förvärvet domineras av immateriella värden, vilket är karakteristiskt för förvärv där marknadsledarskap och specialiserad kompetens utgör de primära tillgångarna. Goodwill och identifierbara immateriella tillgångar uppgår sammantaget till drygt 70 procent av förvärvets EV, varav goodwill ensamt svarar för 39 procent. De materiella anläggningstillgångarna uppgår till endast 4,7 procent, vilket trots Varels produktionsinriktning understryker att det är de immateriella resurserna som driver värderingen.

De identifierbara immateriella anläggningstillgångarna uppgår till 1 929 MSEK och utgör den näst största posten i förvärvsanalysen efter goodwill. Merparten av dessa avser patent, licenser och varumärken, vilket återspeglar Varels teknologiska position och starka varumärke inom borrhäls teknik (Sandvik, 2015). Resterande del av identifierbara immateriella tillgångar hänförs till kundrelationer och liknande poster. Goodwillposten motiveras i årsredovisningen främst av förväntade synergieffekter till följd av förvärvet. Under övriga tillgångar ingår finansiella anläggningstillgångar, varulager och kortfristiga fordringar, vilka tillsammans utgör 24,8 procent av företagets EV.

5.3.4. Uppföljning och utfall

Ett år efter förvärvet (2015) hade intäkterna från den amerikanska marknaden gått från 12 814 MSEK till 13 598 MSEK, en ökning på 784 MSEK (Sandvik, 2016). Samtidigt rapporterades en orderingångsminskning om 8 procent, hänförlig till det fallande oljepriset under perioden. Varel integrerades i affärsområdet Sandvik Venture, där förvärvet omorganiserades under benämningen Drilling and Completion (Sandvik, 2015). Samtidigt togs VD-posten för Sandvik Ventures över av Varels tidigare VD. Det fallande oljepriset under perioden fick därefter direkt påverkan på verksamheten och bidrog till att Sandviken Ventures justerade rörelseresultat försämrades med 40 procent till 579 MSEK.

Tre år efter förvärvet (2017) hade den totala amerikanska verksamhetens intäkter ökat med 1 103 MSEK jämfört med förvärvstillfället (Sandvik, 2018). Under 2016 hade Varel förflyttats till Sandvik Mining and Rock Technology, ett affärsområde som upplevde en markant förbättring under året. Områdets rörelseresultat uppnådde 5 743 MSEK och omsättningen motsvarade 40% av koncernens totala intäkter. Varel lyftes däremot fortsatt fram som ett produktområde med otillfredsställande lönsamhet i behov av förbättringsåtgärder, vilket medför att förbättringarna i divisionen inte direkt kan tillskrivas förvärvet. Sett till organisk tillväxt redovisade hela koncernen negativa tal under de två efterföljande åren av förvärvet, för att sedan öka med 10 procent under 2017. Samtidigt förbättrades koncernens avkastning på sysselsatt kapital med 11,3 procentenheter från 2013 till 2017, från en ursprunglig nivå på 12,6 procent, vilket indikerar att förbättringen drevs av andra faktorer än Varels tillväxt. Varels svaga operativa utfall återspeglades inte i någon nedskrivning av goodwill, och de nedskrivningar av andra tillgångar som genomfördes under perioden var av icke-väsentlig storlek.

5.4. Gränges förvärv av Noranda Aluminum

Gränges är ett företag verksamt inom aluminiumsektorn med en specialisering mot valsade aluminiumprodukter (Gränges, u.å.). Verksamheten spänner från produktion och försäljning till support och kunddriven utveckling. Gränges agerar främst på marknader i USA, Europa och Asien med totalt sex produktionsanläggningar på dessa kontinenter. Under perioden 2016–2020 presenterade Gränges mål och strategier för att år 2020 ha uppnått en utvecklad och stärkt position globalt inom värmeväxlardetaljer i aluminium (Gränges, 2017). Delar av strategin

bestod av att öka närvaron på marknaden genom strukturell expansion. Därav kom företaget Noranda Aluminum Holding Corporations in i bilden.

Den 14 juni 2016 meddelade Gränges i ett pressmeddelande att företaget nått en överenskommelse om förvärv av Norandas verksamhet avseende valsad aluminium (Gränges, 2016). Noranda är verksamma på den nordamerikanska marknaden och tillverkar likt Gränges aluminiumprodukter. Däremot har bolaget en nisch inom detaljer till luftkonditionering, transformatorer och matförpackningar. Därmed går förvärvet hand i hand med Gränges målsättningar fram till 2020 om tillväxt inom marknaden för värmeväxlardetaljer. Kapaciteten hos det förvärvade bolaget uppgick till cirka 180 kiloton per år och vid tiden för förvärvet var antalet anställda 550. Köpeskillingen uppgick till 305 MUSD, eller 2,58 miljarder SEK för fullt ägande i bolaget (Gränges, 2017).

5.4.1. Strategisk målbild

Genom förvärvet av Noranda skulle Gränges marknadsposition i Nordamerika bli starkare (Gränges, 2016). Gränges motiverar vidare att förvärvet kommer hjälpa företaget mot målet att bli en global leverantör med en balanserad verksamhet. Norandas starka marknadsposition och nisch inom HVACR-marknaden (Heating, Ventilation, Air Conditioning, and Refrigeration) kompletterade Gränges befintliga portfölj och stödde målsättningen om att dominera marknaden för värmeväxlarkomponenter (Gränges, 2017). Dessutom tillkommer flertalet strategiska fördelar med förvärvet vad avser produktionskedjan. Noranda ägde en fullständig produktionskedja som Gränges direkt kunde ta över utan omedelbart behov av omedelbara eller omfattande investeringar.

Vad gäller marknadstillgång förväntades Gränges ta över Norandas befintliga kundkontakter i Nordamerika, vilket bedömdes ge tillgång till angränsande marknadsnischer utöver de redan etablerade (Gränges, 2017). Förvärvet beräknades därtill stärka Gränges diversifiering i produktportföljen men också den övergripande ställningen på marknaden för valsat aluminium. Förvärvet förväntades generera en dubblerad försäljningsvolym (Gränges, 2016). Detta med en storlek på total försäljningsvolym på 336 kiloton, där kunder i Nordamerika väntades stå för 59 procent av försäljningen, 22 procent i Asien och 19 procent i Europa. Det redovisades också en positiv förväntan på Gränges resultat per aktie ett år efter genomfört förvärv.

5.4.2. Ledningens ersättningsstruktur

Inom Gränges fanns under tidpunkten för förvärvet ett incitamentsprogram som reglerade ersättningen för bolagets VD och andra styrelseledamöter (Gränges, 2017). VD för Gränges, Johan Menckel, erhöll år 2016 en grundlön om 4,5 MSEK med ett kortsiktigt incitamentsprogram (STI) om 2,7 MSEK. Detta motsvarade 60 procent av grundlönen, vilket var precis vad programmet tillät. Till detta tillkom det långsiktiga incitamentsprogrammet (LTI) som lade till ytterligare 1,9 MSEK i ersättning. Efter pension och övriga förmåner såsom bilförmån och sjukförsäkring resulterade detta i en total ersättning om 10,8 MSEK, varav 4 MSEK var rörlig. Utfallet för incitamentsprogrammet avgörs främst av finansiella nyckeltal för koncernen som justerat rörelseresultat och kassaflöde i kombination med individuella målsättningar.

5.4.3. PPA-analys

Tabell 4. PPA-analys av Gränges förvärv av Noranda

Post	Värde (MSEK)	Andel av EV (%)
Enterprise Value	2 989	100 %
Materiella anläggningstillgångar	1 673	56,0 %
Identifierbara immateriella tillgångar	196	6,6 %
Goodwill	331	11,1 %
Övriga tillgångar	789	26,4 %

Not. Källa: Gränges, Årsredovisning 2016, not 29. Egna beräkningar.

Av de redovisade siffrorna framgår att merparten av EV bestod av materiella anläggningstillgångar, cirka 56,0 procent av värdet (Gränges, 2017). Detta återspeglar de tre produktionsanläggningarna i Huntingdon (Tennessee), Salisbury (North Carolina) och Newport (Arkansas), vilka utgjorde kärnan i det kommunicerade förvärvsargumentet (Gränges, 2016). Sett till de immateriella tillgångarna så stod de endast för 6,6 procent av värdet och tillskrevs Norandas organisation som var erfaren samt hade stabila och etablerade kundrelationer.

Mängden goodwill i förvärvet är större än de immateriella tillgångarna och ligger på 11,1 procent (Gränges, 2017). Detta motiveras bland annat av tillgången till både de nord- och sydamerikanska marknaderna, men också till de synergieffekter som förväntas uppstå genom

en gemensam distribution i Nordamerika genom koncernens alla bolag. Resterande andel av EV tillskrivs övriga tillgångar och står för 26,4 procent. Dessa innefattar lång- och kortfristiga fordringar, avsättningar och varulager.

5.4.4. Uppföljning och utfall

Under affärsåret 2017 framgår det att förvärvet av Noranda resulterade i att Nord- och Sydamerika blev Gränges största marknad sett till försäljningsvolym (Gränges, 2018). Utfallet var en andel på 59 procent av den totala volymen med en total försäljningsvolym på 373 kiloton, en markant ökning från fjolårets 239 kiloton. Det här översteg även Gränges prognos vid förvärvstillfället där målsättningen var en volym på 336 kiloton per år (Gränges, 2017). Detta parallellt med att Gränges organiska tillväxt landade på 4,6 procent (Gränges, 2018). Det justerade rörelseresultatet ett år efter förvärv var 933 MSEK, vilket motsvarade en tillväxt på 35,5 procent och en rörelsemarginal om 8,2 procent. Avkastningen på sysselsatt kapital minskade med 0,8 procentenheter till 16,7 procent, vilket Gränges motiverar som ett direkt resultat av förvärvet av Noranda. Det extra sysselsatta kapitalet som förvärvet medförde kompenserades av ett ökat rörelseresultat, vilket gjorde att Gränges fortsatt uppfyllde målsättningen om en avkastning på sysselsatt kapital mellan 15–20 procent.

Vid nedskrivningsprövningen som utfördes 2017 fann Gränges vid analys av kassaflöden att inga nedskrivningsbehov existerade (Gränges, 2018). Detta baserades på antaganden om rimlig tillväxttakt samt diskonteringsränta vilket Gränges själva bedömer ge analysen fallhöjder kring de värden som beräknats. Däremot bedömer företaget att inga förändringar gällande antaganden förväntas medföra nedskrivning av goodwill vilket indikerar en rättvis värdering av förvärvet ett år senare. I samma process beslutades det att de kundrelationer som uppstått som direkt följd av förvärvet skulle skrivas av linjärt under 20 års tid.

Tre år efter förvärvet (2019) hade försäljningsvolymen minskat till 347,3 kiloton, en reduktion på 6,9 procent från 2017 (Gränges, 2020). Detta förklaras som en kombination av en dämpad efterfrågan hos slutmarknaderna samt minskade lagervolymer i Europa och Amerika. Det justerade rörelseresultatet för 2019 landade på 866 MSEK med en marginal på 7,2 procent. Resultatet innebar en minskning med 7,2 procent från 2017. Detta samtidigt som utbyggnationen av de förvärvade anläggningarna från Noranda färdigställts och satts i drift. Detta menar Gränges ska kunna öka volymen med 40 kiloton per år. I övrigt fortsatte kundrelationerna att skrivas av linjärt samtidigt som nedskrivningsprövningen av goodwill fortsatt inte visat behov av nedskrivning.

6. Analys

Tabell 5 nedan ger en samlad överblick av de fyra förvärven och fungerar som utgångspunkt för den efterföljande analysen. Fallens variation längs dimensionerna förvärvstyp, goodwillandel och eventuella nedskrivningar möjliggör en systematisk jämförelse som sträcker sig bortom de enskilda fallen. I stället för att analysera varje fall separat struktureras analysen utifrån fem teman: överensstämmelsen mellan kommunicerat motiv och förvärvets PPA, förvärvslogikens förankring i RBV och VRIO-ramverket, OLI-ramverket som förklaring till resursfördelningen, agentteoretiska incitamentmönster, samt förvärvstypen som förklaringsvariabel.

Tabell 5. Översikt av fallstudien

Förvärv	Typ av förvärv	Kommunicerat motiv	Goodwill (%)	Goodwill-nedskrivning (mdr SEK)
Hexagon – Intergraph (2010)	Mjukvara	Teknologi, mjukvarukompetens, marknadsposition	63%	-
Ericsson – Vonage (2022)	Mjukvara / CPaaS	CPaaS-plattform, utvecklarekosystem, kundrelationer	58%	47,2
Sandvik – Varel (2014)	Industri / energi	Marknadsposition, borrhäls teknik, kundrelationer	39%	-
Gränges – Noranda (2016)	Råvara / aluminium	Produktionskapacitet, marknadstillgång, kundrelationer	11%	-

Not. Goodwill (%) avser andel goodwill av förvärvets EV; goodwillnedskrivning avser nedskrivningar direkt hänförliga till förvärvet inom 3 år.

6.1. Kommunicerat motiv och faktisk redovisning

En grundläggande fråga i studien är huruvida det som ledningarna kommunicerar som motiv för sina förvärv faktiskt återfinns i hur köpeskillingen fördelas. Graden av överensstämmelse varierar påtagligt bland de fyra fallen, och variationen tycks framför allt bero på vilken typ av tillgångar ledningen beskriver som förvärvets kärna.

Gränges förvärv av Noranda utgör det tydligaste exemplet på ett förvärv där kommunikation och redovisning är förenliga. Den strategiska kommunikationen lyfte fram produktions-

anläggningar, en fullt integrerad produktionskedja och en etablerad marknadsposition som de centrala förvärvsmotiven. Eftersom produktionsanläggningar och etablerade kundrelationer uppfyller IFRS 3:s avskiljbarhetskrav kan de värderas separat, vilket direkt återspeglas i att materiella anläggningstillgångar utgör 56 procent av förvärvets EV och goodwillandelen stannar på 11 procent. Sett till Stouts branschsnitt för materialsektorn om 33 procent av EV är därmed goodwillandelen påtagligt låg, vilket ytterligare bekräftar att förvärvslogiken i detta fall i hög grad vilade på identifierbara och konkreta resurser snarare än svårvärderade immateriella värden. I Gränges fall stämmer därmed PPA-strukturen väl överens med den kommunicerade förvärvslogiken, vilket skiljer sig markant från de mjukvarubaserade förvärven där centrala motiv i stället absorberas i goodwillposten.

För Hexagon och Ericsson är bilden mer komplex. Båda bolagen motiverade förvärvet med specifika immateriella resurser: Hexagon lyfte fram Intergraphs mjukvaruplattformar och marknadsledande position, medan Ericsson betonade Vonages CPaaS-teknik och ekosystemet av programutvecklare. Trots detta domineras förvärvsanalysen av goodwill i båda fallen. Hexagons goodwillandel om 63 procent ligger i linje med Stouts branschmedian för IT-sektorn om 64 procent. Med hänsyn till denna studies beräkningsmetod tyder det snarare på att goodwillandelen är hög även i ett branshperspektiv. För Ericsson uppgår goodwillandelen till 58 procent, vilket överstiger Stouts medianandel för kommunikationstjänster om 45 procent. Även här innebär skillnaden i beräkningsmetod att den faktiska andelen sannolikt är ännu högre relativt branschen. Att Ericsson därmed redovisar en goodwillandel som väsentligen överstiger branschsnittet för sin sektor, med efterföljande nedskrivningar om 47,2 miljarder SEK, stärker bilden av att goodwillen i detta fall inte var ekonomiskt förankrad i den utsträckning som den strategiska kommunikationen antydde.

Hexagons identifierbara immateriella tillgångar, bestående av varumärken, patent och övriga tillgångar, uppgår till 22 procent av förvärvets EV. En del av de kommunicerade resurserna har därmed kunnat särskiljas, men goodwillposten på 63 procent är ändå påfallande stor i förhållande till den uttalade förvärvslogiken. Posten motiveras med synergier, humankapital och Intergraphs marknadsledande position, värden som delvis överlappar med de resurser som lyftes fram som centrala förvärvsmotiv. För Ericsson är diskrepansen mellan kommunicerat motiv och PPA-struktur mer påtaglig. Av de tre kärnresurserna som kommunicerades, CPaaS-plattformen, ekosystemet av programutvecklare och kundrelationerna, så är det enbart kundrelationerna som värderats separat. Plattformstekniken och utvecklarnätverket, som

framhölls som de primära motiven, återfinns i stället samlat under goodwill med formuleringen ”framtida kunder, teknik och synergier”. En alternativ tolkning är att detta inte nödvändigtvis återspeglar opportunistiska val, utan snarare en begränsning i redovisningsstandarden. IFRS 3:s krav på identifierbarhet kan innebära att när centrala värdedrivare är nätverkseffekter och plattformsteknik, vilka är svårare att värdera separat, så kan goodwillandelen systematiskt drivas upp i denna typ av förvärv.

Sandviks förvärv av Varel placerar sig i ett mellanläge. Varels marknadsledarskap och tekniska kompetens kommunicerades som de viktigaste resurserna, och PPA-analysen lyckas i relativt hög utsträckning fånga dessa värden. De identifierbara immateriella tillgångarna uppgick till 31 procent av förvärvets EV, varav merparten avser patent, licenser och varumärken. Goodwillandelen om 39 procent understiger Stouts branschmedian för industrisektorn om 49 procent, vilket med hänsyn till beräkningsmetoder tyder på att förvärvet är relativt välförankrat i identifierbara tillgångar och att goodwillposten inte är oproportionerlig ur ett branschperspektiv. Goodwillen motiveras av förväntade synergieffekter, utan att skapa en lika tydlig diskrepans som i Ericssons fall.

Mönstret i de fyra fallen tyder på att överensstämmelsen mellan kommunicerat motiv och PPA-struktur i grunden styrs av tillgångarnas identifierbarhet enligt IFRS 3. När kärntillgångarna är fysiska eller juridiskt förankrade återspeglas förvärvslogiken direkt i redovisningen. När motiven i stället bygger på mjukvaruplattformar, nätverkseffekter eller ekosystemvärden sätter redovisningsstandarden en teknisk gräns för hur väl kommunikationen kan översättas till identifierbara tillgångar, och därmed tenderar goodwill att öka. Detta mönster är i sig ett analytiskt bidrag, då det antyder att diskrepansen mellan kommunikation och redovisning inte alltid behöver tolkas som ett tecken på strategisk redovisning, utan kan vara en konsekvens av förvärvstypen i kombination med gällande redovisningsprinciper.

De teoretiska ramverken ger heller ingen direkt vägledning för i vilken utsträckning PPA-strukturen kan fungera som en indikator på framtida utfall. Ericssons fall visar att en hög goodwillandel, i kombination med en överskattning av de förvärvade resursernas värde, kan följas av omfattande nedskrivningar. Hexagons fall visar däremot att en jämförbar goodwillandel inte behöver leda till samma utfall, förutsatt att de underliggande antagandena är ekonomiskt förankrade. Det avgörande är därmed inte goodwillens storlek i sig, utan huruvida den kan motiveras av realiserbara framtida kassaflöden.

6.2. Det resursbaserade synsättets förklaringskraft

Enligt RBV bör de resurser som ett bolag identifierar som unika och svårimiterade också utgöra kärnan i förvärvslogiken. I förlängningen borde detta innebära att dessa resurser, i den mån de uppfyller IFRS 3:s identifierbarhetskrav, återspeglas som separata poster i förvärvsanalysen. Sambandet är dock inte självklart: redovisningsstandarden och RBV utgår från olika logiker, där den förra kräver att tillgångar är avskiljbara eller uppstår ur juridiska rättigheter, medan det senare värderar resurser utifrån deras strategiska funktion. En tillgång kan därmed vara central ur ett RBV-perspektiv utan att för den skull uppfylla kraven för separat redovisning. Med detta förbehåll provas nedan hur väl PPA-strukturen stämmer överens med de resurser som kommunicerades som strategiskt avgörande i respektive förvärv.

För Hexagon framstår förvärvslogiken som välgrundad utifrån både RBV och VRIO. Intergraphs mjukvarulösningar uppfyller VRIO-ramverkets kriterier: de var värdeskapande genom att komplettera Hexagons befintliga sensorteknik, sällsynta på marknaden för visualisering av komplexa datamängder, svårimiterade till följd av lång produktutvecklingstid och djup domänkunskap, samt möjliga att tillvarata genom integration med Hexagons befintliga affärsområden. Förvärvsanalysen bekräftar delvis detta då 22 procent identifierbara immateriella tillgångar indikerar att resurserna delvis kunnat värderas separat. Goodwillandelen om 63 procent motiveras av synergier, humankapital och marknadsledarskap, faktorer som inte uppfyller IFRS 3:s kriterier för identifierbarhet, trots att de framhölls som centrala förvärvsargument i kommunikationen. Att förvärvet ändå levde upp till sina finansiella målsättningar talar för att dessa värden som absorberats i goodwillen var ekonomiskt reella, även om de inte kunde särskiljas i redovisningen. Detta illustrerar en viktig gräns för RBV:s förklaringskraft: ramverket beskriver vad som bör vara strategiskt värdefullt, men kan inte ensamt avgöra om goodwillen i ett specifikt fall är välmotiverad eller inte.

För Ericsson uppstår en tydligare kontrast mot RBV-logiken. Plattformstekniken och ekosystemet av programutvecklare, som angavs som de mest värdefulla och svårimiterade resurserna, saknar separat värdering i förvärvsanalysen. Ur ett VRIO-perspektiv är dessa resurser svåra att bedöma i efterhand: ett ekosystem med över en miljon registrerade programutvecklare är sällsynt och svårt att imitera, men uppfyller sannolikt inte IFRS 3:s avskiljbarhetskrav eftersom det inte kan separeras från den underliggande plattformen och säljas separat. Det finns här två möjliga förklaringar: antingen uppfyllde resurserna inte IFRS 3:s identifierbarhetskriterier, eller också överskattade den strategiska kommunikationen deras

faktiska värde. Att efterföljande nedskrivningar uppgick till 47,2 miljarder SEK, motsvarande mer än hela den ursprungliga goodwillposten talar för att det sistnämnda delvis kan ha varit fallet.

Sandvik är det fall där sambandet mellan RBV och PPA-utfallet är mest konsekvent. Att identifierbara immateriella tillgångar och goodwill är av jämförbar storlek indikerar att förvärvsanalysen fångar en betydande del av det värde som kommunicerades som strategiskt motiv. Varels patent och varumärken uppfyller VRIO-kriterierna för värde och sällsynthet inom borrhäls- och gassektorn, och är tillräckligt avskiljbara för att kunna identifieras separat i förvärvsanalysen. Goodwillpostens motivering kring förväntade synergieffekter har en tydligare ekonomisk förankring än de mer övergripande formuleringar som återfinns i Ericssons redogörelse.

För Gränges är det tydligt att fördelningen av köpeskillingen bör spegla de resurser som utgör kärnan i förvärvet. De materiella tillgångarna (produktionsanläggningarna i Tennessee, North Carolina och Arkansas) är identifierbara och värderingsbara. De uppfyller VRIO-ramverkets värdekriterium genom att möjliggöra en omedelbar kapacitetsökning, och de är sällsynta i den mening att en fullt integrerad produktionskedja inte kan byggas upp snabbt organiskt. Eftersom de kan värderas och bokföras separat är kopplingen mellan kommunikation och PPA-struktur konkret och transparent.

Sammantaget visar analysen att sambandet mellan strategisk kommunikation och redovisningsmässigt utfall är starkast när de förvärvade resurserna är konkreta och juridiskt avskiljbara, som i Sandviks och Gränges fall, och svagast när värdet tillskrivs ekosystem, humankapital eller synergier som i Ericssons fall. Detta är inte nödvändigtvis ett tecken på att den strategiska logiken är felaktig, utan snarare att IFRS 3:s identifierbarhetskrav och RBV:s värdedrivare inte alltid sammanfaller. Konsekvensen är att goodwill i komplexa förvärv riskerar att bli en residualpost som absorberar både genuint strategiskt värde och förvärvspremier som aldrig realiserar, något som Ericssons omfattande nedskrivningar illustrerar tydligt. Det innebär att PPA-strukturen i sig bör ses som ett analytiskt verktyg med begränsningar, snarare än en fullständig bekräftelse på om förvärvslogiken var välgrundad eller inte.

6.3. OLI-ramverket som motiv till resursfördelning

OLI-ramverket ger ett kompletterande perspektiv på varför förvärven genomfördes och varför allokeringen ser ut som den gör. Genom att systematiskt pröva de tre dimensionerna ägarskapsfördelar (O), lokaliseringsfördelar (L) och internaliseringsfördelar (I) framträder ett mönster som delvis kan förklara variationen i goodwillandel mellan fallen.

I Gränges och Sandviks förvärv är ägarskapsfördelarna konkreta och direkt identifierbara. Noranda ägde tre moderna produktionsanläggningar med en integrerad värdekedja, och det var just detta som utgjorde förvärvslogikens kärna. På liknande sätt bestod Varels ägarskapsfördelar av patent, specialiserad borrhäls teknik och ett välkänt varumärke inom olje- och gassektorn, som alla var avskiljbara och värderingsbara i enlighet med IFRS 3. Att dessa resurser är av konkret och identifierbar karaktär gör att de i hög utsträckning kan redovisas separat i förvärvsanalysen, vilket återspeglas i att goodwillandelen för dessa två förvärv är de två lägsta på 11 respektive 39 procent. Anmärkningsvärt är att trots konkreta och direkt identifierbara tillgångar så skiljer sig andelen goodwill mellan förvärven åt med en differens på 28 procentenheter. Differensen återspeglas främst av de synergieffekter och strategiska premiebetalningar som respektive förvärv ansågs motivera.

För Hexagon och Ericsson är bilden en annan. Här är ägarskapsfördelarna i grunden immateriella och ekosystemsbaserade, vilket skapar en inneboende spänning mot redovisningsreglernas krav på identifierbarhet. Intergraphs värde låg i kombinationen av mjukvaruplattformar, humankapital och marknadsledarskap inom en nischad sektor, vars värde på tillgångarna uppstår i samspel med varandra snarare än som isolerade poster. Detsamma gällde i ännu högre grad för Vonage. Ekosystemet av en miljon registrerade programutvecklare och den API-baserade plattformstekniken kommunicerades som förvärvslogikens kärna, men är till sin natur nätverksberoende och kan inte separeras från det sammanhang i vilket de skapar värde. Resultatet är att dessa centrala ägarskapsfördelar, trots att de utgör det primära argumentet för förvärvet, inte uppfyller IFRS 3:s kriterier och absorberas därmed i goodwillposten. Det är denna dynamik som delvis kan förklara varför Hexagon och Ericsson redovisar goodwillandelar på 63 respektive 58 procent. Det bör dock understrykas att en hög goodwillandel till följd av immateriella ägarskapsfördelar inte i sig är ett problem, förutsatt att de underliggande kassaflödena motiverar värderingen. Hexagons förvärv av Intergraph illustrerar just detta. Trots en goodwillandel på 63 procent levde förvärvet upp till sina finansiella målsättningar och ingen nedskrivning genomfördes under uppföljningsperioden.

Ericssons fall illustrerar däremot konsekvensen när ägarskapsfördelarna överskattas, och de efterföljande nedskrivningarna om 47,2 miljarder SEK kan delvis tolkas som en korrigering av att ekosystemets värde aldrig realiserades i den utsträckning som kommunicerades.

I dimensionen avseende lokaliseringsfördelar är fallen mer likartade, men fortfarande med meningsfulla skillnader. För samtliga fyra bolag erbjöd USA tillgång till marknader, teknik och kundsegment som inte var tillgängliga i samma utsträckning på den svenska hemmamarknaden. Däremot varierar det vad som specifikt motiverade inträdet på den amerikanska marknaden. För Hexagon och Ericsson var lokaliseringslogiken tätt knuten till den amerikanska marknadens roll som globalt centrum för respektive industri. Intergraph hade en etablerad position som globalt centrum inom offentlig säkerhet, infrastruktur och energi i USA, sektorer med höga inträdesbarriärer i form av certifieringskrav och djupa kundrelationer som hade tagit lång tid att bygga upp organiskt. På liknande sätt är den amerikanska marknaden det globala centrumet för CPaaS och API-driven kommunikation, och Vonages plattformsposition i det här ekosystemet var specifikt värdefull just för sin geografiska och marknadsmässiga förankring. I båda dessa fall var det alltså inte bara den amerikanska marknaden i stort som utgjorde lokaliseringsfördelar, utan den specifika sektoriella positionen som det förvärvade bolaget innehade.

För Sandvik och Gränges är lokaliseringslogiken mer direkt kopplad till fysisk marknadsnärvaro och distributionskapacitet. Varel gav Sandvik tillgång till den amerikanska olje- och gassektorns etablerade kundnätverk och regulatoriska certifieringar, ett kapital som tar lång tid att bygga upp och ofta utestänger utländska aktörer utan lokal förankring. Gränges lokaliseringsmotiv var det mest tydliga. Norandas produktionsanläggningar belägna i USA innebar att förvärvet direkt dubblade Gränges produktionsvolym. Dessutom etablerades en geografisk närvaro och direkt åtkomst till den nordamerikanska marknaden.

Internaliseringsfördelarna är den dimension där de fyra fallen uppvisar störst likhet, samt där logiken i samtliga fall är välgrundad. Det gemensamma temat är att licensiering eller externt samarbete bedömdes medföra antingen för stor risk för kompetensspridning, för låg kontroll över produktutveckling, eller för begränsad förmåga att realisera de synergier som motiverade förvärvet. För Hexagon var internaliseringslogiken kopplad till behovet av att integrera Intergraphs mjukvarulösningar med bolagets egna sensorer längs hela värdekedjan. Ett licensarrangemang hade inte gett Hexagon den kontroll över produktutveckling och systemintegration som krävdes för att förverkliga visionen om heltäckande tekniska lösningar.

Ericssons argument liknar detta men är ännu mer defensivt formulerat. Om Vonages plattform och API-ekosystem hade tillhandahållits via ett partnerskap så hade Ericsson saknat kontroll över prisstyrning och produktriktning på en marknad som bedömdes vara avgörande för bolagets framtida affärsmodell. Risker att en konkurrent förvärvade samma resurs förstärkte ytterligare incitament att internalisera.

Sandviks och Gränges internaliseringsincitament är av mer operativ karaktär. Sandvik syftade till att nyttja Varel's tekniska kompetens och sedan kombinera den med sin egen materialtekniska kunskap i produktutvecklingen. Detta är en form av värdeskapande som förutsätter organisatorisk integration. För Gränges var internaliseringen ännu mer direkt. Att samordna distribution och kapacitetsutnyttjande i Nordamerika kräver att produktionsanläggningarna befinner sig inom samma organisation och inte i ett licensarrangemang.

Sammantaget visar OLI-analysen att det framför allt är ägarskapsfördelarnas karaktär som kan förklara variationen i goodwillandel mellan de fyra fallen. Lokaliseringsfördelarna och internaliseringsfördelarna är i samtliga fall starka och strukturellt likartade, men verkar inte i sig påverka hur köpeskillingen fördelas i förvärvsanalysen. Det avgörande är om ägarskapsfördelarna är materiella och identifierbara, som i fallet för Gränges och Sandvik, eller immateriella och systemrelaterade som för Hexagon och Ericsson. Detta är förenligt med det mönster som syns i Tabell 5 och understryker att goodwillandelen inte enbart kan förstås som ett utslag av redovisningsstrategi utan till stor del återspeglar de inneboende egenskaperna hos de resurser som förvärvet medför. OLI-ramverket tillför här en förklaringsdimension som varken RBV eller agentteori kan erbjuda: det visar att goodwillens storlek delvis är förutsägbart utifrån förvärvstypen, och att bedömningen av ett förvärv behöver ta hänsyn till vilken typ av ägarskapsfördelar som kommuniceras.

6.4. Agentteoretiska incitament och ersättningsstrukturens roll

Agentteori kan erbjuda flera kompletterande förklaringar till variationer i goodwillandelar. Den mest studerade mekanismen är att ersättningsstrukturer kopplade till redovisat resultat ger ledningen incitament att allokera en större del av köpeskillingen till goodwill. Detta beror på att goodwill, till skillnad från andra immateriella tillgångar, inte belastar resultatet med löpande avskrivningar, utan i stället kvarstår som en tillgångspost i balansräkningen. Ett kompletterande agentteoretiskt incitament uppstår när ledningen har drivit igenom ett kostsamt

förvärv och har intresse av att skydda beslutet från omedelbar granskning. Det bör dock noteras att Frii och Hamberg (2021) visar att sambandet mellan resultatbaserad ersättning och goodwillnivåer inte är lika tydligt i en svensk ägarkontext som på andra marknader. Denna insikt används som ett filter där den är tillämplig.

Skillnaderna mellan Hexagons och Ericssons förvärv visas i hur ersättningsstrukturens utformning kan påverka allokeringsbesluten. Vid förvärvet av Intergraph motsvarade Hexagons VD Ola Rolléns rörliga ersättning 67 procent av grundlönen, vilket ligger klart under det intervall på 150–200 procent som enligt Detzen och Zülch (2012) har det starkaste sambandet med goodwillmaximering. Den rörliga ersättningen baserades dessutom på koncernens generella lönsamhet snarare än på specifika nyckeltal kopplade till enskilda resultatposter, vilket ger svagare incitament för strategiska redovisningsval. Ett alternativt agentteoretiskt perspektiv är överprislogiken: förvärvet av Intergraph var vid tidpunkten Hexagons största strategiska satsning med en köpeskilling om 15 miljarder SEK, vilket i sig kan skapa incitament att allokera generöst till goodwill för att skydda beslutet från omedelbar granskning via löpande avskrivningar. Det faktum att förvärvet samtidigt levde upp till sina finansiella målsättningar under uppföljningsperioden talar dock för att goodwillen i detta fall var ekonomiskt förankrad snarare än ett uttryck för ett dolt överpris.

Vid Vonage-förvärvet var situationen en annan. Ericssons VD Börje Ekholms fasta ersättning kompletterades av ett ettårigt rörligt program baserat på finansiella KPI:er samt ett flerårigt program knutet till bolagets resultat och aktiekursutveckling. Under förvärvsåret uppgick den samlade rörliga ersättningen till 201 procent av den fasta ersättningen, vilket överstiger det kritiska intervallet enligt Detzen och Zülch (2012). Denna jämförelse är dock missvisande, eftersom Detzen och Zülchs samband specifikt gäller kortsiktig kontantbaserad rörlig ersättning kopplad till redovisat resultat. Ekholms rörliga ersättning klassades i sin helhet som flerårig och aktiekursrelaterad, vilket inte ger samma direkta incitament att skydda det kortsiktiga redovisade resultatet. Ersättningsstrukturen ger därmed ett svagare agentteoretiskt stöd än vad siffran i sig antyder.

Starkare agentteoretiska incitament framträder i stället i förvärvets karaktär: Vonage-förvärvet var det dyraste i Ericssons historia och förvärvsanalysens struktur, där goodwill och identifierbara immateriella tillgångar tillsammans utgör över 90 procent av EV, visar att en mycket begränsad del av köpeskillingen kunde kopplas till konkreta identifierbara tillgångar. En ledning som drivit igenom ett förvärv av denna storlek kan antas ha starka incitament att

allokera generöst till goodwill. En hög andel identifierbara immateriella tillgångar med fastställda avskrivningsplaner hade omedelbart belastat resultaträkningen och därigenom exponerat hur mycket värde som betalats för tillgångar vars avkastning ännu inte realiserats. Det kan därmed ha funnits incitament att undvika detta genom en generös goodwillallokering, oavsett om ersättningsstrukturen i sig gett upphov till sådana beteenden.

För Sandvik är de agentteoretiska incitamenten svagare, men inte helt frånvarande. VD:n Olof Faxanders rörliga ersättning uppgick under förvärsåret till 39 procent av grundlönen, med ett tak på 75 procent. Den rörliga ersättningen styrdes av KPI:er som tillväxt, avkastning på sysselsatt kapital, nettoskuld och utdelningskvot. Här bör noteras att avkastning på sysselsatt kapital indirekt påverkas av hur köpeskillingen fördelas. Ett visst strukturellt incitament att allokera mer till goodwill kan därmed ha förelegat, även om det är svagare än i Ericssons fall. Att Varels operativa utfall under uppföljningsperioden beskrevs som otillfredsställande utan att någon goodwillnedskrivning genomfördes försvårar dock en enkel tolkning av vilka incitament som faktiskt styrde redovisningsstrategin. Tillgångarnas karaktär framstår som den mest naturliga förklaringen till PPA-utfallet: Varels patent, licenser och varumärken uppfyllde IFRS 3:s avskiljbarhetskrav och begränsade därmed möjligheten att allokera mer av köpeskillingen till goodwillposten även om det fanns eventuella incitament för just det.

Gränges VD, Johan Menckel, uppnådde sitt maximala STI-utfall om 60 procent av grundlönen, kopplat till justerat rörelseresultat och kassaflöde, kompletterat av ett LTI-program. Sammantaget uppgick den rörliga ersättningen till ungefär samma nivå som grundlönen. Dessa resultatmått skulle i teorin följas av ett incitament att hålla goodwillandelen hög. Ändå landade goodwillandelen på 11 procent i Noranda-förvärvet, vilket talar mot att sådana incitament aktivt styrde allokeringen. Detta är det mest avvikande fallet ur ett agentteoretiskt perspektiv men förklaras mer naturligt av strukturella skäl än av ägarrelaterade sådana. När kärntillgångarna är materiella och kan värderas separat som Norandas produktionsanläggningar, lämnar IFRS 3 ett begränsat utrymme för strategisk allokering till goodwill oavsett incitamentsstruktur.

Sammantaget visar de fyra fallen att agentteoretiska incitament har begränsad självständig förklaringskraft i detta urval. För Ericsson framstår överprislogiken som det starkaste agentteoretiska incitamentet, medan ersättningsstrukturens direkta påverkan är svårbelagd. För Hexagon är överprislogiken möjlig men motverkas av att förvärvet levde upp till sina uttalade finansiella mål. För Sandvik och Gränges ger varken ersättningsstrukturer eller överprislogiken

tydligt agentteoretiskt stöd, vilket i båda fall förklaras mer naturligt av tillgångarnas karaktär och det begränsade utrymme IFRS 3 lämnar för strategisk allokering. I samtliga fall bör slutsatserna om agentteoretiska incitament tolkas med försiktighet, och Frii och Hambergs (2021) slutsats om ett svagare samband mellan resultatbaserad ersättning och goodwillnivåer i familjeägda svenska bolag utgör en relevant kontextuell bakgrund, även om den inte är direkt tillämplig på samtliga fall i urvalet.

6.5. Förvärvstyp som förklaringsvariabel

Ett mönster som framträder tydligt när de fyra fallen betraktas samlat är att själva förvärvstypen utgör en stark förklaringsvariabel för variationen i goodwillandel. Mjukvaruförvärven, Hexagon och Ericsson, redovisar goodwillandelar om 63 respektive 58 procent. De industriella förvärven, Sandvik och Gränges, redovisar 39 respektive 11 procent. Skillnaden är systematisk och återspeglar de värderingssvårigheter som uppstår när de centrala förvärvstillgångarna är immateriella snarare än fysiska och identifierbara. Mjukvaruplattformar, utvecklaresystem och nätverkseffekter är till sin natur svåra att avskilja och värdera som enskilda tillgångar under IFRS 3, vilket oundvikligen driver upp goodwillandelen i den typen av förvärv.

Sandviks förvärv illustrerar att detta inte är unikt för renodlade mjukvaruförvärv. Ett industriförvärv med teknisk spetskompetens och immateriella resurser kan generera en relativt hög andel goodwill, även om den är lägre när tillgångarna är mer konkreta och patent- eller varumärkesbaserade. Detta är i linje med Harrison & Hoskissons (1991) resonemang om att hållbara konkurrensfördelar efter förvärv primärt uppstår när de förvärvade resurserna kompletterar det förvärvande bolagets befintliga tillgångar, snarare än duplicerar dem. Sandviks tillgång till Varels borrhållsteknik och kundrelationer inom olja och gas representerar just en sådan komplementär resurslogik.

Förvärvstypen utgör dock inte en tillräcklig förklaring i sig. Hexagon och Ericsson delar förvärvstyp och likartad PPA-struktur, men deras utfall skiljer sig fundamentalt. Hexagons goodwill var ekonomiskt förankrad och förvärvet levde upp till sina initiala förväntningar, medan Ericssons goodwill skrevs ned med 47,2 miljarder SEK inom tre år. Distinktionen som Poramapojn & Wiboonchutikul (2024) gör mellan kärngoodwill och onormal goodwill är därför central. En hög goodwillandel i ett mjukvaruförvärv är inte per definition problematisk, men den kräver att de framtida kassaflöden som motiverar värderingen faktiskt realiserar. Om

det inte sker som i Ericssons fall, kan goodwillen ses som ett uttryck för antingen en felaktig bedömning av resursernas värde, ett för högt betalt pris, eller en kombination av båda. Gränges utgör i sin tur den spegelvända bilden med en låg goodwillandel och tydlig överensstämmelse mellan kommunicerat motiv, PPA-struktur och faktiskt utfall.

Studiens analytiska bidrag är att kombinera förvärvstyp, branschjämförelse, PPA-analys och utfallsdata i ett sammanhållet analytiskt ramverk. Var och ett av dessa perspektiv har behandlats i tidigare forskning, men sällan i kombination och sällan med fokus på svenska börsbolags förvärv på den amerikanska marknaden. Tillsammans illustrerar de fyra fallen att varken goodwillnivån i sig, förvärvstypen eller ersättningsstrukturen enskilt kan förklara utfallet. Det är i stället kombinationen av dessa faktorer, satt i relation till om goodwillen är ekonomiskt förankrad i realiserbara kassaflöden, som avgör huruvida förvärvsanalysen speglar ett välmotiverat förvärv eller döljer en övervärdering.

7. Slutsats

Studien syftade till att undersöka hur svenska börsnoterade bolag fördelar köpeskillingen vid förvärv på den amerikanska marknaden, samt i vilken utsträckning denna fördelning speglar de motiv som kommuniceras till aktieägarna. Analysen av fyra fall, Hexagon, Ericsson, Sandvik och Gränges, ger ett nyanserat svar på forskningsfrågorna och visar hur strategiska, redovisningsmässiga och incitamentrelaterade faktorer samverkar i PPA-processen.

När det gäller den första forskningsfrågan, om hur bolagen motiverar fördelningen mellan goodwill och identifierbara immateriella tillgångar, visar studien att överensstämmelsen mellan kommunikation och faktisk redovisning primärt avgörs av de förvärvade tillgångarnas karaktär. I fall där kärntillgångarna är materiella eller tydligt identifierbara immateriella tillgångar, som i Gränges förvärv av Norandas produktionsanläggningar, återspeglas ledningens kommunikation tydligt i PPA-strukturen. När förvärvet i stället motiveras av mer svåridentifierade värden, såsom ekosystem, mjukvaruplattformar eller nätverkseffekter, som i Ericssons förvärv av Vonage, tenderar dessa värden i högre grad att ingå i goodwill snarare än att redovisas separat. Denna skillnad är mest framträdande i Ericssons fall, där flera centrala resurser inte värderas separat, och minst tydlig i Gränges fall, där kommunikation och redovisning stämmer väl överens.

Den andra forskningsfrågan rör om fördelningen kan förklaras av strategiska resursbehov eller av agentteoretiska incitament. Här ger studien ett delvis blandat resultat. RBV och OLI-ramverket erbjuder den starkaste grundläggande förklaringen. Förvärvstypen och tillgångarnas karaktär styr i hög grad hur stor andel av köpeskillingen som kan identifieras separat, och OLI-ramverkets dimension för ägarskapsfördelar visar sig vara den faktor som bäst kan förutsäga variationen i goodwillandel mellan fallen. När ägarskapsfördelarna är materiella och avskiljbara, som för Gränges och Sandvik, tenderar det att leda till lägre goodwillandelar. När de å andra sidan är immateriella och systemrelaterade, som för Hexagon och Ericsson, tenderar det att driva upp goodwillandelen. Lokaliseringsfördelar och internaliseringsfördelar är i samtliga fall starka och strukturellt likartade, men verkar inte i sig påverka hur köpeskillingen fördelas. VRIO-ramverkets kriterier visar sig användbara för att identifiera vilka specifika resurser som kommuniceras som svårimiterade, men dess förklaringskraft begränsas av att IFRS 3 värderar tillgångar utifrån avskiljbarhet snarare än strategisk funktion.

Agentteorins förklaringskraft är mer begränsad och varierar mellan fallen. Den framstår som starkast i Ericssons fall, där överprislogiken är relevant mot bakgrund av att förvärvet var det

dyraste i bolagets historia och att efterföljande nedskrivningar uppgick till 47,2 miljarder SEK. Ersättningsstrukturens direkta påverkan är dock svårbelagd, eftersom den rörliga ersättningen till stor del var aktiekursrelaterad snarare än kopplad till kortsiktigt redovisat resultat. För Hexagon, Sandvik och Gränges ger varken ersättningsstrukturer eller överprislogiken tydligt agentteoretiskt stöd, vilket i samtliga av dessa fall förklaras mer naturligt av tillgångarnas karaktär och det begränsade utrymme IFRS 3 lämnar för strategisk allokering. Dessa mönster är även förenliga med Frieri och Hambergs (2021) slutsats om ett svagare samband mellan resultatbaserad ersättning och höga goodwillnivåer i en svensk ägarkontext.

Ett övergripande resultat är att en hög goodwillandel i sig inte nödvändigtvis innebär överbetalning eller strategisk redovisning. Det avgörande är i stället om goodwillen är ekonomiskt förankrad i de framtida kassaflöden som motiverar värderingen. Hexagons förvärv av Intergraph visar att en relativt hög goodwillandel om 63 procent kan vara rimlig om de underliggande antagandena är hållbara, medan Ericssons fall illustrerar hur bristande ekonomisk förankring kan leda till stora nedskrivningar. Distinktionen mellan ekonomiskt förankrad goodwill och onormal goodwill som döljer en övervärdering framstår som ett centralt verktyg för att bedöma vad en förvärvsanalys faktiskt visar.

Studiens begränsningar, framför allt det begränsade antalet fall och avsaknaden av interna beslutsunderlag, innebär att resultaten bör tolkas med försiktighet. Slutsatserna är analytiska snarare än statistiskt generaliserbara. Framtida forskning kan med fördel omfatta fler förvärv, längre tidsperioder samt undersöka hur faktorer som styrelsesammansättning och ägarstruktur påverkar utfallet. Det kan även vara relevant att jämföra svenska bolag med utländska förvärvare på den amerikanska marknaden, samt undersöka hur olika makroekonomiska regimer påverkar förvärvens utfall.

Sammanfattningsvis visar studien att förvärvsredovisning formas av samspelet mellan tillgångarnas karaktär, IFRS 3:s regulatoriska utrymme och de strategiska resurser som driver förvärvet. Diskrepansen mellan det som kommuniceras till aktieägarna och det som faktiskt redovisas är därför värt att granska, eftersom det är där goodwill som saknar ekonomiskt förankring kan förekomma. För investerare innebär detta en påminnelse om att analysera förvärvsredovisning kritiskt, särskilt i förvärv där en stor del av värdet utgörs av svåridentifierade immateriella tillgångar.

Referenser

- Barney, J. B. (1995). Looking inside for Competitive Advantage. *The Academy of Management Executive* (1993-2005), 9(4), 49–61. <http://www.jstor.org/stable/4165288>
- Bugeja, M., & Loyeung, A. (2015). What drives the allocation of the purchase price to goodwill? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 245–261. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcae.2015.10.002>
- Corporate Finance Institute. (2018, oktober 8). *Enterprise Value (EV) - Formula, Definition and Examples of EV*. https://corporatefinanceinstitute.com/resources/capital_markets/what-is-enterprise-value-ev/
- Corporate Finance Institute. (2019a, oktober 6). *Goodwill - Overview, Examples, How to Calculate*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/goodwill/>
- Corporate Finance Institute. (2019b, oktober 14). *Purchase Price Allocation - Overview, Components, Example*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/purchase-price-allocation/>
- Corporate Finance Institute. (2019c, oktober 14). *Tangible Assets - Overview, Types, Characteristics*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/what-are-tangible-assets/>
- Detzen, D., & Zülch, H. (2012). Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(2), 106–126. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2012.07.002>
- Dunning, J. H. (1988). The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. *Journal of International Business Studies*, 19(1), 1–31. <http://www.jstor.org/stable/154984>
- Ericsson. (2021, november 22). *Ericsson förvärvar Vonage för USD 6,2 miljarder för att bygga en global nätverks- och kommunikationsplattform för öppen innovation - Ericsson*. <https://www.ericsson.com/sv/press-releases/2021/11/ericsson-to-acquire-vonage-for-usd-6.2-billion-to-spearhead-the-creation-of-a-global-network-and-communication-platform-for-open-innovation>
- Ericsson. (2023). *Årsredovisning 2022*. <https://www.ericsson.com/493d1e/assets/local/investors/documents/2022/annual-report-2022-se.pdf>
- Ericsson. (2024). *Årsredovisning 2023*. <https://www.ericsson.com/4933e7/assets/local/investors/documents/2023/annual-report-2023-se.pdf>
- Ericsson. (2025). *Årsredovisning 2024*. <https://mb.cision.com/Main/15448/4111350/3285958.pdf>
- Ericsson. (2026). *Årsredovisning 2025*. <https://www.ericsson.com/492d72/assets/local/investors/documents/2025/annual-report-2025-se.pdf>
- Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2022). Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Life Cycles, and Value. *Academy of Management Review*, 47(4), 549–578. <https://doi.org/10.5465/amr.2018.0345>
- Filip, A., Lobo, G. J., Paugam, L., & Stolowy, H. (2022). Disclosures About Key Value Drivers in M&A Announcement Press Releases: An Exploratory Study. *Abacus*, 58(1), 62–104. <https://doi.org/10.1111/ABAC.12234>
- Frii, P., & Hamberg, M. (2021). What motives shape the initial accounting for goodwill under IFRS 3 in a setting dominated by controlling owners? *Accounting in Europe*, 18(2), 218–248. <https://doi.org/10.1080/17449480.2021.1912369>

- Gränges. (u.å.). *Vår verksamhet* | Gränges. Hämtad 08 april 2026, från <https://www.granges.com/sv/om-granges/var-verksamhet/>
- Gränges. (2016, augusti 17). *USA-förvärv stärker Gränges position och skapar möjligheter för tillväxt*. <https://www.granges.com/sv/nyhetsrum/pressmeddelanden/2016/usa-forvarv-starker-granges-position-och-skapar-mojligheter-for-tillvaxt/>
- Gränges. (2017). *Gränges Årsredovisning 2016*. <https://www.granges.com/globalassets/05.-investerare/04.-rapporter-och-presentationer/2017/02.-arsredovisning-2016/granges-arsredovisning-2016.pdf>
- Gränges. (2018). *Gränges Årsredovisning 2017*. https://www.granges.com/globalassets/05.-investerare/04.-rapporter-och-presentationer/2018/02.-arsredovisning-2017/granges_arsredovisning_2017.pdf
- Gränges. (2020). *Gränges Årsredovisning 2019*. https://www.granges.com/globalassets/05.-investerare/04.-rapporter-och-presentationer/2020/02.-annual-report-2019/granges_ar19_swe.pdf
- Harrison, J. S., & Hoskisson, R. E. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. *Journal of Management*, 17(1), 173–190. <https://doi.org/10.1177/014920639101700111>
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135–175. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90002-F](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90002-F)
- Hexagon. (2010, juli 7). *Hexagon förvärvar Intergraph, ledande leverantör av CAD och GIS mjukvara*. <https://hexagon.com/sv/company/newsroom/press-releases/2010/hexagon-acquires-engineering-and-geospatial-software-provider-intergraph>
- Hexagon. (2011). *Årsredovisning 2010*. https://vp208.alertir.com/afw/files/press/hexagon/Hexagon_2010_SV.pdf
- Hexagon. (2012). *Årsredovisning 2011*. <https://api.alertir.com/files/press/hexagon/201204067441-1.pdf>
- Hexagon. (2014). *Årsredovisning 2013*. <https://vp208.alertir.com/afw/files/press/hexagon/201404166969-1.pdf>
- IFRS. (2026a). *IAS 38 Intangible Assets*. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-38-intangible-assets/>
- IFRS. (2026b). *IFRS 3 Business Combinations*. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-3-business-combinations/>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen-Vinstrup, M., Rigamonti, D., & Wulff, J. (2018). European cross-border acquisitions: Long-run stock returns and firm characteristics. *Journal of Multinational Financial Management*, 47–48, 31–45. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2018.09.003>
- Malik, P., & Kumar, S. (2025). Theoretical Foundations of Mergers and Acquisitions: Mapping Strategic Rationales. *International Journal For Multidisciplinary Research*, 7(4). <https://doi.org/10.36948/IJFMR.2025.V07I04.52172>
- Paugam, L., Astolfi, P., & Ramond, O. (2015). Accounting for business combinations: Do purchase price allocations matter? *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 362–391. <https://doi.org/10.1016/J.JACCPUBPOL.2015.04.003>
- Poramapojn, P., & Wiboonchutikula, P. (2024). Determinants of goodwill and its impact on post-merger and acquisition performance in Thailand: a firm-level analysis. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 31(5), 740–756. <https://doi.org/10.1080/16081625.2023.2176328>

- Sandvik. (2014a). *Sandvik förvärvar Varel International Energy Services Inc.*
<https://www.home.sandvik/se/nyheter-och-media/nyheter/2014/01/sandvik-forvarvar-varel-international-energy-services-inc/>
- Sandvik. (2014b). *Årsredovisning 2013.*
<https://www.home.sandvik/siteassets/investors/investerare-swe/arsredovisningar/arsredovisning-2013.pdf>
- Sandvik. (2015). *Årsredovisning 2014.*
https://www.home.sandvik/contentassets/f6b8efe9eb7943fb97310d2488c95253/sandvik_ar_2014_svetryctversion.pdf
- Sandvik. (2016). *Årsredovisning 2015.*
<https://www.home.sandvik/siteassets/investors/investerare-swe/arsredovisningar/arsredovisning-2015.pdf>
- Sandvik. (2018). *Årsredovisning 2017.*
<https://www.home.sandvik/siteassets/investors/investerare-swe/arsredovisningar/%C3%A5rsredovisning-2017.pdf>
- SCB. (2025, november 5). *Direktinvesteringstillgångar ökade både i Sverige och i utlandet under 2024.* <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/betalningsbalans-och-utlandsstallning/betalningsbalans-och-utlandsstallning/betalningsbalansen-bop/pong/statistiknyhet/direktinvesteringar-2024--tillgangar-och-avkastning>
- Sekerci, N. (2020). Factors Associated with Strategic Corporate Decisions in Family Firms: Evidence from Sweden. *International Review of Finance*, 20(1), 45–75.
<https://doi.org/10.1111/irfi.12217>
- Stout. (2025). *Stout Purchase Price Allocation Study.*
<https://www.stout.com/en/insights/article/purchase-price-allocation-study/>
- Tajik, O., Golzar, J., & Noor, S. (2024). Purposive Sampling. *International Journal of Education & Language Studies*, 2, 1–9. <https://doi.org/10.22034/ijels.2025.490681.1029>
- Utrikespolitiska institutet. (2026, mars 31). *USA – Ekonomisk översikt.*
<https://www.ui.se/landguiden/lander-och-omraden/nordamerika/usa/oversikt/>
- Wang, M., & Zhang, Y. (2024). Excess goodwill and enterprise litigation risk. *Finance Research Letters*, 67. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105819>
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180. <http://www.jstor.org/stable/2486175>
- Yin, R. K. . (2018). *Case study research and applications : design and methods.* SAGE Publications, Inc. <https://ebooks.umu.ac.ug/librarian/books-file/Case%20Study%20Research%20and%20Applications.pdf>
- Zhao, X., Tham, J., & Mu, Q. (2023). M&A goodwill impairment, management ability and firm performance: Empirical evidence from Chinese a-shares. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 10, 741–752.
<https://doi.org/10.15549/jeecar.v10i5.1299>

Bilagor

Bilaga 1–4 presenterar samtliga redovisade poster vid respektive företagsförvärv från fallstudien, kategoriserade i enlighet med studiens beräkning av EV.

Bilaga 1: Redovisade poster från Hexagons förvärv av Intergraph

Post	Belopp (MSEK)
Varumärken	2 695
Patent och övriga immateriella tillgångar	1 549
Summa identifierbara immateriella tillgångar	4 244
Materiella anläggningstillgångar	914
Finansiella anläggningstillgångar	35
Uppskjutna skattefordringar	144
Varulager	172
Kundfordringar och andra tillgångar	1 523
Summa övriga tillgångar	1 874
Kassa och bank	741
Uppskjutna skatteskulder	1 687
Övriga avsättningar	59
Övriga långfristiga skulder	519
Kortfristiga skulder och avsättningar	1 664
Summa skulder	3 929
Av förvärvet uppkommen goodwill	11 935
Total ersättning (förvärvspris)	15 779

Not. Källa: Hexagon, Årsredovisning 2010, not 11. Egna beräkningar.

Bilaga 2: Redovisade poster från Ericssons förvärv av Vonage

Post	Belopp (MSEK)
Immateriella tillgångar	23 554
Materiella anläggningstillgångar	186
Nyttjanderätter	334
Uppskjuten skatt	2 353
Kundfordringar	1 094
Övriga tillgångar	1 896
Summa övriga tillgångar	5 677
Kassa och likvida medel	521
Avsättningar	1 050
Uppskjutna skatteskulder	6 264
Upplåning	6 473
Leasingskulder	403
Övriga skulder	3 775
Summa skulder	17 965
Goodwill	41 296
Totalt erlagd köpeskilling	53 269

Not. Källa: Ericsson, Årsredovisning 2022, not E2. Egna beräkningar.

Bilaga 3: Redovisade poster från Sandviks förvärv av Varel

Post	Belopp (MSEK)
Immateriella anläggningstillgångar	1 929
Materiella anläggningstillgångar	291
Finansiella anläggningstillgångar	242
Varulager	725
Kortfristiga fordringar	568
Summa övriga tillgångar	1 535
Likvida medel	118
Räntebärande skulder	2 279
Icke räntebärande skulder	1 081
Summa skulder	3 360
Goodwill	2 439
Köpeskilling	2 952

Not. Källa: Sandvik, Årsredovisning 2014, not 32. Egna beräkningar.

Bilaga 4: Redovisade poster från Gränges förvärv av Noranda

Post	Belopp (MSEK)
Immateriella anläggningstillgångar	196
Materiella anläggningstillgångar	1 673
Övriga långfristiga fordringar	14
Varulager	437
Kortfristiga fordringar	337
Summa övriga tillgångar	788
Avsättningar och övriga skulder	155
Övriga skulder	253
Summa skulder	408
Goodwill	331
Överförd ersättning	2 581

Not. Källa: Gränges, Årsredovisning 2016, not 29. Egna beräkningar.

INSTITUTIONEN FÖR TEKNIKENS EKONOMI OCH ORGANISATION
AVDELNINGEN FÖR ENTREPRENEURSHIP AND STRATEGY

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA

Göteborg, Sverige 2026

www.chalmers.se



CHALMERS