

# CHALMERS



## Erfarenheter av framgångsrika svenska M&As

En studie av kritiska framgångsfaktorer vid svenska förvärv baserad på erfarenhet från över 1500 transaktioner

## Experiences from successful Swedish M&As

A study of critical success factor in Swedish acquisitions based on more than 1500 transactions

Kandidatarbete i Industriell ekonomi

Gustav Darhult

Filip Eklund

Jacob Stegemyr

Oscar Thornander

Viktor Torkelsson

Filip Werner

Institutionen för Teknikens ekonomi och organisation

*Avdelningen för Entrepreneurship and Strategy*

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA

Göteborg, Sverige 2019

Kandidatarbete TEKX04-19-10

# Förord

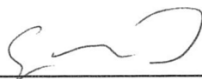
Detta kandidatarbete skrevs under våren 2019 vid institutionen Teknikens ekonomi och organisation på Chalmers Tekniska Högskola av studenter från Industriell Ekonomi samt Maskinteknik.

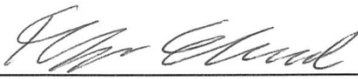
För författarna har arbetet varit roligt och lärorikt samt bjudit på många intressanta diskussioner med inspirerande personer.


Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare, Gunnar Wramsby, för ett stort engagemang samt allt stöd och handledning.

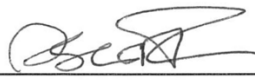
Ett stort tack riktas även till de personer som ställt upp på intervjuer Anonym 1, Anonym 2, Anonym 3, Anonym 4, Adam Samuelsson, Anders Eller, Anders Holmgren, Andreas Hermansson, Carl Bennet, Christian Dahlqvist, Daniel Pålsson, Erik Selin, Henric Ingemarson, Henrik Lernfelt, Håkan Berntsson, Jens Eriksson, Johan Boqvist, Karl-Erik Dexner, Martin Hogmalm, Mikael Alkmark, Mikael Eskils, Mikael Falk, Olof Cato, Philip Wramsby, Richard Treffner, Simon Hoof, Sofia Karlsson samt Thomas Gustafsson.


Chalmers Tekniska Högskola  
Göteborg, Sverige  
16 maj, 2019

  
\_\_\_\_\_  
Gustav Darhult

  
\_\_\_\_\_  
Filip Eklund

  
\_\_\_\_\_  
Jacob Stegemyr

  
\_\_\_\_\_  
Oscar Thornander

  
\_\_\_\_\_  
Viktor Torkelsson

  
\_\_\_\_\_  
Filip Werner

# Abstract

## **Problem**

M&A is a complex and multidisciplinary subject that is frequently visited upon in literature regarding business economics. This literature states that there is a lack of a rigorous definition of what a successful M&A is, and the perception of which factors are critical to a successful M&A is fragmented. The study takes off from this problem through answering the research questions, how a successful M&A is defined and which the success factors are before and after admittance to an acquisition.

## **Aim**

Describe and analyze success factors when conducting Swedish M&As.

## **Theoretical framework**

The theoretical framework is formulated from a holistic view of an M&A-process and is derived from international, well cited, business literature. The theoretical framework aims at providing a fundamental understanding of the subject M&As and raise relevant subjects that are topics of discussion when linked to the study's empiricism.

## **Method**

The method used in the study was of qualitative characteristic and its research approach was abductive. Data was collected through 26 semi-structured interviews with 28 persons active in the Swedish M&A-market with experience from a total of more than 1500 M&A transactions. The answers from the interviews was compiled and analysed according to the grounded theory which led to the conclusion of the study.

## **Results and Implications**

The results of the study show that there is a general consensus among the interviewees that the success of an acquisition is defined by its financial success, yet additional parameters need to be taken into consideration when evaluating. Furthermore, it is concluded that the existence of a clear rationale and a number of investment criterias, namely to target acquisitions that are in a growing market, are industry leading and also fulfills fundamental sustainability-requirements, are factors of success pre acquisition. The study implies that due diligence is considered a fundamental factor regarding acquisitions. In order to successfully execute a due diligence, the importance of transparency between parties, the right competence of the acquiring party, the time spent in the process, evaluation of personnel and management, issues regarding sustainability and correctly managing forecasts from the target company are all highlighted. Critical factors post acquisition for a successful outcome is the degree of integration of the target company in relation to the integration rate, the realization of synergies, clear communication regarding changes to be made, a good understanding of the target company and also the retainment of key-personnel within the management of the target company.

# Sammanfattning

## Problem

M&As är ett komplext och multidisciplinärt område som är väl omskrivet inom företagsekonomisk litteratur. Inom denna litteratur skriver vissa av författarna att det saknas en samsyn kring en rigorös definition av en lyckad M&A samt att uppfattningen om vilka faktorer som leder till en lyckad M&A är fragmenterad. Studien tar ansats i denna problematik genom frågeställningarna hur en lyckad M&A definieras samt vilka framgångsfaktorer som finns, före och efter tillträde, vid en M&A.

## Syfte

Beskriva och analysera framgångsfaktorer vid svenska bolagsförvärv.

## Teoretiskt ramverk

Det teoretiska ramverket utformas efter en övergripande bild av en förvärvsprocess och grundar sig i internationell välciterad företagsekonomisk litteratur. Det teoretiska ramverket syftar till att ge en grundläggande förståelse inom ämnet M&A och lyfta relevanta områden för diskussion kopplat till studiens empiri.

## Metod

Studiens metod är av kvalitativ karaktär och forskningsansatsen är abduktiv. Datainsamlingen genomförs genom 26 semistrukturerade intervjuer med totalt 28 personer med erfarenhet från sammanlagt över 1500 bolagstransaktioner. Intervjusvaren har sammanställts och analyseras enligt grundad teori (eng. grounded theory) och ligger sedan till grund för studiens slutsatser.

## Resultat och Implikationer

Studiens resultat visar att det råder en generell samsyn på att ett förvärvs framgång definieras av dess finansiella framgång men att fler parametrar bör vägas in vid utvärdering. Vidare dras slutsatsen att existerandet av ett tydligt motiv och ett antal investeringskriterier, vilka är att förvärva på en växande marknad, i ett branschledande bolag och som också uppfyller vissa grundläggande hållbarhetskrav, är framgångsfaktorer innan tillträde vid en M&A. Due diligence, visar studien, ses som en faktor som skapar underlag för ett framgångsrikt förvärv att byggas på. För att lyckas med denna lyfts vikten av transparens mellan parter, rätt kompetens hos den förvärvande parten, tidsåtgång i processen, utvärdering av personal och ledning, hållbarhetsfrågor samt hantering av prognoser från målbolaget. Efter tillträde dras slutsatserna att kritiska faktorer för ett lyckat utfall av förvärvet är integrationsgraden av målbolaget i förhållande till integrationshastigheten, realiserande av synergier, tydlig kommunikation kring förändringar, god förståelse för målbolaget och bevarande av för verksamheten kritiska personer i ledningen hos målbolaget.

# Ordlista

**M&A** - Förkortning för det engelska begreppet Merger and Acquisition och syftar till de aktiviteter som rör sammangåendet eller köpet av ett annat företag. (Cambridge Dictionary, 2019)

**Förvärv** - Syftar till företagsförvärv i studien och definieras som “när ett företag köper ett företag av ett företag” (Sevenius, 2011).

**Strategiskt förvärv** - Kan klassificeras som förvärv som genomförs av investerare som är intresserade av målbolagets passform i deras långsiktiga strategiska affärsplan genom exempelvis vertikal eller horisontell expansion, eliminering av konkurrens eller stärkelse av egna svagheter (Mercer, 1999).

**Finansiellt förvärv** - Kan klassificeras som förvärv som genomförs av investerare som är intresserade av avkastningen de kan få från målbolaget genom antingen det genererade kassaflödet eller från en framtida försäljning av bolaget (Mercer, 1999).

**Målbolag** - Det bolag som avses bli förvärvat.

**Due diligence** - Den detaljerade undersökningen av ett bolag och dess finansiella historik innan det förvärvas (Cambridge Dictionary, 2019).

**Synergi** - Det kombinerade utfallet av flera bolag som arbetar tillsammans är större än det totala utfallet av bolagens separata arbete (Cambridge Dictionary, 2019).

**CSR** - Förkortning för Corporate Social Responsibility och definieras av EU kommissionen som bolags ansvar för deras inverkan på samhället. I begreppet inkluderas exempelvis ansträngningar att minska koldioxidutsläpp och lika karriärmöjligheter (Sweden, 2018).

**ESG** - Förkortning för Environmental, Social and Governance vilket i många fall i folkmun benämns hållbarhet. Ur ett affärsmässigt perspektiv handlar ESG om bolagets affärsmodell, exempelvis hur bolagets produkter och tjänster bidrar till hållbar utveckling (Nordea, 2019).

**HR-DD** - Förkortning för Human Resources Due Diligence och syftar till att noggrant undersöka humankapitalet i ett bolag.

**Nyckelpersoner** - Individer som anses mycket viktiga för transaktionen och för bolagets verksamhet.

**Hård integration** - En integration som genomförs med hög integrationsgrad på en eller flera nivåer.

**Mjuk integration** - En integration som genomförs med låg integrationsgrad på en eller flera nivåer.

**Rådgivare** - Syftar till personer och företag som vägleder köpande och säljande bolag genom försäljningsprocessen.

**Rödflagg** - En signal för fara, med andra ord någonting att akta sig för (Cambridge Dictionary, 2019).

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	1
1.1 Syfte	2
1.2 Problemformulering och frågeställningar	2
1.3 Avgränsningar	2
<b>2. Teoretiskt ramverk</b>	3
2.1 Motiv till förvärv	3
2.2 Due diligence-processer	5
2.3 Riskanalys och riskhantering	8
2.4 Synergier	9
2.5 Integrationsfas	11
2.6 Utvärdering av M&As	13
2.7 Hållbar utveckling och etik	14
<b>3. Metod</b>	15
3.1 Forskningsansats	15
3.2 Metodansats	16
3.3 Utformning och genomförande av intervjuer	16
3.4 Urval av respondenter	17
3.5 Analys av intervjuer	19
3.6 Tillförlitlighet och objektivitet	20
3.7 Etik kopplat till studien	20
<b>4. Empiri</b>	21
4.1 Definition av ett lyckat förvärv	21
4.2 Motiv till förvärv	22
4.2.1 Motiv till förvärv	23
4.2.2 Investeringskriterier	24
4.3 Riskanalys och riskhantering	26
4.3.1 Transparens och kompetens	27
4.3.2 Kultur som risk	28
4.3.3 Personal och ledning	30
4.3.4 Hållbarhet som risk	31
4.3.5 Värdering och prognoser	32
4.4 Synergier	33
4.4.1 Värdering av synergier	34
4.4.2 Realisering av synergier	34
4.5 Integration	35
4.5.1 Integrationsgrad och integrationshastighet	36
4.5.2 Kommunikation vid ett övertagande	37

4.5.3 Kompetens och motivation	38
<b>5. Analys och diskussion</b>	39
5.1 Definition av ett lyckat förvärv	39
5.2 Framgångsfaktorer före tillträde	40
5.3 Framgångsfaktorer efter tillträde	43
<b>6. Slutsats</b>	45
<b>7. Förslag för vidare forskning</b>	47
<b>Källhänvisning</b>	48
<b>Bilagor</b>	1
Bilaga 1 - Intervjuunderlag	1



# 1. Inledning

Sveriges bruttonationalprodukt har sedan 1950-talet vuxit i stadig takt och dess värde utgörs idag till 80% av varor och tjänster från privat sektor respektive till 20% av offentlig sektor (Statistiska Centralbyrån, 2016). Tillväxten i privat sektor blir således en tungt vägande faktor för Sveriges ekonomiska utveckling. Bolag ser huvudsakligen tillväxt genom två strategier, organisk tillväxt eller M&As (Kuntz, 2014). Organisk tillväxt betyder enligt Kuntz (2014) att bolag utvecklar befintliga tillgångar och förmågor för att växa medan M&As innebär att tillgångar och förmågor köps av en annan aktör eller att dessa integreras i ny gemensam verksamhet.

Antalet M&As uppgick i Sverige under 2018 till närmare 400, med ett sammanlagt värde av cirka 40 000 miljoner euro (Mergermarket, 2019). Rapporten antar också att den nordiska marknaden för M&As förblir fortsatt het, i synnerhet i Sverige som var det nordiska land som genomförde flest bolagsaffärer och till det högsta transaktionsvärdet under 2018.

Fortsatt har den svenska marknaden återhämtat sig efter finanskrisen i slutet av 00-talet, vilket bidragit till en stark svensk transaktionsmarknad. Samtidigt är tillgången till bankfinansiering god, industriella köpare har starka balansräkningar och finansiella investerare har ett gott investeringsutrymme (PwC, 2017). Affärer som görs på en het marknad för M&As löper dock högre risk för att misslyckas (PwC, 2016). Christensen et. al (2011) skriver att 70 till 90 procent av alla förvärv misslyckas att uppnå de uppsatta målen för affären ur en köpares perspektiv. Enligt Bruner (2004) är en samlad uppfattning i branschrappporter att endast 20% av genomförda M&As lyckas i termer av egna uppsatta mål. Bauer & Matzler (2014) skriver att 40–60 % av alla M&As misslyckas i att skapa värde. Trots detta är M&As ett utbrett strategiskt verktyg för att uppnå tillväxt (Park & Jang, 2011). Samtidigt ställer sig Bruner (2004) kritisk till hur väl rapporter om andelen lyckade M&As avspeglar verkligheten.

Målen och anledningarna till M&A kan variera mellan bolag och bransch. Motivet, den strategiska orsaken till M&A och som kan ses som övergripande mål med en affär, kan även den variera men, följer vanligtvis relativt likartade mönster oavsett bransch (Goedhart, Koller & Wessels, 2017). Enligt Goedhart, Koller & Wessels (2017) hamnar flest bolagsaffärer inom följande kategorier av motiv; förbättra bolagets prestation, slå samman bolag för att ta bort överflödiga kapacitet från marknaden, accelerera bolagets tillgång till marknadsandelar, få teknik eller förmågor snabbare eller billigare än vad bolaget själva kan utveckla, uppnå ökade skalfördelar, tidigt plocka upp bolag med vinnande koncept och utveckla affären. Orsaker till varför bolag misslyckas med sina förvärv är många men innefattar ofta brist på synergier mellan bolag och att kulturen i respektive inte matchar (Walker, 2018; Christoferson, McNish & Sias, 2004).

Med bakgrund i rådande läge (maj 2019) på marknaden för M&As i Sverige samt den höga påstådda graden av misslyckande i denna typ av affärer är det intressant att undersöka vad som har gjort att svenska bolag som genomfört förvärv har lyckats med sina åtaganden. Ämnet för studien kommer således handla om hur svenska bolag har lyckats med sina förvärv. Studien kommer även undersöka förvärvande bolags mål och motiv för förvärv.

M&A-marknaden har hittills varit relativt opåverkad av samhällets ökade fokus på hållbarhet, det finns dock tecken på en vändning i denna utveckling då hållbarhet påverkat både genomförbarhet och värde av vissa transaktioner (Deloitte, 2008). Samtidigt anser Meckl &

Theuerkorn (2015) att det inte finns någon generell koppling mellan det köpande bolagets CSR-arbete och framgången i de M&A-transaktioner som utförs. Motsättningar öppnar upp för en djupare analys om hur enskilda bolags hållbarhetsarbete påverkar genomförbarhet och utfall i M&A-transaktioner. I studien undersöks därför bolags syn på vikten av ekologisk, social och såväl ekonomisk hållbarhet vid bolagstransaktioner samt hur detta i sin tur påverkar en affär.

Studien ämnar tillhandahålla en sammanställning av erfarenheter som kan vara av intresse för förvärvande bolag rörande hur sannolikheten för ett lyckat förvärv kan ökas. Forskning inom M&As ligger inte endast i näringslivets intresse utan även för samhället i stort, då lyckade förvärv leder till ökad effektivitet, resursutnyttjande samt tillväxt. Slutligen är förhoppningen med studien att belysa områden inom ämnet som lämpar sig för fortsatt forskning samt skapa diskussion kring vikten av kunskap inom ämnet för fortsatt tillväxt av svenska bolag och dess vikt för svensk ekonomisk utveckling.

## 1.1 Syfte

Arbetets syfte är att beskriva och analysera framgångsfaktorer vid svenska bolagsförvärv.

## 1.2 Problemformulering och frågeställningar

Bruner (2004) skriver att det i tidskrifter, bransch- och konsultrapporter saknas en enhetlig definition av vad som menas med att misslyckas med en M&A. Vidare skriver Bruner (2004) att de antaganden som görs kring utfall av M&As i artiklar ofta är baserade på förändringar i aktiepris där signifikans saknas för att göra en slutsats. Vidare tenderar artiklarna att fokusera på transaktioner mellan noterade företag snarare än förvärv utförda av privatägda företag, vilket är betydligt mer vanligt förekommande och tenderar dessutom vara lönsammare för köparen (Bruner, 2004). För att avgöra ett binärt utfall för ett förvärv förutsätter det att en definition för lyckade förvärv är etablerad. Studiens första frågeställning är därför:

- Hur kan en framgångsrik M&A definieras?

Enligt Gomes et al. (2012) har studier på området misslyckats med att förstå varför många M&As misslyckats och de variabler som påverkar framgången för det förvärvande bolaget har ej identifierats. Gomes et al. (2012) skriver vidare att M&A är ett multidisciplinärt område vilket kräver ett brett angreppssätt för att förstå komplexiteten i ämnet. Bauer & Matzler (2014) hävdar att mycket lite forskning har genomförts för att få ett holistiskt perspektiv på M&As. Vidare skriver Gomes et al. (2012) att en M&A-process kan delas upp i två delar, före och efter tillträde. Gomes et al. (2012) skriver dock att ett historiskt misstag i M&A-studier är att enbart fokusera på en av delarna. Studiens andra och tredje frågeställning är därför:

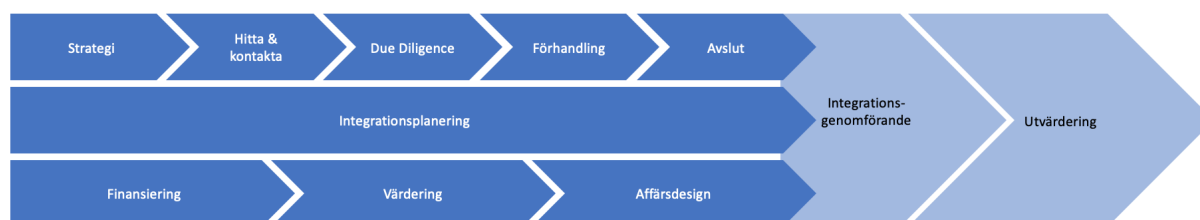
- Vilka anses vara kritiska framgångsfaktorer före tillträde vid M&As?
- Vilka anses vara kritiska framgångsfaktorer efter tillträde vid M&As?

## 1.3 Avgränsningar

Studien är avgränsad till att enbart fokusera på förvärv, hela området M&A undersöks alltså inte. Författarna kan tillsammans med studiens respondenter inte garanteras ha en komplett bild av framgångsfaktorer vid förvärv, vilket kan avspeglas i studiens resultat. Resultatet bör betraktas som en ögonblicksbild av erfarenheter på den svenska marknaden fram till och med våren 2019.

## 2. Teoretiskt ramverk

Kapitlet presenterar området och tidigare forskning inom M&A med relevans för studien och dess syfte. Det finns flera delområden inom M&A och för att skapa en överskådlig bild presenteras några av de mest frekvent omnämnda områdena inom M&A. Kapitlet innehåller Motiv till förvärv, Riskanalys och riskhantering, Synergier, Integrationsfas, Utvärdering av M&As och Hållbar utveckling och etik. Motiv till förvärv beskriver de grunder det förvärvande bolaget har för att förvärva målbolaget. Due diligence beskriver den genomlysande process det förvärvande bolaget genomför för att kunna fatta ett investeringsbeslut. Riskanalys och riskhantering behandlar metoder för att kvantifiera och hantera risker kopplade till förvärv. Synergier redogör för det adderade värdet som kan realiseras då bolag förvärvas eller slås ihop. Integration beskriver den värdeskapande del som följer ett tillträde då synergier och motivet till förvärvet skall realiseras genom att det förvärvande bolaget och målbolagets verksamheter integreras. Utvärdering beskriver teorier kring hur M&As kan utvärderas samt fallgropar kopplade till detta. Hållbar utveckling och etik beskriver teorier kring hur M&As kan påverkas av miljömässiga och humana aspekter. En process för M&A illustreras i figur 1.



Figur 1. M&A-process. Baserad på Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (2019)

### 2.1 Motiv till förvärv

Vid förvärv bör bolag ha en strategisk logik till varför målbolaget skall förvärvas. Goedhart, Koller & Wessels (2017) förklarar att i de mest lyckade transaktionerna går bolaget in med specifika, välformulerade ideer för värdeskapande. Vidare beskriver Goedhart, Koller & Wessels (2017) att vid mindre lyckade transaktioner är motivet, som kan vara ökad omsättning, fyllnad av tomrum i portföljen eller ett tredje ben i portföljen, ofta vaga.

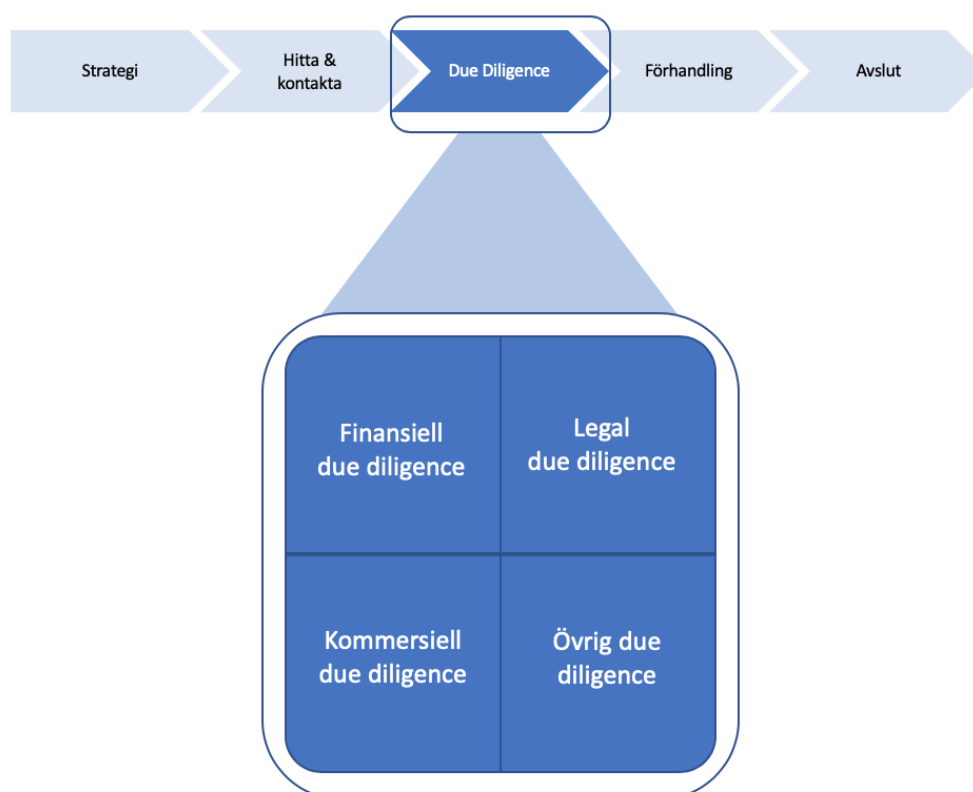
Det kan finnas flera bakomliggande anledningar och incitament för ett bolag att förvärva ett annat bolag. Generellt kan dessa anledningar enligt Straub (2007) delas upp i fyra kategorier; horisontella, vertikala, koncentrisk och konglomererande aktiviteter. Hooke (2015) skriver att vid horisontella förvärv verkar bolagen traditionellt inom samma produkt- eller marknadssegment. Det förvärvande bolaget kan därmed utöka sina marknadsandelar på en existerande marknad, ta marknadsandelar på en ny marknad eller utvidga sitt utbud sett till de produkter som erbjuds. Vidare beskriver Straub (2007) att horisontella förvärv även är en möjlighet till att eliminera nutida eller vad som betraktas som framtida konkurrens. Ett centralt begrepp inom horisontella förvärv är synergier vilket förklaras mer omfattande i avsnitt 2.4. Hooke (2015) beskriver sedermera hur vertikala förvärv istället ökar det förvärvande bolagets värde genom att förvärva bolag uppströms eller nedströms i värdekedjan. Vidare skriver Hooke (2015) att genom att förvärva antingen en leverantör eller en distributör, om det förvärvande bolaget är producent, kan marginalen på föregående eller efterliggande bolag elimineras och därmed sänks kostnaderna för bolaget.

Straub (2007) beskriver koncentrisk förvärv som att förbättra eller komplettera det förvärvande bolagets kunskaper eller resurser inom ett befintligt kompetensområde genom förvärvande av ett annat bolag. Exempel på koncentrisk aktivitet är införskaffande av ett bolags teknologi genom förvärv istället för köp av patent. Det kan även handla om tillgång till ett bolags produktionsteknik eller distributionssystem. Slutligen förklarar Straub (2007) att vid konglomererande förvärv har förvärvande bolag och målbolag inga likheter eller är komplement till varandra utan förvärvet är ofta en del av en diversifieringsstrategi hos det förvärvande bolaget där riskerna i portfolion kan spridas mellan olika branscher och verksamheter. En liknande syn på de vanligaste motiven till förvärv presenteras av Goedhart, Koller & Wessels (2017) som gjort en annorlunda uppdelning. Goedhart, Koller & Wessels (2017) har formulerat sex olika motiv till varför ett förvärv genomförs; förbättra målbolagets prestation, eliminera överskottskapacitet från marknaden, skapa marknadstillgänglighet för produkter, få tillgång till kompetens eller teknologi till ett lägre pris än om de utvecklats internt, utnyttjandet av målbolagets industri-specifika förmåga att skalas upp samt att välja vinnare tidigt i utvecklingen och hjälpa dem att utveckla verksamheten.

Ett bolag kan vara ett intressant förvärvsobjekt då dess attribut linjerar med det motiv som det förvärvande bolaget har men kan trots det bli inaktuellt om det inte uppfyller det förvärvande bolagets investeringskriterier. De flesta förvärvande bolag sätter upp investeringskriterier, vilket är ett antal kriterier som bör uppfyllas för att ett förvärv av ett målbolag ska vara aktuellt såsom att målbolaget skall vara bland de ledande aktörerna i en marknad (Angwin, Paroutis & Connell, 2015). Buzzell, Gale & Sultan (1975) skriver att marknadsandel och avkastning på investering är direkt korrelerade. Vidare beskriver Buzzell, Gale & Sultan (1975) att marknadsandel är den huvudsakliga faktorn till lönsamhet och tre möjliga förklaringar till detta är:

- Skalekonomi - Större företag har möjlighet att uppnå skalfördelar inom inköp, tillverkning, marknadsföring och andra kostnadskomponenter.
- Marknadskraft - En större storlek ger möjlighet till större påverkanskraft, vilket gör att man kan styra priser och uppnå högre priser för vissa produkter.
- Kvalité på ledning - Bra ledning är framgångsrika i att uppnå höga andelar i deras respektive marknad samtidigt som de kan kontrollera kostnader och få ut maximal produktivitet från sina anställda.

## 2.2 Due diligence-processer



Figur 2. Ingående delar i en due diligence-process. Baserad på Howson (2003).

Att inför ett potentiellt förvärv samla så mycket information som möjligt rörande den aktuella förvärvskandidaten är nödvändigt för att kunna göra ett välgrundat beslut om huruvida det förvärvande bolaget ska genomföra sin investering eller inte (Savovic, 2013). Savovic (2013) skriver att i den process som föregår ett förvärv genomförs undersökningar av ett bolags finansiella status, försäljning, marknadsföring, tillverkning, tekniska utveckling, juridisk status, IT-system och utveckling, humankapital samt kultur för att kunna göra en korrekt bedömning av ett pris för bolaget. Det är denna process som kallas due diligence. Schuler & Jackson (2001) skriver att en väl genomförd due diligence på både hårda och mjuka faktorer i ett bolag är en av de viktigaste förklaringarna till att ett förvärv ska lyckas och bör av den anledningen inte förbises.

Savovic (2013), som kallar due diligence för en viktig framgångsfaktor vid förvärv, skriver att idealt startar en due diligence-process redan när transaktionen förbereds och information om bolaget blir offentlig. Vidare delar Savovic (2013) upp due diligence-processen i tre huvudsakliga faser, preliminär due diligence, genomgång av due diligence och transaktionell due diligence. Under den preliminära fasen samlas redan publik information om den aktuella förvärvskandidaten in genom exempelvis finansiella rapporter, rapporter från analytiker, affärstidskrifter och information från bolagets hemsida (Savovic, 2013). En preliminär fas ger det förvärvande bolaget en överskådlig uppfattning om målbolaget men ingen djupare insikt än marknaden i övrigt (Savovic, 2013). I en preliminär fas identifieras personer som är kritiska för transaktionens utfall, dessa personer är nyckelpersoner för målbolaget, alternativt transaktionen (Schuler & Jackson, 2001). Schuler & Jackson (2001) skriver att dessa personer

kan vara avgörande för att transaktionens utfall ska bli lyckat, vilket leder till att det är essentiellt att behålla dessa personer inom bolaget.

Den andra fasen påbörjas under förhandlingsprocessen mellan affärens parter. Då ges det förvärvande bolaget tillgång till inofficiell information om målbolaget (Savovic, 2013). Vidare skriver Savovic (2013) att genomgång av due diligence görs av två huvudsakliga anledningar. Den första är för att avgöra om affären ska genomföras och i så fall hur. Den andra är för att ge utgångspunkt för förhandling. För att få en uppfattning om risken i förvärvet är inofficiell information av hög vikt för den förvärvande parten medan målbolaget kan ha ett intresse i att visa upp inofficiell information som kan ha en, för målbolaget, positiv påverkan på priset och öka sannolikheten för en affär (Savovic, 2013).

Den slutliga fasen är den transaktionella due diligencen under vilken det förvärvande bolaget fortsätter att granska men också bekräfta inofficiell information om målbolaget (Savovic, 2013). Savovic (2013) skriver fortsatt att avtalen för många bolagsaffärer är utformade på ett sådant sätt att det under den transaktionella due diligencen ska kunna ges verifikation och garantier till det förvärvande bolaget och därför är informationen som erhålls under denna fasen bland den viktigaste. I slutet av den tredje fasen tar det förvärvande bolaget kontroll och ägarskap över målbolaget (Savovic, 2013).

Under de olika faserna i due diligencen genomförs även flera sorters due diligence vilka kan delas upp i två grupper, de huvudsakliga och övriga områdena (Savovic, 2013).

*Tabell 1.* Områden för huvudsakligt fokus under due diligence. Baserad på Howson (2003).

<b>Due diligence-område</b>	<b>Fokus hos undersökningarna</b>	<b>Eftersträvat resultat</b>
Finansiell	Värdering av historisk information, granskning av ledning och system	Bekräfta underliggande vinst. Förse bas för bolagsvärdering
Legal	Avtalsgranskning, uppsökande av potentiella problem	Garantier och ersättningar, validering av alla befintliga avtal, försäljning och köp-avtal
Kommersiell	Marknadsdynamik, förvärvskandidatens konkurrenskraft och kommersiella utsikter	Hållbarhet i framtida vinster, formulering av strategi för den kombinerade verksamheten, input till värdering

För att komplettera de huvudsakliga områdena för due diligence rekommenderas att följande områden undersöks (Savovic, 2013).

Tabell 2. Övriga områden under due diligence. Baserad på Howson (2003).

<b>Due diligence-område</b>	<b>Fokus hos undersökningarna</b>	<b>Eftersträvat resultat</b>
Personal och kultur	Justering av arbetskraften, anställningsvillkor, nivå av engagemang och motivation, organisatorisk kultur	Upptäcka personalskulder, bedöma potentiella personalrelaterade kostnader och risker med att göra affären, prioritera personalfrågor som måste hanteras under integration, bedömning av kulturell passform, kostnadsberäkning och planering av HR-förändringar efter överenskommelse
Ledning	Kvalitet på ledning, organisatorisk struktur	Identifiering av viktiga integrationsproblem, disposition av ny struktur för de kombinerade bolagen
Pension	Olika pensionsplaner och värderingar	Minimera riskerna för underfinansiering
Skatt	Existerande skattesatser, skulder och arrangemang	Undvik eventuella oförutsedda skatteskulder, möjligheter att optimera positionen av kombinerad verksamhet
Miljöarbete	Skulder som härrör från verksamhetsplatser och processer, överensstämmelse med regleringar	Potentiella skulder, kostnad för åtgärder för att begränsa dem
IT	Prestanda, ägande och tillräcklighet av nuvarande system	Genomförbarhet för integrering av system, associerad kostnader, IT-planer för operativ effektivitet och konkurrensfördelar
Teknik	Prestanda, ägande och tillräcklighet av teknik	Värde och hållbarhet för produkternas teknik
Operationell verksamhet	Produktionsteknik, validitet av nuvarande teknik, R&D	Tekniska hot, hållbarhet av nuvarande metoder, möjligheter till

		förbättring, investeringskrav
Intellektuell egendom (IPR)	Giltighet, varaktighet och skydd av patent och andra immateriella rättigheter	Utgångsdatum, påverkan och kostnad
Fastigheter	Fastigheter, register över markrättigheter och hyresavtal	Bekräftelse av tillgångar. Värdering, kostnader och potential av egendom
Konkurrensavtal	Nationella ansökningsbehov för marknader, delning av information till konkurrenter	Bedömning och godkännande av konkurrensavtal och dess verkställandekraft
Försäkringar och risk	Nuvarande, framtida och, viktigast av allt, tidigare exponeringar av verksamheten. De struktur och kostnader för befintliga försäkringar	Kostnaderna och fördelarna med att behålla risken mot att överföra den

Genom att kombinera de ovan nämnda områdena för due diligence kan det förvärvande bolaget identifiera och hantera de potentiella risker som kan tänkas föreligga en affär (Savovic, 2013).

## 2.3 Riskanalys och riskhantering

Det finns ett antal risker förknippade med M&A-transaktioner. Risker varierar i olika grad för olika M&As och har ofta bakomliggande orsaker. Orsaker kan enligt Bhimani, Ncube & Sivabalan (2015) grundas i att det är dålig synergi mellan bolag eller dålig tidpunkt för en M&A. Det kan också bero på oförenlig kultur eller att beslut om M&A baseras på direktörers girighet, hybris eller strategi vilka inte ligger i linje med bolagets strategi och framtagna underlag för M&A. Vidare skriver Bhimani, Ncube & Sivabalan (2015) att dessa faktorer legat till grund för många misslyckade M&A genom åren och att behovet av riskanalys och riskhantering därför ökat.

Genom att tillämpa riskanalys och riskhantering innan genomförd M&A kan dessa hot potentiellt hanteras och minskas. Chui (2011) beskriver en riskhanteringsmodell som kan delas upp i två delar, riskidentifiering och riskkvantifiering. Vidare skriver Chui (2011) att den första delen, riskidentifiering, genomförs med en fiskbensmetod vilken används för att sortera upp problem och utmaningar vilka sedan bryts ner till delproblem och utmaningar. Målet med riskidentifiering beskriver Chui (2011) som att illustrera utfall och alla faktorer som påverkar utfallet. Riskkvantifiering utförs med Fuzzy-Analytic Hierarchy Process där denna metod används för att gradera vikten av faktorer genom kvalitativ analys och inhämtad kvantitativa data (Chui, 2011). Fuzzy-Analytic Hierarchy Process formar, genom identifiering av mål, kriterier vilka påverkar utfallet och strategier för att hantera problem. Metoden utmynnar i en trädstruktur på tre nivåer som sedan analyseras där faktorerna rangordnas efter deras betydelse (Chui, 2011).



Risikanalytisk och riskhantering kan också hänföras till due diligence-processer vilket beskrivits närmare i avsnitt 2.2. Utöver den finansiella due diligence-processen beskriver Perry & Herd (2004) fyra olika förfaranden vilka kan minska risken för ett misslyckat förvärv. Det första förfarandet Perry & Herd (2004) presenterar är att ta hjälp av experter, såväl interna som externa, inom olika områden som kan undersöka möjligheterna till synergier på kostnadssidan och intäktssidan. Ytterligare är det viktigt att låta dessa externa eller interna experter få verifiera de framtagna förväntade synergier. Det förekommer i vissa M&As att det avtalas om att vissa chefer eller ägare ska stanna kvar och stötta verksamheten under en viss avtalad period framåt. Incitament för ledande personer att göra ett lika bra jobb som innan förvärvet är inte alltid lika stora. Att ledande personer i företaget har mindre incitament kan vara mycket skadligt för verksamheten men kan motverkas genom det andra förfarandet, att prestationskrav läggs in i avtalet som kontinuerligt följs upp. Det tredje förfarandet beskrivet av Perry & Herd (2004) är att fokusera på de implementeringar efter förvärvet som inbringar mest ytterligare värde. För olika implementeringar krävs olika typer av kompetens, i många fall finns sådan kompetens hos anställda inom målbolaget. Fokus bör därför läggas på att få dessa personer att stanna i bolaget och vilja vara med på de förändringar och initiativ som läggs fram för att öka värdet i bolaget efter förvärvet. Det fjärde och sista förfarandet Perry & Herd (2004) presenterar är att lägga tid på en integrationsplan för målbolaget. Vidare bör denna process inkludera ledare av målbolaget. Med detta tillvägagångssätt kan chansen öka för att ledare inom målbolaget kommunicerar och implementerar förändringar på ett bra sätt. Farhadi & Tovstiga (2010) skriver att en hög grad av transparens och fördefinierade ansvarsområden mellan parter i en M&A är ett effektivt sätt att hantera risker som omgärdar en bolagstransaktion.

Damodaran (2006) skriver att korrekt värdering är en förutsättning för en lyckad investering, för att lyckas med en investering skall investeraren inte betala mer än vad den är värd. Vidare skriver han att det förekommer blandade åsikter gällande värdering, vissa anser att värdering är en helt objektiv process samtidigt som andra påstår att de antaganden som görs samt den snedvridning som analytiker har, kan vara helt avgörande för en slutlig värdering, verkligheten kan antas ligga någonstans mitt emellan. Damodaran (2006) beskriver att det även råder skilda meningar kring hur omfattande värderingsmodeller bör vara. Fördelen med en mer omfattande modell är att den tar fler faktorer i beaktande och nackdelen är att den bygger på än fler antaganden och riskerar därmed att bli mer subjektiv och felaktig. Det är svårt att korrekt förutsäga ett bolags framtida prestation, och därmed även dess korrekta värde, då förutsägelser till stor del grundas i antaganden om bolagens framtid (Damodaran, 2006).

## 2.4 Synergier

En central anledning till varför förvärv görs är nyttjande av synergier. Skapande av synergier är enligt Damodaran (2005) ofta ett argument för strategiska investeringar och förvärv. Damodaran (2005) definierar en synergi som det ytterligare värde som genereras genom att två bolag arbetar tillsammans och som skapar möjligheter som inte varit möjliga om bolagen verkat separat. Vidare beskriver Damodaran (2005) att synergier kan delas upp i två kategorier, operationella och finansiella synergier.

Operationella synergier vid förvärv syftar till förvärv som ökar det förvärvande bolagets operationella omsättning med befintliga resurser eller som ökar dess tillväxt (Damodaran, 2005). Vidare skriver Damodaran (2005) att operationella synergier i sin tur kan delas upp i fyra kategorier; skalfördelar, större prissättningskraft, kombination av funktionella styrkor och högre tillväxt. Damodaran (2005) beskriver hur skalfördelar låter det förvärvande bolaget bli mer kostnadseffektivt och mer lönsamt då samma resurser kan nyttjas för båda bolagen. Ett

exempel på operationell synergi är att samma ekonomiavdelning kan bistå flera bolag istället för att de har varsin ekonomiavdelning. Damodaran (2005) förklarar att större prissättningskraft grundar sig i mindre konkurrens och större marknadsandelar där det förvärvande bolaget kan forma en oligopol-liknande situation på marknaden vilket möjliggör högre priser och därmed större marginaler. Vidare beskriver Damodaran (2005) att funktionella styrkor är exempelvis när ett bolag med stark marknadsföring förvärvar ett bolag med en bra produktlinje, då kan styrkorna kombineras och en synergi uppstår. Slutligen skriver Damodaran (2005) att högre tillväxt kan uppnås genom förvärvande av bolag som ger tillgång till en ny marknad där målbolag har etablerade distributionsnätverk och ett starkt lokalt varumärke kan utnyttjas.

Finansiella synergier vid förvärv syftar till förvärv som antingen genererar större kassaflöden eller en lägre kostnad på kapital, d.v.s lägre diskonteringsränta (Damodaran, 2005). Damodaran (2005) skriver att finansiella synergier i sin tur kan delas in i fyra kategorier; överskottskapital, skuldsättning, skattefördelar och differentiering. Vidare förklarar Damodaran (2005) att synergier vid överskottskapital uppstår då det förvärvande bolaget har stor kassa och målbolaget har begränsat med kapital men hög avkastning på verksamheten, Den här typen av synergi kan ofta ses när större bolag förvärvar små. Damodaran (2005) skriver att vid förvärv kan det förvärvande bolaget öka sin möjliga skuldsättningsgrad då de två bolagen tillsammans har mer stabila och förutsägbara kassaflöden vilket resulterar i att mer kapital kan lånas in än om bolagen verkade separat. Vidare beskriver Damodaran (2005) att skattefördelar kan uppstå antingen från att skriva upp målbolagets tillgångar eller genom att utnyttja dess rörelseförlust för att skydda inkomster. Slutligen skriver Damodaran (2005) att differentiering kan, framförallt i noterade bolag, ske enklare och till en lägre kostnad genom förvärv vilket resulterar i en synergi.

Det finns andra sätt att definiera de synergier som kan uppstå vid bolagsförvärv. Hooke (2015) beskriver att synergier kan delas in i kostnad- och intäktssynergier. Hooke (2015) definierar kostnadssynergier som de synergier som uppstår av att eliminera delar av målbolagets verksamhet. Hooke (2015) skriver att målbolaget exempelvis kan ha en egen verkställande direktör, ekonomichef, HR-avdelning, som inte längre blir nödvändig efter att förvärvet är genomfört. Vilket går att jämföra med Damodarans (2005) beskrivning av operationella synergier. Vidare beskriver Hooke (2015) intäktssynergi som de fördelar målbolag kan dra nytta av från ett förvärvande bolag, exempelvis marknadsföring och sälj- och distributionskanaler. Hooke (2015) säger också att intäktssynergi är svårare att förutse än kostnadssynergi. Intäktssynergier vägs ändå in i förvärvsprocesser, trots att dem är svåra att förutse (Hooke, 2015).

M&As är generellt sett svåra att värdera beroende på att varje fall är unikt i sig (Bower, 2001; Bruner, 2004, 2005) och typiskt sett realiserar sällan fördelar, som uppstår på grund av synergier, på det sätt som förväntats (Bower, 2001, Bruner, 2004). Problematiken med att värdera synergier kräver lämpliga värderingsmetoder som korresponderar till graden av osäkerhet som upplevs av den part som genomför förvärvet (Kinnunen & Georgescu, 2013). Fiorentino & Garzella (2015) beskriver tre fallgröpar kopplade till synergier:

- Hägringen - en tendens att överskatta synergipotentialen.
- Tyngdkraften - underskattningen av svårigheterna med synergieförverkligande.
- Amnesi - en farlig brist på uppmärksamhet åt realiseringen av synergi.

## 2.5 Integrationsfas

En viktig faktor för ett lyckat utfall från en M&A är integrering av förvärvande bolag och målbolag till en och samma enhet. Gates & Very (2003) skriver att integrationsarbetet utgör den svåraste delen i en förvärvsprocess för det köpande företaget då det är i integrationsarbetet det värde som förväntades från transaktionen ska realiseras. Integrationsarbete innebär en utmanande uppgift oavsett vilken strategi det förvärvande bolaget använder då synergier måste implementeras för att skapa värde (Gates & Very, 2003). Vidare skriver Gates & Very (2003) att integration skall ses som en adaptiv process där lärande bör ges stort utrymme. Enligt Shrivastava (1986) kan och måste integration särskiljas på flera nivåer och kan kategoriseras enligt; processintegration, fysisk integration och lednings- och social integration.

Enligt Shrivastava (1986) avser processintegration att standardisera arbetsprocesser för att facilitera kommunikation mellan förvärvande bolag och målbolag, vidare ger det även ökad produktivitet och reducerade kostnader för att hantera information. Shrivastava (1986) skriver att den enklaste formen av processintegration är att sammanslå bolagen till samma legala enhet samt integrera redovisningssystem. Vidare presenterar Shrivastava (1986) även funktionell integration, vilket innebär att ett av de integrerande bolagen kan ha överförbara och effektiva system för att utföra funktionella uppgifter såsom produktion- och materialstyrning, orderhantering och försäljningsanalys.

Fysisk integration avser att integrera tillgångar och resurser som finns tillgängliga (Shrivastava, 1986). Fysisk integration inkluderar produktionslinor, R&D-faciliteter, fabriker och utrustning. Fysisk integration är enligt Shrivastava (1986) arbetsintensiv och tidskrävande. Ett vanligt motiv till ett förvärv är potentialen till synergier mellan förvärvande och förvärvat bolag, vilket medför att delning av resurser oftast är implicit i många förvärv (Shrivastava, 1986).

Lednings- och social integration anses vara den svåraste nivån av integration (Shrivastava, 1986). Shrivastava (1986) skriver att denna typen av integration är svår då den involverar en komplex kombination av problem relaterade till förändringar i organisationsstruktur, utveckling av bolagskultur, förflyttning av chefer, erhållande av engagemang och motivation av personal samt en etablering av ett nytt ledarskap.

På den mest basala nivån innebär ledningsintegration att flytta personer i ledande befattning från det förvärvande bolaget till målbolaget, för att säkerställa kontroll av den förvärvade verksamheten (Shrivastava, 1986). Det kan involvera att utse nya styrelsemedlemmar och verkställande direktör men kan också sträcka sig flera nivåer under högsta ledningsnivå.

En djupare nivå av integration är den sociokulturella vilken innebär att referensramen inom bolagen slås samman (Shrivastava, 1986). Enligt Shrivastava (1986) involverar sociokulturell integration att utveckla en ny bolagskultur med ett kompatibelt värdesystem för att undvika konflikt mellan personal från båda parter. Vidare tar sociokulturell integration lång tid att uppnå om den överhuvudtaget genomförs. För att facilitera detta behöver ledande personal från den förvärvande bolaget flyttas till målbolaget, homogena beslutsprocesser utvecklas, förtroende mellan chefer byggas och förseelse med konsekvent information till alla chefer säkerställas (Shrivastava, 1986).

Att erhålla engagemang och motivation hos personal i målbolaget anser Shrivastava (1986) viktigt, i syfte att nå övergripande bolagsmål eftersom personer måste vara motiverade att anta mål och arbeta för att uppnå dem. Vidare skriver Shrivastava (1986) att motivation kan skapas

på flera olika sätt såsom att förbättra incitamentsstruktur och ersättningsprogram, erbjuda nya möjligheter för personlig utveckling, erbjuda karriärmöjligheter eller förbättrad arbetsmiljö. Tarba et al. (2016) styrker att motivation hos personal i målbolaget är viktigt, men listar även vikten av att hålla kvar nyckelpersoner i målbolaget som en av de kritiska faktorerna för att lyckas med integration. Tarba et al. (2016) skriver att målbolagets framgång kan vara beroende av att nyckelpersonerna stannar kvar efter förvärvet. Vidare skriver Tarba et al. (2016) att det förvärvande bolaget bör ha en tydlig incitamentsstruktur för att motivera nyckelpersonerna till att stanna kvar. Ett förvärvs påverkan på moral och produktivitet i målbolaget är generellt negativ, på grund av att anställda känner sig osäkra om deras jobb och framtida möjligheter (Shrivastava, 1986). Shrivastava (1986) skriver att de kan bli känslomässigt upprörda över att förlora sin identitet och tillhörighet vid ett förvärv. Enligt Shrivastava (1986) kan nya sociala och politiska allianser bildas och avbryter gamla, då förändringar i personal oftast härrörs till ledningsnivå innebär det att det nya toppskiktet av chefer inte säkert når acceptans i organisationen hos målbolaget.

Gomes et al. (2012) beskriver kommunikation som i stor utsträckning kritisk för en framgångsrik integration, då tydlig kommunikation är avgörande för att sprida syftet med förvärvet från det förvärvande bolaget till målbolaget. Vidare beskriver Gomes et al. (2012) att god kommunikation påverkar bolagets prestanda på ett positivt sätt, då ett av de mest avgörande elementen i att hantera en förvärvsprocess är att snabbt stabilisera arbetskraften inom målbolaget i ett tidigt stadie, för att minimera effekterna som uppstår vid ovisshet och osäkerhet. Gomes et al. (2012) belyser dock vikten i att inte överkommunicera, eftersom ledningen måste behålla en viss tvetydighet och vaghet för att ge sig själva möjlighet till viss flexibilitet och handlingsutrymme, då det kan uppstå oväntade förändringar och omständigheter.

Shrivastava (1986) skriver att de olika typer av integration som presenteras ovan är inte nödvändiga eller rekommenderade i varje förvärvssituation. Ibland kan utebliven integration vara önskvärt, över-integrering vara kostsamt och under-integrering mindre produktivt (Shrivastava, 1986). Vidare skriver Shrivastava (1986) att för att avgöra den optimala nivån av integration bör målen för förvärvet samt storleken och utformningen av förvärvande och förvärvat bolag beaktas.

Angwin (2004) skriver att snabbhet har blivit en allt viktigare aspekt i affärsverksamheter och är numera strikt etikett inom området för M&As. Angwin (2004) skriver att många praktiker och konsulter framhäver vikten av att agera skyndsamt efter ett förvärv och i synnerhet under de första 100 dagarna, vilka ses som kritiska för ett framgångsrikt förvärv. För att utvärdera hastighet som en faktor för framgångsrika förvärv kan detta enligt Angwin (2004) göras ur två aspekter.

- Tid till färdigställande.
- Framskridande över en given period av tid.

Då det är svårt att definiera när ett förvärv är fullt integrerat har de flesta studier på området koncentrerats på den senare av de två vilket har manifesterat sig i vad som kan beskrivas som 100-dagars planer (Angwin, 2004). Angwin (2004) förhåller sig kritisk till snabbhet, i synnerhet 100-dagarsplaner, som en avgörande faktor för lyckade M&As och skriver att det finns litet stöd i förhållande till hur väl praktiserat det är i industrin.

Enligt Bauer & Matzler (2014) saknas empiriskt bevis för relationen mellan integrationshastighet och framgång vid ett förvärv. Angwin (2004) skriver att en snabb

integration leder till snabbare exploatering av synergier, reducerade osäkerheter hos personal och möjlighet att ta tillvara på momentum som sker direkt efter en transaktion. En hög integrationshastighet kommer dock till ett pris och en mer långsam integration kan reducera konflikter mellan parter, förstärka förtroende och reducera störningar i resurser från båda företag (Homburg & Bucerus, 2006).

## 2.6 Utvärdering av M&As

King et. al (2004) beskriver att det vanligaste är att M&As utvärderas baserat på det förvärvande bolagets avkastning. Bruner (2004) presenterar en modell för att utvärdera förvärv som relaterar till finansiell avkastning:

- Värde förstörs - Avkastningen på investeringen är lägre än de krav som investeraren har. Investeraren hade då kunnat investera i en annan möjlighet till samma risk.
- Värde skapas - Avkastningen på investeringen är högre än de krav som investeraren har.
- Värde bevaras - Avkastningen är i linje med investerarens krav och investeraren bör vara nöjd.

Men det finns flera andra sätt att utvärdera ifall en M&A anses lyckad. Zollo & Meier (2008) hävdar att utvärderingsprocessen av M&As är ytterst komplex och att det finns ett flertal tillvägagångssätt samt parametrar att ta hänsyn till. Zollo & Meier (2008) kategoriserar dessa tillvägagångssätt i två intuitivt viktiga dimensioner; nivå av analys och tidshorisont. Den första dimensionen delar Zollo & Meier (2008) in i tre nivåer; uppgifts-, transaktions- och den fasta nivån. I den första nivån utvärderas integrationsprocessen, där parametrar som ifall den önskvärda graden av integration nåtts mellan målbolaget och det förvärvande tas i beaktning (Zollo & Meier, 2008). Vidare säger Zollo & Meier (2008) att det i den andra nivån utvärderas kring framgången av hela förvärvet med fokus i det faktiska värde som genererats genom förvärvet. Transaktionens framgång kan därmed definieras som mängden värde, i kostnadseffektiviseringar och intäktsutveckling, som genereras av transaktionen (Zollo & Meier, 2008). Den första dimensionens tredje nivå är enligt Zollo & Meier (2008) utvärdering av förvärvets påverkan på bolagets befintliga verksamhet.

Zollo & Meier (2008) skriver att i den andra dimensionen, beaktas tidshorisonten i utvärderingen, som kan delas in i kort-till-medellång samt lång sikt. Integrationsprocessen, från transaktionen fram tills integrationens initiala verkningar tar fart, inkluderas i den korta-till-medellånga horisonten (Zollo & Meier, 2008). Utvärderingen på lång sikt täcker hela perioden för genomförandet av affärsplanen och därmed skapande eller förstörande av värde (Zollo & Meier, 2008). Zollo & Meier (2008) belyser även problematiken med att dra en tydlig linje mellan de två kategorierna i dimension två av den enkla anledningen att värdeskapande är starkt kontextberoende gentemot typen av värde logik som prioriteras.

Baron & Hershey (1988) beskriver utfallsbias som att en handlings utfall påverkar synen på beslutet retrospektivt, vilket leder till att viktiga lärdomar ej fångas upp. Vidare skriver de att människor ofta misslyckas med att skilja mellan tur och skicklighet. Baron & Hershey (1988) skriver även att utfallet påverkar bilden av de faktorer som låg till grund för beslutet. Även om beslutsfattaren är medveten om förekommande bias är det fortfarande svårt att eliminera dess påverkan på utvärderingen av beslut (Baron & Hershey, 1988).

## 2.7 Hållbar utveckling och etik

Den globala miljöutvecklingen innebär en ökad vikt för hållbara investeringar vilka definieras som ett tillvägagångssätt vid investeringar som siktar på att inkorporera ESG-faktorer i investeringsbeslut för att bättre hantera risk och generera hållbar och långsiktig avkastning (Principles for Responsible Investments, 2013). Vidare motiveras hållbara investeringar som ett konkurrensmedel för att differentiera sig då investerare blir allt mer måna om, och aktiva i, transparensen kring deras investeringar (Principles for Responsible Investments, 2018).

Då hållbarhet påverkar både genomförbarhet och värde för vissa transaktioner är det viktigt att ta hänsyn till hållbarhet vid utvärdering av potentiella M&A-transaktioner för att öka sannolikheten för en lyckad transaktion (Deloitte, 2008). Stanwick & Stanwick (2001) skriver att utvärdering av den miljö som målbolaget verkar i är ett underskattat område inom M&A. Stanwick & Stanwick (2001) säger att miljömässiga brister kan reducera värdet av en M&A signifikant. Vidare redogör Stanwick & Stanwick (2001) för fyra områden vilka är:

- Miljömässiga skyldigheter i M&As - Fokus inom detta området bör vara tidslinjen för de miljömässiga skyldigheterna, det vill säga vem ansvarar för vilka tidsperioder, kostnader associerade med dessa och ansvar för att adressera miljömässiga skulder när de hänförs till det förvärvande bolaget.
- Användandet av miljöförsäkring för att hantera risk - Fokus ligger på miljöförsäkringar och hur de påverkar förhandlingar mellan affärens parter så väl som kreditgivare samt hur dessa kan reducera risken i en transaktion.
- Hur potentiell miljömässig problematik utvärderas i en M&A - Här rekommenderas användandet av miljökonserter och granskning av tidigare miljörelaterad historik hos målbolaget.
- Miljömässiga risker i en M&A - Författarna diskuterar användandet av miljömässig revision för att fastställa eventuell påverkan från miljön på personalens välbefinnande och hälsa, platsens historia samt jord- och vattenprover för att upptäcka potentiell kontamination.

Stanwick & Stanwick (2001) påpekar slutligen potentiella scenarion som kan resultera i en avbruten affär vilka är att parterna inte kommer överens om saneringskostnader, sanering av kontamination som upptäcks efter affären och eventuella stämningar från tredje part. Samtidigt anser Meckl & Theuerkorn (2015) att det inte finns någon generell koppling mellan det köpande bolagets CSR-arbete och framgången i de M&A-transaktioner som utförs. I vissa fall kan hänsynstagande till CSR ses som värdeförstörande då kapitalmarknaden anser att transaktionskostnader ökar då det förvärvande bolaget har höga krav på hållbarhet.

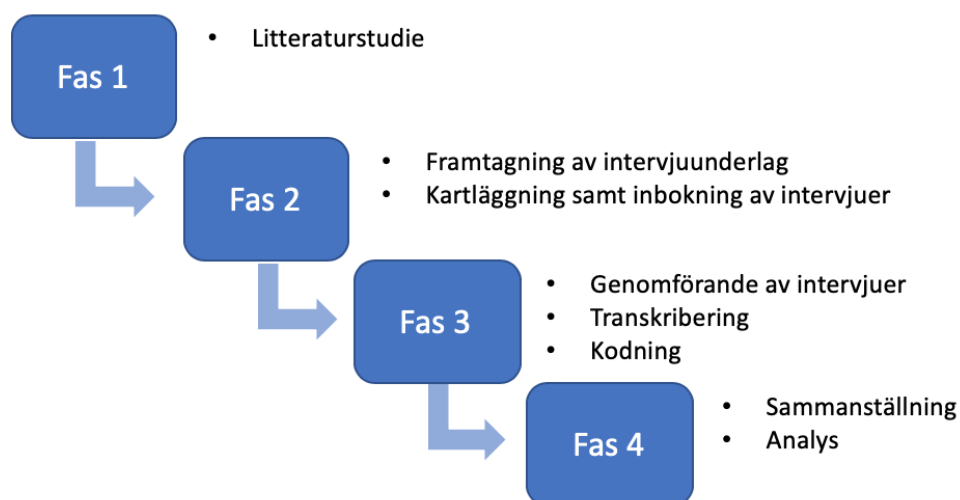
Lin & Wei (2006) skriver att den etiska aspekten ur ett humanperspektiv påverkar M&A-processens utfall och lyfter fyra primära områden för granskning ur ett etiskt perspektiv i en M&A-process:

- Anställningssäkerhet - Till vilken grad en persons anställning påverkas efter en M&A
- Rättvisa - Hur avtal, kompensation med mera påverkas efter en M&A.
- Praxis för bemötande - På vilket sätt personer bemöts och uppskattas efter en M&A.
- Arbetsinsats - Hur personers arbetskvalitet, närvaro, samarbetsvilja med mera påverkas efter en M&A.

Lin & Wei (2006) finner att oetiskt agerande i en M&A-process leder till lägre grad av hängivenhet och ökad grad av dysfunktionellt beteende bland de anställda. Vidare skriver Lin & Wei att efter en högre grad av engagemang bland målbolagets anställda leder till bättre arbetsinsats.

## 3. Metod

Kapitlet presenterar det tillvägagångssätt som använts i studien. Studien tar en abduktiv ansats och är av kvalitativ karaktär. Studiens empiri grundar sig i datainsamling genom intervjuer genomförda med personer, insatta i och med erfarenhet från M&A-transaktioner. Den insamlade datan transkriberades och bearbetades utifrån grundad teori (eng. grounded theory) då de kodades i kategorier som sedan blev ämnen för analys och slutsats. I figur 3 visualiseras det övergripande tillvägagångssättet för studien.



Figur 3. Överblick av tillvägagångssätt för studien.

### 3.1 Forskningsansats

För studien användes en abduktiv metod vilket beskrivs av Reichertz (2010) som insamlandet av data, med grund i redan existerande teorier, för att skapa hypoteser utifrån denna. Reichertz (2010) beskriver den abduktiva ansatsen som en kombination av induktion och deduktion och skriver att denna, på grund av sin explorativa karaktär, lämpar sig för kvalitativa studier. Strauss & Corbin (1998) skriver att induktiv metod är en frekvent använd forskningsansats för kvalitativa studier och i synnerhet inom grundad teori. Vidare förklaras att en induktiv ansats utgörs av observationer och undersökningar av verkligheten som sedan analyseras och generaliseras inom ett teoretiskt ramverk för att därefter kunna dra slutsatser från empirin. Fortsättningsvis definierar författarna en deduktiv metod som motsatsen till induktiv, det vill säga att utifrån fördefinierade hypoteser genomföra empiriska studier i syfte att bekräfta eller falsifiera dess hypoteser. Enligt Thomas (2006) ger en induktiv ansats en lättanvänd och systematisk process för att hantera kvalitativa data som i sin tur genererar trovärdiga slutsatser. Vidare skriver Thomas (2006) att syftet med en induktiv ansats är följande:

- Kondensera rådata i text till ett sammanfattat format.
- Etablera tydliga kopplingar mellan forskningens syfte och slutsatserna som görs ur rådatan.
- Utveckla ett tydligt ramverk för de underliggande erfarenheterna och processerna som framgår i rådatan.

Studien utgår inte ifrån fördefinierade hypoteser i teorin utan samlar in erfarenheter från respondenter genom en större mängd intervjuer för att därefter hitta kopplingar och mönster i

erfarenheterna hos respondenter. Däremot tar studien ansats i den teori som finns och kombinerar denna med empiriska undersökningar för att således bilda en abduktiv metod.

### 3.2 Metodansats

Som val av metod kan övergripande två ansatser väljas, kvalitativ eller kvantitativ metod (Patel & Davidson, 2011). Patel & Davidson (2011) skriver att en kvalitativ metod innebär att datainsamling och presentation blir mer beskrivande och fri i sitt tillvägagångssätt medan en kvantitativ metod snarare innebär att konkreta data och metoder utgör grunden för arbetet (Patel & Davidson, 2011). Grand Canyons University (2019) skriver att vid tillfällena presenterade i tabell 3 lämpar sig kvalitativ respektive kvantitativ metodik.

*Tabell 3. Karaktäristik för kvalitativa och kvantitativa metoder. Baserad på Grand Canyon University (2019).*

Kvalitativ metod	Kvantitativ metod
Eftersöker att utforska, förklara och förstå fenomen genom frågor som vad och varför.	Eftersöker att bekräfta ett fenomen genom att besvara frågor såsom hur många
Data tillhandahållet som ett narrativ såsom bilder, objekt eller berättelser.	Data tillhandahållet genom siffror och statistiska resultat.
Mindre strukturerade metoder. Data insamlad genom t.ex. intervjuer, observationer och textanalys.	Mycket strukturerade metoder. Data insamlad genom verktyg, programvaror och frågeformulär.
Använder öppna frågor för att skapa förståelse.	Använder stängda frågor för att få kvantifierbara resultat.
Forskningsmetoden kan utvecklas under studiens gång.	Forskningsmetoden är fördefinierad innan studiens start.
Resultaten publiceras subjektivt och kan innehålla biasers, erfarenheter och värderingar som påverkar hur resultatet tolkats.	Resultatet dokumenteras användandes objektivt språk.

Då studien var av explorativ karaktär, det vill säga att erfarenheterna kring framgångsfaktorer vid bolagsförvärv var relativt okända till en början, och för att beskriva dessa krävdes att respondenten i egna ord formulerade sina erfarenheter för att ett rättvisande resultat skulle kunna uppnås, lämpade sig en kvalitativ metod.

### 3.3 Utformning och genomförande av intervjuer

Studiens empiri utgjordes av intervjuer med personer som hade kunskap inom ämnesområdet M&As. Frågeställningarna krävde att intervjuerna och frågorna hade en hög grad av beskrivande karaktär vilket formade både intervjuunderlag som strategi för genomförande av intervjuerna.

Datainsamling genom intervjuer kan göras på tre huvudsakliga sätt, strukturerad, semistrukturerad och ostrukturerad intervjustudie (Gill et al., 2008). Gill et al. (2008) beskriver strukturerad intervju som en intervju med fördefinierade frågor med liten variation samt utan



utrymme för följdfrågor medan en ostrukturerad intervju saknar fördefinierade frågor och struktur i intervjun, intervjun fortlöpande baseras här helt på de svar som ges av respondenten. En semistrukturerad intervju skriver Gill et al. (2008) utgörs av en rad nyckelfrågor som tillåter hög flexibilitet samt intervjuaren eller respondenten att utforska vissa ämnen djupare vilket lämpar sig för studier av exploaterande karaktär utan att förlora struktur. Studien kom att använda sig av semistrukturerade intervjuer för att underlätta jämförelse mellan svaren från olika respondenter men utan att hämma möjligheten att ställa följdfrågor för att uppnå en högre detaljeringsgrad i svaren.

Öppna frågor formulerades för att underlätta beskrivande och utvecklande svar i intervjuerna. Valet av frågor anpassades utifrån typ av respondent, bland annat låg fokus vid intervjuer med olika typer av rådgivare på de delar av processen där de är delaktiga. De frågor som ställdes kom också att justeras under genomförandet av intervjuerna i takt med att författarnas förståelse för området ökade samtidigt som mättnad uppnåddes inom vissa delområden.

Intervjuerna genomfördes i så hög grad som möjligt på plats med respondenter för att underlätta kommunikationen under intervjun. Var inte detta möjligt genomfördes intervjun över telefon och i ett fall skickades frågor via mail till respondenten för skriftligt svar. Vid varje intervju som genomfördes deltog en till två av författarna och intervjuerna pågick i cirka en timme. Samtliga intervjuer spelades in, efter godkännande av respondenten, för att möjliggöra djupare analys samt större fokus och engagemang från författarna under intervjutillfällena vilket är viktigt för utfallet av intervjun (Patel & Davidsson, 2011). Upplägget valdes för att underlätta kommunikation och således öka chanserna för bra svar från respondenten.

Då studien behandlade strategiska frågeställningar som kan vara av känslig karaktär och avgörande för konkurrenskraft kunde detta antas påverka respondentens möjlighet att ge utförliga svar inom vissa områden. Intervjuerna har därför snarare kretsat kring en aggregerad nivå av erfarenheter av förvärv hos studiens respondenter.

Saunders et al. (2018) beskriver teoretisk mättnad som kriteriet för att bedöma när provtagningen ska stoppa av de olika grupperna som är relevanta för en kategori. Vidare beskriver Saunders et al. (2018) att mättnad innebär att inga ytterligare data hittas, när forskaren ser liknande exempel upprepas blir forskaren empiriskt säker på att en kategori är mättad. Intervjustudien pågick tills dess att studiens författare upplevde teoretisk mättnad, vilket resulterade i 26 intervjuer.

### 3.4 Urval av respondenter

Studios respondenter är aktörer inom svenskt näringsliv med koppling till M&As. Då respondenter främst genererats ur författarnas egna nätverk och kunskap om industrin har dessa varit geografiskt koncentrerade till främst Västsverige och Stockholm.

Intervjustudien har fokuserat på personer med erfarenhet från att förvärva bolag, både strategiska och finansiella investeringar. För att nyansera intervjustudien ytterligare kompletterades urvalet med olika typer av rådgivare, vilka är involverade i transaktionen vid M&As. Då studiens respondenter har olika perspektiv på M&As ämnas en bred bild av erfarenheter från framgångsfaktorer inom området erhållas vilket resulterade i att totalt 26 intervjuer genomfördes vilket motsvarar erfarenheter från cirka 1500 bolagstransaktioner.

Fyra respondenter valde att vara anonyma då den utgivna informationen betraktades som känslig och av skyddsvärd karaktär för de framstående bolag de representerar. De anonymiserade bolagen är ledande på sin respektive marknad och anses tillföra stor erfarenhet och ge akademisk tyngd till studien.

Respondenter identifierades initialt i nätverket hos studiens författare. Därtill uppsöktes personer med relevant erfarenhet genom hemsidor såsom Google, LinkedIn och bolagens egna hemsidor genom att använda följande sökord, *M&A, förvärv, uppköp, avyttring, rådgivare, investeringsbolag, investmentbolag, private equity* i kombination med *Göteborg* eller *Stockholm*. Därav är studiens respondenter primärt stationerade i storstadsområdena i Västsverige och Stockholmsregionen.

Tabell 4. Sammanställning av respondenter.

Företag	Typ av företag	Person	Roll	Intervjudatum
Bolag 1	Investmentbolag	Anonym 1	Director of Business Development	26 april 2019
Bolag 2	Investmentbolag	Anonym 2	VD	15 april 2019
Bolag 3	Investmentbolag	Anonym 3	VD	3 april 2019
Bolag 4	Investmentbolag	Anonym 4	Investment Manager	16 april 2019
AHL Partners	M&A-rådgivare	Andreas Hermansson Henrik Lernfelt	VD Partner	16 april 2019
Ahlsell	Industrieföretag	Mikael Falk	Head of M&A	25 april 2019
Balder	Fastighetsbolag	Erik Selin	VD	16 april 2019
Beijerinvest	Investmentbolag	Anders Eller	VD	2 april 2019
Carl Bennet AB	Industrikonglomerat	Carl Bennet	VD	2 april 2019
Consid	IT-konsult	Simon Hoof	M&A Manager	29 mars 2019
Formica Capital	Investmentbolag	Olof Cato	VD	24 april 2019
Gunnebo	Industrieföretag	Johan Boqvist	Director M&A	24 april 2019
Hedin Invest	Investmentbolag	Mikael Alkmark	Investment Manager	14 mars 2019
Hultafors Group	Industrieföretag	Jens Eriksson	Director of Strategy and M&A	11 mars 2019
Idun Industrier	Investmentbolag	Adam Samuelsson	VD	28 april 2019
JCE Group	Investmentbolag	Sofia Karlsson	Investment Director	11 april 2019
Mellby Gård	Investmentbolag	Thomas Gustafsson	vVD	21 mars 2019
Montell & Partners	Management-konsultbolag	Christian Dahlqvist Philip Wramsby	Partner Partner	10 april 2019
Pivot	PE-bolag	Karl-Erik Dexner	Partner	25 april 2019
Pulsen Production	IT-bolag	Martin Hogmalm	VD	25 mars 2019
PwC Corporate Finance	M&A-rådgivare	Henric Ingemarson	Partner	21 mars 2019

Setterwalls Advokatbyrå	Advokatbyrå	Anders Holmgren	Partner	11 april 2019
Tempeludden	Investmentbolag	Richard Treffner	VD	10 april 2019
Valeris Advisory	M&A-rådgivare	Håkan Berntsson	M&A Partner	5 april 2019
Wallfast	Fastighetsbolag	Mikael Eskils	VD	1 april 2019
Lars Weibull AB	M&A-rådgivare	Daniel Pålsson	Partner	11 april 2019

### 3.5 Analys av intervjuer

Intervjuerna transkriberades och kodades löpande, vilket i så stor utsträckning som möjligt genomfördes av författare som själva inte medverkat på den aktuella intervjun för att därigenom underlätta kunskapsspridning.

Analysen byggde på grundad teori, vilket är en metod där individuella erfarenheter successivt formar konceptuella kategorier i ett dataset för att förstå, förklara och hitta mönster (Charmaz & Belgrave, 2007). Därefter genomförs en analys på de delar som framstår som mest relevanta för studien (Charmaz & Belgrave, 2007). Charmaz & Belgrave (2007) skriver att grundad teori är en strukturerad och väletablerad process för att forma och hantera kvalitativa data.

Malterud (2012) beskriver en process liknande grundad teori och att en dataanalys kan delas in i fyra delar:

1. Totalintryck - från kaos till teman.
2. Identifiering och sortering av betydande enheter - från teman till kod.
3. Kondensering - från kod till innebörd.
4. Sammanställning - från innebörd till beskrivning och koncept.

Malterud (2012) skriver att det första som ska göras är att etablera en överblick genom att öppensinnat bemöta data och utifrån denna överblick dela in materialet i övergripande teman. Nästa steg efter att en överblick etablerats, är enligt Malterud (2012) att klargöra, identifiera samt organisera alla de element som berör studiens frågeställningar. För att minimera risken att utesluta något relevant, beskriver Malterud (2012) att det är mer positivt att ta med för mycket än för lite i detta steg. När dessa enheter är identifierade, ska det kopplas till de teman som etablerats. Vidare beskriver Malterud (2012) att efterföljande steg är att bryta upp data och dela in den i de kategorier som skapats utifrån tidigare steg. Malterud (2012) skriver att denna uppbyggnad görs för att lättare kunna analysera mönster och för att kunna göra det sista steget, vilket är att hitta beskrivning och koncept i den mängd information som samlats in, för att kunna identifiera och formulera samt diskutera slutsatser.

Utifrån ovanstående teori kategoriserades intervju svaren samt delades upp i följande teman:

- Definition av ett lyckat förvärv
- Motiv till förvärv
- Riskanalys och riskhantering
- Synergier
- Integration

Datan analyserades därefter separat inom respektive tema, varefter identifierade framgångsfaktorer sedan sammanställdes för att på så sätt utläsa den kondenserade informationen som inhämtats under studien. Utifrån den genomförda analysen sammanställdes samt beskrevs slutligen studiens slutsatser.

### 3.6 Tillförlitlighet och objektivitet

För att studien skulle uppnå validitet och tillförlitlighet granskades studien både internt och externt. Onwegbuzie & Leech (2007) beskriver intern validitet som sanningsvärdet, tillämpligheten, strukturen, neutraliteten och/eller trovärdigheten hos tolkningar och slutsatser inom den underliggande miljön eller gruppen. På ett internt plan delades arbetet genomgående under studiens gång upp mellan författarna. Samtliga författare granskade varandras arbete, om åsikterna differentierade fördes en diskussion om hur det skulle se ut, som enligt Lincoln & Guba (1985) är den mest essentiella tekniken för att uppnå trovärdighet i en studie.

Extern granskning användes för att utvärdera studiens validitet. Fyllig beskrivning (eng. thick-description) beskrivs av Lincoln & Guba (1985) som ett sätt att uppnå en typ av extern validitet. Genom att beskriva ett fenomen i tillräcklig detalj kan det börja utvärderas i vilken utsträckning slutsatserna kan överföras till andra miljöer, situationer och människor. En fyllig beskrivning gjordes av gruppen genom att tydligt beskriva tillvägagångssättet för litteraturstudie, utförandet av intervjuer, metod samt analys. Studien validerades genom att handledaren, Gunnar Wransby, granskade rapporten samt transkriberingarna från intervjuerna. Studiens respondenter fick möjlighet att läsa igenom, ändra samt godkänna de citat som används i rapporten.

Forskare har olika perspektiv när de närmar sig ett problem vilken kan leda till skild förståelse av vissa situationer i en studie (Lincoln & Guba, 1985). En forskares position och bakgrund påverkar undersökningens vinkel, det vill säga vad forskaren anser vara den viktigaste tolkningen och slutsatsen (Malterud, 2001). För att uppnå objektivitet i studien transkriberades och kodades intervjuer gjorda av andra författare än de som genomförde intervjuerna. Anledningen var för att undvika att tolkningen av data skulle vara ensidig. Studiens respondenter fick också möjlighet till att godkänna att deras citat tolkats på ett korrekt sätt. Studiens respondenter representerar olika typer av bolag. Det var industri, investering- och fastighetsbolag samt rådgivare och konsulter. Eftersom de representerar olika typer av bolag ledde det till att det kunde förekomma biaser och att de svarade olika på frågorna ställda av författarna. Det togs hänsyn till detta i analysen och varje svar samt citat granskades innan det användes.

### 3.7 Etik kopplat till studien

Vid genomförandet av intervjustudier uppstår flertalet etiska och moraliska dilemman till följd av den mänskliga interaktion som sker och som behöver hanteras av den som genomför studien (Kvale, 2007). Vidare beskriver Kvale (2007) sju stycken etiska dilemman som kan uppstå i intervjusituationer varav fem av dessa är högst relevanta för den genomförda studien:

- Design - Etiska problem gällande respondenters frivilliga deltagande, dess anonymitet och eventuella konsekvenser av studien för respondenten.
- Intervjusituation - Konsekvenser i form av stress eller ökad självförståelse för respondenten till följd av interaktionen.
- Transkribering - Problem rörande skyddandet av eventuell anonymitet för respondenten samt transkriberingens lojalitet mot respondentens påståenden.
- Analys - Etiska problem kring hur penetrerande intervjuer kan analyseras och om respondenter har någon talan i hur påståenden tolkas.
- Publicering - Konsekvenser för respondenter samt det företag som representeras vid publicering av privata intervjuer samt skyddandet av anonymiteten.

För att hantera problemen som beskrivs ovan har ett antal frågor behandlats innan intervjun samt vid dess start. Innan intervjun, vid förfrågan om medverkande, informerades respondenten om syftet med intervjun och vad som skulle efterfrågas och hade även möjligheten att neka medverkande. De hade dessutom informerats om hur respondenten samt näringslivet i helhet kan dra fördelar av medverkande i studien. Det klargjordes också att om anonymitet var ett krav för medverkande skulle all information från intervjun anonymiseras. Vid intervjuns start informerades respondenten om intervjuns upplägg och om att anonymitet var ett alternativ. Även frågan om inspelning av intervjun godkännandes ställdes. Studiens respondenter har efter intervjun och innan publicering av rapporten fått ta del av de påståenden som kan kopplas till respondenten i fråga och fått godkänna och verifiera informationen med möjlighet att anonymisera delar av den.

## 4. Empiri

Kapitlet redogör för insamlad data och är strukturerad utifrån de ämnen som erhöles vid kodning av intervjuerna. Studiens empiri redovisar en sammanställning av respondenters erfarenheter från cirka 1500 bolagstransaktioner genom 26 intervjuer. Tankar och citat om kritiska områden inom M&A lyfts i avsnitten Definitionen av ett lyckat förvärv, Motiv till förvärv, Riskanalys och riskhantering, Synergier samt Integration.

Definitionen av ett lyckat förvärv beskriver en samlad bild över hur studiens empiri definierar ett lyckat förvärv. Motiv till förvärv lyfter vikten av att ha motiv till förvärv från ett förvärvande bolags perspektiv, vilka anledningar till förvärv som identifierats från intervjusvaren och investeringskriterier hos respondenter. Riskanalys och riskhantering redogör för synen hos studiens respondenter på due diligence i förvärvsprocessen, vanliga risker som kan uppstå och hur dessa kan adresseras. Synergier beskriver respondenters syn på synergier som motiv till förvärv, problematik kring hur dessa värderas och även hur synergier kan realiseras. Integration beskriver respondenters bild av integration, hur integrationsgrad och integrationshastighet korrelerar, vikten av kommunikation vid ett övertagande samt hur man identifierar och behåller kompetens och motivation efter ett förvärv.

### 4.1 Definition av ett lyckat förvärv

Ett genomgående mönster i intervjusvaren är att definitionen av ett lyckat förvärv relaterar till finansiell avkastning, att värdet på investering har ökat över tid, Erik Selin (Balder) sammanfattar detta *“Alla ägare har ett syfte, vilket är bra avkastning i förhållande till risken. Bra förvärv har ett nuvärde högre än priset med säkerhetsmarginal”*. Håkan Berntsson (Valeris Advisory) beskriver att övriga aspekter är delmål som i slutändan påverkar avkastningen *“Jag är nog så pass krass att förr eller senare kokar det ändå ned till avkastning. Kultur och liknande parametrar är viktigt men om det brister där på något vis får detta mätbara effekter på det finansiella”*. Carl Bennet (Carl Bennet AB) nyanserar detta med två parametrar han använder för att se om ett förvärv är lyckat; dels om vinsten ökar, men även att konkurrenskraften stärks.

Thomas Gustafsson (Mellby Gård) lyfter strategiska objekt som ett sätt att avgöra om ett förvärv är lyckat, men beskriver att detta är underordnat finansiell avkastning:

*Ett lyckat förvärv är väldigt mångfacetterat. Man kan se det rent kliniskt finansiellt eller så kan man se det strategiskt. Att man har lyckats tagit över en asset som är ett strategiskt objekt vilken man tror kommer bli väldigt värdefullt i framtiden.*

*Men i grunden är det så att om man förvärvar en tillgång så ska den tillgången ge en bra avkastning.*

Anonym 2 ställer avkastningen i relation till de mål och krav som har ställts och beskriver att för att ett förvärv ska vara lyckat har dessa uppnåtts. Anonym 2 säger "Vi har ett avkastningskrav och det ska uppfyllas. Vi betalar ett pris för ett bolag och om vi kommer till rätt avkastningskrav inom rimlig tid så har det varit ett lyckat förvärv. Alltså väldigt finansiellt drivet". Karl-Erik Dexner (Pivot) beskriver att man inte bör utvärdera ett förvärv endast på dess utfall i förhållande till de finansiella målen utan att ta hänsyn till de omvärldsfaktorer som kan ha bidragit till dess framgång. Vidare definierar han ett lyckat förvärv som:

*Ett bra förvärv tycker jag är när man i efterhand kan se att vi hade en plan för vad vi skulle göra, och den exekverade vi på, vi fick även effekterna som vi tänkte. Sen kan du dessutom få draghjälp av konjunktur och det är toppen, men det är inte din förtjänst. Man gör det man sa att man skulle göra och fick effekterna man förväntade sig.*

Anders Holmgren (Setterwalls Advokatbyrå) lyfter att det kan finnas en diskrepans mellan vilka kommersiella antaganden som gjordes när förvärvet genomfördes till de kommersiella antaganden som sedan förvärvet utvärderades. Han beskriver vidare att det är viktigt att vara ärlig i denna frågan för att avgöra om förvärvet är framgångsrikt.

## 4.2 Motiv till förvärv

Ett frekvent återkommande tema som identifierats är hur viktigt det är med ett tydligt motiv till varför man gör ett förvärv. Karl-Erik Dexner (Pivot) beskriver generellt att "Framgångsfaktorerna är att vara tydlig med vad syftet är. [...] Oavsett om du är strategisk eller finansiell köpare så är det väldigt viktigt att ha målbilden och syftet klart". Ämnet exemplifieras vidare av Jens Eriksson (Hultafors Group):

*Finns den strategiska rationalen och den är i linje med den strategi man vill uppfylla för hela bolaget så skulle jag säga att M&A är ett effektivt verktyg i många fall, om man gör det rätt. Det gäller att man tänkt igenom detta väldigt noga, man ska inte köpa bolag på godtyckliga grunder. Man ska ha en extremt tydlig idé varför man vill åt ett visst bolag, vad man vill åt och vad man ska göra med det när man väl köpt det. Då tror jag M&A kommer i sin rätta kontext. Man ska inte bara köpa omsättning det första man gör.*

Fenomenet bekräftas av Adam Samuelsson (Idun Industrier):

*Min uppfattning är att det alltid gäller att veta vad man vill åstadkomma, annars ska man inte ge sig på att köpa. Man ska fundera på vilken typ av förvärv som hjälper företaget att nå dit man vill komma, och så gör man den typen av förvärv. Man ska inte göra det av luddiga anledningar så som att jag vill bli större, eller liknande, om det inte finns starka skäl varför det är att föredra att bli större [...].*

Johan Boqvist (Gunnebo) styrker vikten med ett tydligt motiv mer specifikt:

*Man måste vara väldigt klar med varför man förvärvar ett visst bolag, generellt sett. Det kan man nog se på Gunnebo. Om man tittar tillbaka på de många förvärv*

*som genomförts är det långt ifrån alla som varit helt lyckosamma. Det har nog varit en kombination av att man inte riktigt varit klar över varför man förvärvar bolaget samt en bristfällig integrering.*

En viktig anledning till om ett förvärv bör göras eller inte är avvägningen om strategin är möjlig att uppfylla genom intern verksamhet och i så fall till vilket pris. Karl-Erik Dexner (Pivot) simplifierar genom att det finns två val att göra, antingen görs det internt eller genom förvärv. Han beskriver att båda alternativ har en kostnad och ur ett kapitalistiskt perspektiv bör det alternativ med lägst kostnad väljas. Värdering av alternativen behöver däremot inte vara enkelt vilket Olof Cato (Formica Capital) problematiserar genom att han väger in tid som en parameter och beskriver att *“En viktig sak även för min verksamhet är att göra tilläggsförvärv för att starta något från scratch är ju alltid väldigt tidskrävande och kräver mycket kapital så ofta är det effektivare att köpa”*. Jens Eriksson (Hultafors Group) instämmer och berättar även hur risken kan variera mellan alternativen:

*Det kan ibland vara mer riskfritt att köpa ett bolag som har allt vi behöver jämfört med att utveckla det själva, det kan också vara så att det är effektivare för att det tar mindre av vår managements tid. Även om man får betala mycket så kan avkastningen på den investeringen fortfarande vara väldigt mycket bättre än om man skulle gjort det genom sin egen regi.*

Han förklarar också att det kan fås mer vid ett förvärv än om det väljs att utveckla inom ramen för sin egen verksamhet. Mikael Alkmark (Hedin Invest) problematiserar valet ytterligare och säger *“Gruppundantaget för handel med motorfordon inom EU gör att tillverkaren i stor utsträckning styr marknaden. När vi förvärvar en auktoriserad återförsäljare så kräver det godkännande från tillverkare och generalagent. Det gör att det inte heller är möjligt att starta nybilsförsäljning för samma produkter inom samma geografiska upptagningsområde utan sådant godkännande”*.

#### 4.2.1 Motiv till förvärv

Det har identifierats sju stycken återkommande motiv till vad som vill uppnås genom ett strategiskt förvärv; Teknologi, kompetens, marknadsandelar, kundbas, marknadsposition, kapacitet och varumärke.

Jens Eriksson (Hultafors Group) beskriver att ett bolag kan förvärvas för att komma åt den teknologi som bolaget besitter *“Ibland kan man vilja ha tillgång till en viss teknik, köpa bort överkapacitet från marknaden eller att köpa ett potentiellt vinnarbolag tidigt i sin utveckling”*. Vidare berättar Martin Hogmalm (Pulsen Production) att de förvärvar till stor del för att komma över rätt kompetens *“Så i vårt fall har vi letat efter bolag där vi får in rätt kompetenser”*, vilket även stärks av Mikael Alkmark (Hedin Invest) *“Om vi tittar på förvärv av en plåtverkstad till exempel det kan ju vara för att få tillgång till en färdig lokal men också för att få tillgång till personal vilket kan vara utmanande på verkstadssidan”*. Mikael Alkmark (Hedin Invest) berättar vidare att en ytterligare anledning för deras förvärv är att ta en viss marknadsandel och tillägger också att kapacitet kan vara relevant att förvärva *“Ibland så vill vi få tillgång till fastigheten. Ibland är det personalresurserna, marknadsandelen eller kapaciteten”*. Ett återkommande tema är att vissa bolag förvärvas enbart för att komma åt den kundbas som bolaget besitter, Richard Treffner (Tempeludden) förklarar *“Men sen kan det också vara så att man kan göra ett strategiskt förvärv för att man vill åt kunderna bara. Man vill driva*

verksamheten som förut men vill åt kundlistan”. Även Anonym 2 förklarar att det kan vara gynnsamt att förvärva en kundbas, framförallt vid försök att ta sig in på en ny marknad:

*Det tar jättemycket tid att bygga upp en ny marknad. Men om du vill in så vinner du tid, det kostar pengar men du vinner tid på att förvärva dig in. När du har en expansionsstrategi internationellt så funkar det ju ofta väl med förvärv för du har en struktur på plats. Har produkter som du kan få in i det nätverket, det är ett jättejobb att starta upp ett nytt bolag. Det är ett jättejobb att hitta nya kunder kanske man ska säga.*

I vissa fall kan det dock vara strategiskt gynnsamt att förvärva en marknadsposition vilket Andreas Hermansson (AHL Partners) berättar “I branscher där det är svårare att komma in kanske man måste förvärva för att ta en position och sedan utveckla därifrån, det är mer en strategisk fråga”. Slutligen förklarar Thomas Gustafsson (Mellby Gård) att en viktig anledning till att förvärva ett annat bolag kan vara att få tillgång till dess varumärke:

*Oftast är allting kopierbart i en affär, du kan fixa lager, köpa produkter, bygga produkter det handlar bara om pengar. Ett varumärke har den ytterligheten att det aldrig går att kopiera. Varumärken sitter inte i huvudet på folk utan det sitter i hjärtat.*

För de finansiella köparna är däremot inte alltid motiven lika de som beskrivs ovan. Christian Dahlqvist (Montell & Partners) beskriver hur en del finansiella köpare resonerar vid ett potentiellt förvärv:

*Om ett noterat företag köper något för 5x en multipel och värderas själv till 10x samma multipel så har självklart värdet ökat kraftigt på det noterade bolaget. Det noterade bolaget kan på detta vis köpa mycket för egna aktier med den här modellen*

Anonym 4 delar den bilden och förklarar hur finansiellt värde kan skapas genom att förvärva bolag med en lägre multipel än en själv och på så sätt få ett multipelarbiterage på målbolaget.

#### 4.2.2 Investeringskriterier

Många bolag har specifika investeringskriterier som tillämpas för just dem. Anonym 2 förklarar:

*Vi har våra tydliga investeringskriterier. Vi håller oss till det vi kan. Vi svävar inte ut i nya branscher. Det finns jättemånga superintressanta företag som Spotify och Klarna. Som säkert kan vara jättebra investeringar. Men det är inte det vi kan. Vi går inte in i konsumentvarubranschen. Vi håller oss till det vi kan. Kanske lite tråkigt, men på något sätt blir det ändå framgångsrikt att vara fokuserad.*

Även Adam Samuelsson (Idun Industrier) talar om att enbart investera i bolag som har en verksamhet, vilken det finns en god förståelse för:

*Idun investerar i välskötta svenska små och medelstora bolag inom branscher och med affärsmodeller som vi förstår eller har förutsättningar att lära oss, och med en*



*hög marknadsandel och fokus inom de områden de verkar. Är något av de kriterierna inte uppfyllt ska vi avstå.*

Investeringskriterierna kan dock generaliseras i viss mån och tre viktiga generella investeringskriterier har framkommit och identifierats under intervjuerna; en växande marknad, ett ledande bolag och uppfyllandet av vissa hållbarhetskrav.

Olof Cato (Formica Capital) berättar om vikten av att investera i bolag som verkar på en marknad som växer:

*Och det är klart man investerar bara i branscher som är intressanta och som växer annars är det väldigt svårt att investera mot marknaden [...] Sedan tycker jag också rent allmänt att en vixande marknad, köpa personberoende bolag, bolag som är beroende av enskilda kunder, leverantörer eller marknader är svårt.*

En annan central faktor som används som investeringskriterium är att förvärva bolag som är ledande i sin bransch, nisch eller marknad. Sofia Karlsson (JCE Group) förklarar vikten av att förvärva ledande bolag:

*Man vill att bolaget ska ha en unicitet. Något som gör att vi ser att det här är ett bolag som kan vara långsiktigt konkurrenskraftigt. Att man är verksam i någon nisch så man kan vara med och påverka vart marknaden är på väg. Är man en aktör som är 3-4-5 på en marknad där man är lik alla andra, då får man bara följa med i marknadsrörelserna. Det tycker vi inte är roligt, gärna att man är i ledande position och kan vara med och påverka marknaden.*

Att det är svårt att påverka marknaden om man inte är ledande bolaget bekräftas av Olof Cato (Formica Capital):

*[...] att inte vara det ledande bolaget i en mogen marknad är ju väldigt svårt eftersom det är marknadsledarna som sätter priset på marknaden och då blir man ju helt beroende av vad de gör så det gillar jag inte riktigt.*

Även Thomas Gustafsson (Mellby Gård) påpekar detta kriterium och vikten av att ett bolag har rätt position i värdekedjan och förmåga att ta ut rätt pris. Det innebär enligt Thomas Gustafsson (Mellby Gård) att bolag inte är beroende av få stora kunder och att långsiktig framgång ofta är kopplat till prisledarskap som tillåter kompensation för exempelvis råvaru-uppgångar och inflation. Thomas Gustafsson (Mellby Gård) förklarar “[...] vi vill gärna vara etta eller två i vårt segment. Och det är vetenskapligt bevisat att ettan och tvåan har starkt utrymme att tjäna pengar. Är du fyra på en marknad så är du liksom inte där”. Han förklarar vidare att det dock kan finnas olika uppfattningar om vad ett ledande bolag faktiskt är:

*Man kan ju vara etta eller två i storlek, man kan vara etta eller två i lönsamhet, eller etta eller två i innovation. Det kan också vara så att man är fyra men man har något i sin produktgenskap som är jäkligt jobbigt att kopiera vilket gör att man ser att bolaget kommer överleva i branschen länge framöver.*

Ett investeringskriterium som blivit mer relevant på senare år är hållbarhet. Jens Eriksson (Hultafors Group) berättar om hur de arbetar med hållbarhet “Hållbarhet är ett område vi försöker ta en aktiv position inom. Så naturligtvis är det någonting som alla våra förvärv måste

ha höga ambitioner inom för att det ska funka”. Kriteriet generaliseras av Sofia Karlsson (JCE Group) som mer allmänt beskriver hur förvärvande bolag arbetar med hållbarhet:

*Jag tror att dels så har det kommit många investeringsbolag som utåt fokuserar på hållbarhet. Hållbara industrier eller driva bolagen till hållbarhet. Nästan alla partners i branschen går mot att ha med det i sina investeringskriterier. Sedan är det många fonder och liknande som har det som kriterier. Det tycker jag är väldigt tydligt.*

Vidare styrks detta av Christian Dahlqvist (Montell & Partners):

*Många har det som ett grundkriterium men om det inte finns en stark kultur kring hållbarhet då kommer aktören inte heller titta på det. Idag är det så pass uppmärksammat att man måste ha hållbara bolag och därför är det en viktig faktor att förstå eftersom det kan få negativ påverkan på en framtida exit.*

Mikael Eskils (Wallfast) beskriver hur de resonerar kring hållbara förvärv:

*Hållbarheten står högt upp på agendan. Alla våra fastigheter, alla bolag ur ett hållbarhetsperspektiv, när det gäller den miljörelaterade delen ska in i vår miljöcertifiering. [...] Det betyder att vi måste hålla oss till verksamheter där vi vet att det kommer fungera hållbart på lång sikt. Sen är den sociala hållbarheten viktig att titta på likaså. Den kan ta lång och kort tid att jobba med beroende på vart bolaget har sina fastigheter någonstans. Det är en väldigt viktig aspekt.*

### 4.3 Riskanalys och riskhantering

Användandet av due diligence ses i allmänhet som en kritisk faktor för att hantera risk såsom informationsasymmetri, negativa marknadstrender, kulturella motsättningar, problematik i ledning och risker ur en hållbarhetsaspekt i samband med bolagsförvärv. Karl-Erik Dexner (Pivot) exemplifierar:

*Många underskattar hur stor positiv påverkan på avkastning du får av att inte ha stora förluster. I jakten på hög avkastning blir man dessutom ofta villig att ta mer risk än vad man kanske borde göra. I syfte att minimera risken för förluster och maximera sannolikheten för hög avkastning är det därför viktigt att göra en grundlig due diligence innan man genomför en investering.*

Även Richard Treffner (Tempeludden) beskriver att dåliga förvärv ofta beror på dåligt genomförda due diligences:

*Jag har sett många exempel på där ett dåligt förvärv beror på dålig due diligence och dålig transaktionsstruktur. Man har inte koll på vad det är man köper, man har missat att analysera marknaden eller har inte koll på produkten. [...] Om man ska boxa in det så handlar det ofta om en dålig due diligence vilket gör att folk bjuder för mycket när man köper bolaget. [...] Jag tror väl att många bolag aldrig skulle blivit köpta ens till ett lägre pris om man hade haft koll på sin due diligence.*

Samtidigt påpekas det att due diligence i sig inte är en framgångsfaktor för ett lyckat förvärv utan snarare en nödvändighet för att förvärvet inte ska misslyckas. Andreas Hermansson (AHL Partners) säger följande om due diligence och kopplingen till framgångsrika förvärv:

*Gör man en ordentlig due diligence minskar man risken för misstag. En due diligence genomförs primärt för att identifiera risker i verksamheten och orimligheter i prognoser och underliggande antaganden så att man har vettiga underlag när man värderar och förhandlar samt får mer rimliga förväntningar på förvärvet.*

Synsätt på due diligence inverkan på förvärvsprocessen delas av andra, bland annat av Olof Cato (Formica Capital):

*När det gäller due diligence är jag lite kluven. Man överarbetar ofta due diligencen tycker jag, man kan bli väldigt detaljfokuserad och för min del tycker jag inte att ett bolags framgång kan plockas fram ur ett excelark. Utan du måste ta till dig det på andra sätt. [...] Jag tror inte att due diligencen i sig är en framgångsfaktor. Jag tror snarare att det är en hygienfaktor som gör att det är möjligt att undvika att göra en dålig investering.*

#### 4.3.1 Transparens och kompetens

För att göra en bra due diligence återkommer i empirin ett antal kritiska faktorer såsom transparens mellan parterna, förståelse för branschen och målbolaget, personal och ledning samt hållbarhetsfaktorer. Att arbeta för transparens mellan parterna i en process påpekas som en avgörande faktor i due diligence-processen för att hantera informationsasymmetrier. Henric Ingemarson (PwC Corporate Finance) säger:

*Parterna är ofta känsliga för ny information som inte är kommunicerad. Om det dyker upp saker sent i processen som inte varit kända tidigare och det dessutom är negativ information så kan det störa processen och det kan leda till att det inte blir en transaktion. Om man ska säga något generellt så är det att ta fram så mycket heltäckande information som möjligt tidigt. [...] Transparens är väldigt viktigt, att all information finns, att man är tydligt och öppen om det finns risker eller problem och i så fall är det bättre att lyfta det tidigt i processen snarare än sent. Lyfts det sent i processen så skapar det en osäkerhet och misstroende, hamnar du där kan det vara svårt sen.*

Vidare säger Adam Samuelsson (Idun Industrier):

*När man ska göra en investering är det viktigt att det finns en öppen och rak dialog om hur verkligheten ser ut. Det är inte bra, och det leder oftast till en dålig utkomst för en eller båda parter, om man försöker beskriva en verksamhet med någon slags skönmålning. Att bara tala om det som är positivt och inte ha en rak dialog även om risker och känslighet är en dålig utgångspunkt för utveckling, och ett samarbete generellt.*

Återkommande i intervjuerna nämns vikten av förståelse för bolaget och branschen det verkar i som avgörande för att lyckas med en due diligence och hantera riskerna kring ett förvärv. Sofia Karlsson (JCE Group) beskriver:

*Det är viktigt att förstå bolaget innan och vad som är de stora osäkerheterna och riskerna. [...] Jag tror att ofta ska man vara lite mer red-flag-orienterad för att inte hamna för djupt i analyserna vilket kan driva både tid och pengar. [...] Sedan gäller det att man just har tydlig kompetens inom sektorn, en tydlig bild av vad man vill åstadkomma och en tydlig ägarplan.*

För att säkerställa att rätt kompetens finns i förvärvsprocesserna använder i princip samtliga respondenter alltid extern juridisk kompetens, i vissa fall extern finansiell kompetens och ibland även hjälp från konsulter med expertis inom en nischad industri. Anonym 1 berättar:

*Vi tar in hjälp också, även om vi jobbar med industriföretag som är vana att arbeta med denna typ av industri. Men det är klart det händer att vi tar in hjälp när vi går in i en ny bransch vi inte känner till för att kolla hur det företaget vi tittar på ligger till inom exempelvis en viss teknik.*

Samtidigt påpekar Anonym 3 ytterligare vikten av att köparen och säljaren har en djup samsyn i affären samt att det är nödvändigt att ta in extern kompetens exempelvis juridiska avtal men att de externa parterna håller sig till den grundaffär vilken köpare och säljare är överens om. Att göra tillägg och omformuleringar till grundaffären riskerar att skapa misstro. Anonym 3 säger "Det kommer ofta konsulter och petar in andra saker på LOI:et. Det viktiga är att dialogen är mellan köpare och säljare och inte mellan jurister eller revisionsbyråer på olika sidor".

Carl Bennet (Carl Bennet AB) styrker detta:

*Vi tar inte in så mycket hjälp externt för att vi måste ha management internt som kan ta hand om det. [...] Ibland är det experter internt, vi drar inte in en massa konsulter, då skall det vara specialiseringar som behöver analyseras.*

Anders Eller (Beijerinvest) säger:

*Det är bra som ägare att ha en övergripande blick i due diligence-processen. Vi kan fokusera på det vi tycker är viktigast. Vilket vi upplever blir smidigare för både köpare och säljare, än om man involverar för mycket konsulter. Däremot plockar vi in konsult hjälp i form av legala rådgivare.*

#### 4.3.2 Kultur som risk

Kulturella skillnader mellan bolag ses av många som en riskfaktor att hantera vid förvärv, bland annat av Simon Hoof (Consid) som beskriver att "Det sämsta vi kan förvärva är ett bolag med en stark kultur som inte linjerar med vårans, då har vi ett jättejobb framför oss". Att förstå målbolagets företagskultur säger Daniel Pålsson (Lars Weibull AB) är en mycket viktig del i förvärvsprocessen för att vidare lyckas med integrationen. Christian Dahlgvist (Montell &

Partners) beskriver att ett sätt som köpare lyckas undvika förvärv där det potentiellt skulle kunna uppstå problematik mellan kulturerna är att lära känna och följa potentiella förvärv under en längre tid innan förvärvet:

*Det är viktigt att man jobbar lång tid med att försöka köpa rätt bolag på ett strukturerat sätt och inte minst för att identifiera bolag som också ligger rätt i kultur. [...] Många träffar ett bolag någon gång får nej och skriver av förvärvet, de som är riktigt duktiga jobbar kontinuerligt och har en lång dialog i flera år. Fördelen med den långa relationen, kapitaliserar man på när säljaren väl vill sälja och båda parter vet att det är en bra affär från ett kultur- och värderingsperspektiv. Fördelarna av detta blir flera, behöver inte alltid betala bäst, har förtroende inför integration och har med största sannolikhet lagt grunden för ett långsiktigt bra förvärv.*

Jens Eriksson (Hultafors Group) delar synsättet på att en förvärvsprocess bör ta tid:

*Vi har en effektivt due diligence-process men tar inga risker med att tumma eller stressa på, vi har inte de incitamenten att göra en snabb affär bara för att. Denna processen måste ta tid för oss för att vi ska kunna vara bekväma med förvärvet när vi signerar.*

Adam Samuelsson (Idun Industrier) beskriver även han att tiden spenderad tillsammans med ett bolag är viktigt för att både förstå dess verksamhet och människorna i den:

*Det viktiga är att spendera tillräckligt mycket tid tillsammans i en dialog, att man pratar om framtiden. Under en due diligence är det viktigaste för oss oftast inte vad som står i t.ex. verksamhetens avtal, eller andra juridiska frågeställningar. Det viktigaste är i princip alltid att vi begriper verksamheten och personerna, och att en passform finns.*

Karl-Erik Dexner (Pivot) understryker vikten av att investera i tid för att parterna i en förvärvsprocess ska lära känna varandra:

*Det är väldigt utmanande att bygga en relation med någon man inte känner på några veckor där en mäklare håller taktpinne på när bud ska lämnas in, när och hur man får träffa ledningen och när datarummet öppnas. Om man istället kan ha en bilateral diskussion under en längre tid så är det, anser jag, bättre för alla parter.*

Richard Treffner (Tempeludden) beskriver också att det ur ett riskperspektiv är bättre att spendera lång tid med ett bolag men säger samtidigt inte att det är en nödvändighet för att förvärvet ska bli bra:

*I en kort process så tror jag att man någonstans tar en risk. Ju längre man känt bolaget, desto bättre förstår man det skulle jag vilja påstå. Men det är inte säkert*

*att affären blir bra för det. Priset kan ju förändras. Affärer som skett ganska kvickt och med lite fri höjd har blivit kanonaffärer ändå. Allra bäst är att känna bolaget innan det blir process.*

Angående detta säger även Anonym 4 “Det finns många dåliga affärer som tagit år att genomföra så nej jag tror inte att ni kan hitta någon korrelation mellan längden på processen och framgången i ett förvärv”. Det råder således delade meningar kring vilken påverkan tiden för förvärvsprocessen har på förvärvets utfall.

#### 4.3.3 Personal och ledning

Hantering av personal och ledning är även detta viktigt ur såväl ett kulturmässigt som operativt riskperspektiv vid bolagsförvärv. Martin Hogmalm (Pulsen Production) säger att i branscher med kompetensbrist är det risk att personal lämnar ett bolag som köps upp:

*Vi verkar i en bransch där det är så ont om kompetens och om vi då köper ett bolag med 23 människor så är den uppenbara faran att de sticker samma dag som vi går ut med att vi köper deras bolag. [...] Så ser denna bransch ut. Så att ett misslyckande skulle vara att vi tappar alla nyckelpersoner. [...] Det är en fara att vi som ett större bolag köper ett litet bolag där de anställda jobbar och trivs för att det är just ett litet bolag. Där finns en uppenbar risk.*

Samtidigt råder det generellt en samsyn på att det i dagsläget tas för lätt på HR under due diligence-processen och att detta är en viktig aspekt som borde få mer fokus. Thomas Gustafsson (Mellby Gård) säger:

*Det man ofta gör är en finansiell och legal due diligence men är det ett bolag med hyfsat stor organisation tycker jag man ofta missar att göra HR-due diligence där man verkligen går in och tittar på vad det finns för kultur. Hur är ledningen, finns det en prestationskultur här? De är ju så att de kan vara en brist i många bolag. [...] Det är ett område som man ganska sällan utvärderar. Det kan ju vara så att det är en bra organisation men de klarar inte av att få in ett nytt ägande.*

Även Karl-Erik Dexner (Pivot) beskriver att det idag inte går att bortse från organisationsfrågor och personal vid due diligence för att bilda sig en helhetsbild av målbolaget:

*När du gör due diligence idag är det kutym att en revisionsfirma gör finansiell due diligence, jurister gör legal due diligence, konsulter gör kommersiell due diligence och miljökonsulter undersöker de miljömässiga aspekterna av verksamheten. Att göra en omfattande due diligence på personalen lyser dock med sin frånvaro ganska ofta. Att siffrorna är i ordning, att det finns avtal och konsulterna tycker att branschen verkar bra, det räcker inte idag.*

Vad gäller ledningen i målbolaget framhåller flera respondenter vikten av att noggrant se över ledning samt att det finns en samsyn, ägare och ledning emellan då detta är en av de större riskfaktorerna som bör hanteras tidigt i en process. Olof Cato säger följande om synen på ledning innan ett potentiellt förvärv:

*Jag tycker att där man kan gå snett är med ledningen och det är inte bara den inneboende kvaliteten hos ledningen det är också att om man ska vara en aktiv ägare och ledningen ska ha synpunkter på den strategiska riktningen så spelar personkemin roll. De låter flummigt men det måste vara en person som det finns ömsesidig respekt mellan och där man kan jobba tillsammans utan att tappa för mycket energi. Bli det en konfliktfylld vardag så funkar det inte. [...] Man helst vill undvika verksamheter som är väldigt personberoende.*

Att kunna bedöma ett bolags ledning och potentialen ser flertalet respondenter som en viktig faktor vid ett förvärv bland annat av Thomas Gustafsson (Mellby Gård):

*Den ena framgångsfaktorn är att bedöma branschens långsiktiga överlevnad och behovet av den här branschen utifrån ett konsument- och kundbehov för att sedan titta på hur konkurrenterna agerar. [...] Det andra är att kolla om bolaget har en bra kultur och ett bra management eller om det finns förutsättningar att skapa ett bra management.*

Även Philip Wramsby (Montell & Partners) beskriver att ledningen är kritisk för utfallet av ett förvärv och säger *“Ledarskapet, hur det ser ut är enormt kritiskt. Du kan ha en bra affär i grunden men om de som driver bolaget inte är redo att leda integrationsarbetet kommer det inte att bli bra”*. Anders Holmgren (Setterwalls Advokatbyrå) understryker detta och rekommenderar att kontakta före detta ledningspersoner i målbolaget under en due diligence för att kontrollera ledningen:

*En del av due diligence-processen blir att fundera på som köpare, är detta ett management som är ett riktigt bra management eller kommer jag behöva komplettera eller byta ut management i målbolaget för att kunna genomföra integrationen själv? [...] När vi tittar på nyckelpersoner och ledning under en due diligence, framförallt när du börjar prata med personer, så kanske du upptäcker något som inte ser riktigt bra ut. Då gör vi gärna så i en due diligence att vi får tag på någon före detta ledningsperson som inte längre finns kvar i anställning och sedan rekommenderar vår kund att ta ett samtal med denna för att höra sig för.*

#### 4.3.4 Hållbarhet som risk

Till vilken grad miljömässiga aspekter vägs in under due diligence-processen varierar mellan studiens respondenter. Det finns dock undantag vad det gäller risker för kontamination i fastigheter och mark, dessa områden får i aktuella förvärv stort fokus och vikt. Bland annat beskriver Olof Cato (Formica Capital) och Thomas Gustafsson (Mellby Gård) att kostnaderna för att missa oegentligheter i hållbarhet för ett producerande bolag kan komma att påverka investeringens utfall markant. Mikael Alkmark (Hedin Invest) beskriver vidare att *“Vi tittar noga på miljöfrågor, både när vi köper rörelser och fastigheter, det är en av våra största riskfaktorer. Om vi blir ansvariga för att hantera miljöbelastningar kan det äta upp hela nyttan med investeringen”*.

Jens Eriksson (Hultafors Group) beskriver synen på miljömässiga brister som uppkommer under due diligence-processen på följande sätt:

*Det är ganska allvarligt när det kommer upp miljömässiga rödflaggor i en due diligence. Legala rödflaggor kan också vara svåra att uppskatta konsekvenser av, beroende på vad det är för typ av legal risk. [...] Det skulle jag säga är de vanligaste sakerna som ligger till grund för att man väljer att kliva av. Miljö, legala och skattemässiga oklarheter är svåra att överskatta riskerna för, de väger därför väldigt tungt.*

Vad det gäller risker med hållbarhet verkar den samlade åsikten vara att allt större fokus läggs på detta. Bland annat beskriver Anonym 2 att:

*Jag har faktiskt ett projekt igång, där vi tittar på hur vi ska utvärdera förvärv ur ett hållbarhetsperspektiv på ett systematiskt sätt, för det gör vi inte idag. Det ingår, men jag tycker inte vi har en systematisk approach på det. De gäller både det och digitalisering, där vi inte heller har en systematisk approach. Vi har till exempel inte ett standardiserat frågebatteri kring det.*

#### 4.3.5 Värdering och prognoser

Studiens respondenter betonar det frekventa användandet av DCF baserad på framtida kassaflöden vid värdering av målbolag. Framtida kassaflöden väger ibland in en prognos framtagen av målbolaget. Richard Treffner (Tempeludden) understryker därför vikten av att undersöka dessa prognoser och följa upp dess överensstämmande med utfallet under transaktions processens gång och säger:

*Jag har själv tagit fram en graf vilken plottar ett bolags prognoser kontinuerligt som man pratar med bolaget. De justerar hela tiden sina prognoser och säger att det är 9–12 månader man pratar med bolaget. Under denna period justerar de hela tiden sina prognoser för hur nästa år ska gå. Att då hålla koll på dem hur de förändrar sig och hur utfallet blir, säger ganska mycket. Man kan få ganska bra förståelse på hur bra de är på att prognostisera och styra sin verksamhet samt hur mycket de försöker försköna sin situation. Detta ger en bild kring hur optimistiska eller pessimistiska de är, samt hur offensiva eller defensiva de är i allt de säger och hur stabil affärsmodellen är.*

Vidare säger Richard Treffner (Tempeludden):

*Om prognoserna fluktuerar mycket och framförallt om de trendar så säger det mycket om kvalitén på bolaget och jag tror personligen att det är mycket lägre risk i att investera i de bolag som är duktiga på att prognostisera sin framtid.*

Ett annat sätt som framförs för att hantera problematiken med det säljande bolagets prognoser ges av Andreas Hermansson (AHL Partners)

*Som köpare kan man testa säljaren hur mycket den tror på sin prognos genom en tilläggsköpeskillning. Om säljaren då inte själv är beredd att ta lite risk genom att få full betalning först när man når prognoserna så vet man om den tror på dem.*



Flera respondenter har likt Andreas Hermansson (AHL Partners) uttryckt vikten av att sätta en del av betalningen till säljaren av bolaget baserad på prognoserna och utfallet för att på så sätt minska risken för felaktiga prognoser. Carl Bennet (Carl Bennet AB) beskriver:

*Man måste motivera den ljusa bild som säljaren målar upp över framtiden. Det är ju bara för att få mer betalt och säljaren behöver inte ta ansvar för det. Därför kan det vara väldigt smart om man förvärvar och har tilläggsköpeskilling på resultatutveckling.*

Vidare beskriver flera respondenter att tilläggsköpeskilling kan vara ett sätt för att behålla personal i bolaget för att underlätta den fortsatta utvecklingen av bolaget och underlätta integration.

#### 4.4 Synergier

Ett återkommande mönster är att synergier är ett väletablerat motiv för att genomföra ett förvärv. Både Jens Eriksson (Hultafors Group) och Mikael Alkmark (Hedin Invest) beskriver att synergier är det huvudsakliga motivet till deras samtliga förvärv och säger *“I alla de förvärven vi gör ser vi en möjlighet att växa, och det är för att vi korsbefruktar verksamheterna. [...] Vi vill ha en mer lönsam helhetsaffär, där vi kopplar på de andra verksamheterna vi har runt omkring”*. Carl Bennet (Carl Bennet AB) framhåller synergier som en av fyra faktorer till ett lyckat förvärv:

*Det är en kombination av att du ser synergier, ser åtgärder som du kan förbättra, att du inte betalar för mycket. Att du jobbar decentraliserat med ditt management så att de får bestämma ute på enheten. Så du har en fyrklöver där.*

Strategiska köpare förvärvar ofta ett bolag för att integrera hela eller delar av det i sin egen verksamhet och därigenom uppnå synergier. Desto större företag som målbolaget integreras till desto större skalfördelar kan uppnås och på så sätt kan större kostnadssynergier realiseras. Mikael Falk (AhlSell) berättar *“Vi har kanske de största synergierna jämfört med konkurrenter när vi går in och räknar på bolag. Störst synergier kan ju också erbjuda den högsta köpeskillingen om man så vill”*. Att vara strategisk investerare kan därmed innebära en konkurrensfördel i en förvärvsprocess gentemot andra köpare då de kan värdera målbolaget högre genom synergier med deras egen verksamhet. Att strategiska investerare ofta kan erbjuda högst köpeskilling bekräftas även av Richard Treffner (Tempeludden) som säger *“Det är de strategiska investerarna som påstås alltid kunna bjuda högst då de har synergier eller vill komma åt någon teknik och kan bjuda på ett strategiskt sätt”*.

En annan problematik som ofta nämns är att synergier kan användas av ett förvärvande bolag för att motivera att stanna kvar i en budgivning. Erik Selin säger *“Som köpare vill man säga att det är ett bra förvärv och motiverar med synergier. Det är mänskligt beteende att försöka rättfärdiga med synergier så att man kan genomföra förvärvet”*.

#### 4.4.1 Värdering av synergier

Trots att synergier är ett välanvänt motiv till förvärv, finns det en problematik kopplad till värdering då denna av många anses vara svår att göra. Värdering av synergier är särskilt problematisk när synergierna är en viktig del av motivet till ett förvärv, vilket är vanligt förekommande för långsiktiga investerare. Anonym 1 säger *“Det är svårt att räkna på synergier men då vi inte har några exit-planer i våra investeringar så blir synergierna väldigt viktiga för oss. De är svåra att räkna på men viktiga i ett investeringscase, en viktig faktor”*. I kontrast säger Mikael Falk (Ahlzell) följande om att uppskatta synergier *“Jag tycker att det är spännande att många tycker att det är så svårt. [...] Med vår erfarenhet lyckas vi definiera runt 95% av de synergier som finns och brukar träffa väldigt rätt i de antaganden vi gör”*.

Dessutom lyfts ofta svårigheter med att korrekt värdera synergier. Flera respondenter anser att synergier är svåra att värdera, i synnerhet intäktssynergier. Sofia Karlsson säger *“Kostnadssynergier är ofta lätt att räkna på men svåra att leverera på. Medan på säljsidan så är det svårt att sätta ned och veta vad man kan hitta för synergier”*. Karl-Erik Dexner (Pivot) beskriver att det finns en generell övertro till synergier och att intäktssynergier är betydligt svårare att värdera än kostnadssynergier. Olof Cato lyfter dock att även kostnadssynergier kan vara svåra att uppskatta. Kostnadssynergier innebär ofta en rationalisering av vissa delar av verksamheten på grund av arbetsbrist när det delas på resurser. Denna rationalisering kan ge oförutsedda implikationer och negativ påverkan genom förlust av immateriella tillgångar såsom kunder och nätverk eller tyst kunskap.

Karl-Erik Dexner (Pivot) beskriver att det trots den utbredda medvetenheten kring problematiken i värdering av synergier underskattas värderingsförfarandet. Han berättar att en i marknaden vanligt praktiserad tumregel är att de totala synergierna i ett förvärv kan estimeras till 5% av omsättningen på det minsta bolaget som är del av transaktionen.

#### 4.4.2 Realisering av synergier

Mikael Falk (Ahlzell) beskriver att det till skillnad från att uppskatta potentiella synergier är betydligt svårare att realisera dem fullt ut. Denna svårighet styrks även av Sofia Karlsson (JCE Group) som beskriver att kostnadssynergier ofta är svåra att förverkliga. Olof Cato (Formica Capital) hävdar att även om en synergi realiseras kan dess resultat ofta motverkas av nya kostnader. Martin Hogmalm (Pulsen Production) berättar att ett vanligt motiv till ett förvärv inom mjukvarubolag är att komma åt en kundbas. Martin Hogmalm (Pulsen Production) beskriver dock att det kan vara en omständigt process att migrera denna kundbas till en ny produkt och då kundlojalitet är låg kan den förvärvade kundbasen försvinna till en konkurrent likväl som att migrera till målbolagets produkt. Simon Hoof (Consid) hävdar att synergier realiseras i större utsträckning när strategin bakom ett förvärv är att bredda det förvärvande bolagets tjänsteerbjudande. Även om materialiseringen av synergier lyckas tar detta ofta längre tid. Andreas Hermansson (AHL Partners) säger *“Det tar i regel lite tid innan man når de fulla synergierna och de förväntningar man har, man får nog räkna med att det tar ett par år”*.

För att hantera den problematiken som finns kopplad till synergier hävdar Karl-Erik Dexner (Pivot) att synergier inte bör intecknas innan ett förvärv genomförs. Erik Selin (Balder) identifierar det faktum att han bortser från synergier och istället fokuserar på risker som en avgörande framgångsfaktor vid förvärv. Mikael Falk (Ahlzell) lägger vikt vid att erfarenhet är viktigt för att värdera och realisera synergier och säger:

*Vi vet vad det är vi köper och vad vi betalar. Vi tittar erfarenhetsmässigt, hur har det gått på de andra tio förvärven vi har gjort inom det här området och vad vi hittade där. Största skillnaden är att vi jobbar kontinuerligt varje månad och lär oss väldigt mycket av våra misstag och våra framgångar. Jag tror att det faktum att vi är en förvärvsmaskin gör att vi känner oss mycket mer trygga och fördelen med Ahlsell är att vi har så brett produktområde så vi kanske har de största möjligheterna till korsförsäljning, alltså nya produkter till den kundkretsen det förvärvade bolaget har.*

## 4.5 Integration

Det som sker efter ett förvärv och den integrationsprocess som ofta följer är något många respondenter beskriver är avgörande för ett förvärvs framgång. Simon Hoof (Consid) lyfter vikten av integration i förhållande till övriga processen och säger:

*Jag tror att utmaningen som många har är att man lägger för mycket tid på processen i förvärvet och för lite tid efter. Det bör vara tvärtom, det är när man väl tagit förvärvet i hamn som allting börjar. Allt som sker före kräver relativt låg arbetsbelastning för att få det att lyckas.*

Johan Boqvist (Gunnebo) styrker att integration oftast underskattas och beskriver att många förvärv misslyckas därför att det saknas en tydlig integrationsplan efter förvärvet. Jens Eriksson (Hultafors Group) säger att integrationen i vissa fall ej ges tillräckligt utrymme på grund av rädsla för att resten av verksamheten skall bli lidande när integrationen tar fokus från ledningen i det förvärvande bolaget. Simon Hoof (Consid) säger *“Integrationen är till en början väldigt intensiv och tidskrävande, intensiteten avtar dock över tid”*.

Bland studiens respondenter skiljer sig synen på när framtagandet av integrationsplanen bör påbörjas. Simon Hoof (Consid) säger:

*Vi är väldigt ödmjuka inför att vi inte kan säljarnas verksamhet lika bra som dem själva. Så vi har en tanke av vad det här är och hur det ska bli - hur man ska lägga pusslet tillsammans. Det vore dumt att inte nyttja den kompetens som säljarna sitter på. Vi har pratat om integration under processen men det är efter transaktionen som vi gör det på riktigt. Så efter handslag, innan vi går ut med det internt och externt.*

Samtidigt beskriver Jens Eriksson (Hultafors Group) att det innebär en stor risk om integrationsplanen ej är fullt definierad vid tillträdet *“De största problemen dyker upp om integrationsplanen ej är 100% definierad vid tillträdesdagen, då riskerar man att köpare och säljare inte har samma förväntningar på vad som skall ske efter förvärvet”*. Karl-Erik Dexner (Pivot) lyfter också vikten av samsyn mellan köpare och säljare:

*Om man efter en transaktion skall vara aktieägare tillsammans i någon utsträckning blir det ett partnerskap där det, precis som i en riktig relation eller äktenskap, först måste etableras en relation men även en samsyn; vad är det vi hoppas kunna uppnå?*

Anonym 2 säger "90% av 100-dagarsplanen är klar före tillträdet. Därefter sätter man sig med VDn och går igenom vad man vill göra och varför. Sedan justerar man planen när det dyker upp saker längs vägen, det gör det alltid".

#### 4.5.1 Integrationsgrad och integrationshastighet

Det råder delade meningar kring graden av integration mellan det förvärvande bolaget och målbolaget. Andreas Hermansson (AHL Partners) beskriver att de mest lyckade förvärven, generellt är när en professionell investerare förvärvar ett bolag utan att förändra för mycket operationellt och strategiskt, på kort sikt, utan istället kompletterar ledningen vidare i ett partnerskap. Mikael Falk (AhlSell) berättar att marknadsförutsättningar ibland avgör graden av integration men att uppenbara nackdelar uppstår när förvärvade verksamheter inte integreras hårt. Nackdelarna består dels i uteblivna synergier såsom delade IT system och administration, samt att risk för intern konkurrens om samma kundbas bearbetas.

Simon Hoof (Consid) beskriver att strategin med förvärvet avgör vilken grad av integration som sker. Han berättar om två huvudsakliga typer av förvärv, den ena är förvärv av liknande verksamhet för tillväxt, den andra förvärv av en verksamhet som ökar produkt- eller tjänsteutbudet för koncernen. Vid den senare av de två så anser Simon Hoof att en för hård integration kan vara direkt värd förstörande, han berättar:

*Om vi har förvärvat en reklambyrå, eller webbyrå, så är den kreativa processen ganska unik och våra interna processer. I detta kan vi inte integrera våra processer i målbolaget, då har vi förstört det vi köpt. Det gäller att ha fingertoppskänsla i att veta, vad kan vi integrera och vad kan vi inte integrera. Vad är affärskritiskt för den unikheten vi förvärvat och vad är inte det?*

Jens Eriksson (Hultafors Group) beskriver att typen av process avgör när integrationsarbetet kan påbörjas "I en strukturerad process får köparen inte samma förutsättningar för att lära känna bolaget genom kontakt med ägare och ledning. Om du känner bolaget när processen börjar kan integrationsarbetet påbörjas mycket tidigare".

Mikael Falk (AhlSell) berättar att deras strategi är att integrera förvärvade verksamheter nära moderbolaget och att integrationen bör ske snabbt "Från att vi lägger vantarna på ett förvärv så inom hundra dagar så sitter AhlSell skylten på huset och målbolaget är inne i Ahlsells IT-system". Mikael Alkmark (Hedin Invest) styrker att integrationen bör gå snabbt och beskriver att det kan minska den oro som sprids i målbolaget när transaktionen annonseras "Det finns ju en poäng i att vara väldigt snabb för att skapa så lite oro som möjligt". Anonym 2 lyfter att det i målbolaget finns en ökad mottaglighet för förändringar precis efter ett förvärv:

*Vi försöker framförallt att sätta en agenda, kalla det en 100-dagarsplan, för vad som ska genomföras de första 100 dagarna. Det finns en mottaglighet för förändringar precis när man blivit förvärvad. Därför blir det svårare om man inte ändrar något direkt utan istället kommer ett år senare och börjar göra radikala förändringar, då har det här fönstret i princip stängts.*

Richard Treffner (Tempeludden) lyfter en risk med att göra för stora förändringar tätt inpå ett förvärv:

*Många säger att man inte ska ändra någonting första halvåret. Det tycker jag inte är så dumt, jag har själv varit med om när man köpt ett bolag där VDn slutat samtidigt och man satt in en ny samt lanserat en massa projekt direkt och då finns det en överhängande risk att det inte finns personer för att dra dessa projekt i mål, det blir bara stökigt. Det kan därför vara dåligt att mixtra med för många förändringar, man ska ha en väldig respekt för kultur i bolag.*

Olof Cato (Formica Capital) ser också en problematik i att integrera för snabbt:

*Ofta pratar man om 100-dagarsplaner som innebär att man sätter struktur, formalia och governance men även att du sätter fart på de strategiska initiativen. Det ställer jag mig lite kritisk till och pratar hellre om 200-dagarsplaner som egentligen handlar om att göra integrationen med lite mer eftertanke. Problemet är om man har för bråttom så rullar man iväg en massa bollar men i fel riktning och med fel hastighet. Jag försöker därför lära känna bolaget bättre, tillbringa mer tid med bolaget och ledningen och lär mig förstå lite mer om hur sammanhanget är. Det gör att de bollar man rullar iväg rullar i rätt riktning och hastighet och får därför större effekt. Ibland har man för bråttom och så gör man saker bara för att göra saker och det är inte rätt.*

#### 4.5.2 Kommunikation vid ett övertagande

Mikael Falk (AhlSELL) beskriver att målbilden, vart målbolaget ska på lång sikt och planen för att ta sig dit ska vara väl kommunicerad och tydlig för till det som säljer sitt bolag. Vidare berättar han att när ett förvärv väl är genomfört är det viktigt att vara tydlig mot personalen om vilka förändringar som kommer ske. Att vara snabba i kommunikationen är viktigt då perioder av osäkerhet kan vara kostsamt. Mikael Alkmark (Hedin Invest) styrker vikten av att ha en bra struktur kring kommunikation som en viktig faktor vid ett förvärv. Martin Hogmalm (Pulsen Production) beskriver att tydlighet är något av det viktigaste när de går in som ägare i ett annat bolag. Att tydlighet i ett förvärv är viktigt förklarar Martin Hogmalm (Pulsen Production) är på grund av att förvärv ofta skapar oro i en organisation och därmed finns en risk att anställda ser sig om efter andra karriärmöjligheter. I en human-kapitalintensiv bransch som IT, där Pulsen Production verkar, är det viktigt att behålla personalen vid ett förvärv. Att behålla personal en blir i synnerhet viktigt om det var motivet till förvärvet.

Anonym 2 framhåller vikten av att vara närvarande första tiden efter ett förvärv. Denna tid använder de för att träffa ledning, kunder och anställda i företaget. Från dessa samtal får de information om hur organisationen mår. Christian Dahlqvist (Montell & Partners) styrker vikten av att prata med personalen tidigt efter ett förvärv och ser det som en möjlighet för att underlätta för förändringsarbetet som följer, de säger:

*Man skall prata med många i organisationerna som berörs vid ett förvärv så att alla får säga vad de tycker, positivt som negativt och ge dem möjlighet att yttra sig om framtida potentiella lösningar. Om detta genomförs på ett bra sätt så kommer de flesta att acceptera förändringar i mycket högre grad.*

### 4.5.3 Kompetens och motivation

Anders Eller (Bejjerinvest) beskriver att en viktig faktor för ett lyckat förvärv är att humankapitalet är bra, i due diligence fokuserar man i synnerhet på ledningen i målbolaget. Mikael Alkmark (Hedin Invest) styrker att ledningen är viktig och säger "*Rätt management är i nio fall av tio avgörande för ett förvärvs framgång*". Johan Boqvist (Gunnebo) berättar att de tidigt i förvärvsprocesser försöker identifiera vilka nyckelpersonerna är i målbolaget. De beskriver att beroende på storlek brukar de vara två till fem personer som är att betrakta som kritiska att hålla kvar i bolaget efter förvärvet. Adam Samuelsson (Idun Industrier) bekräftar att ledningen är central, och beskriver vidare att om det vare sig finns rätt ledning på plats, eller rimligt säkra förutsättningar att hitta det som saknas, är det ett mycket tungt skäl för att inte investera. Mikael Falk (AhlSELL) beskriver att hantera nyckelpersoner på rätt sätt är en framgångsfaktor vid förvärv.

Johan Boqvist (Gunnebo) berättar att för att säkerställa att nyckelpersoner stannar kvar vid ett förvärv ser de till att det finns avtal och eventuella ekonomiska incitament. De är även tydliga med hur integrationen ska ske och att denna inte innebär en demotiverande situation för befintlig ledning. Anonym 3 beskriver ett tillvägagångssätt för att identifiera samt behålla nyckelpersoner:

*Nyckelpersoner identifieras genom intervjuer med personer i bolaget. Man vill framförallt att de blir motiverade av att vara med på resan. Som ytterligare verktyg används ofta ekonomiska incitamentsprogram. Det väsentliga är att fånga upp att man får med sig nyckelpersoner, säkerställa vilka faktorer som driver dem och försöker möta dessa. Vidare att de ser en utväxling både i form av utveckling och styrning av bolaget, likväl som möjligheten att själv motiveras och utvecklas i en ny kontext över tid.*

Carl Bennet (Carl Bennet AB) nämner tre motivationsfaktorer som han ser har varit avgörande vid deras förvärv: 1. Det faktum att de är en resultatorienterad och decentraliserad organisation, vilket motiverar ledningarna genom att de får fortsätta att utveckla sina bolag. 2. Att de tydliggör för målbolagen vilka utvecklingsmöjligheter och fördelar som finns i den nya konstellationen. 3. Resultatbaserade ersättningar till ledningarna. Simon Hoof (Consid) ser tydliga risker med ekonomiska incitament och säger:

*Det handlar om att ha en strategi som genomlöper hela organisationen. Vi säger ETT Consid, vi vill att alla ska jobba för det totala hela tiden. Vi är rädda för att bygga in incitament som gynnar delar av vår organisation men riskerar att missgynna helheten.*

Mikael Alkmark (Hedin Invest) bekräftar utmaningen med delägarskap hos ledningen och beskriver att det kan skapa konflikter i styrningen och föredrar därför ett fullt ägarskap från det förvärvande bolaget. Thomas Gustafsson (Mellby Gård) säger att ekonomiska incitament i form av delägarskap gör att ledningen blir en hybrid av entreprenörer och tjänstemän genom att de får ta del av såväl uppsidan som nedsidan av bolagets utveckling. På så sätt beskriver de att det säkerställs att ledningen gör allt i sin makt för att få en så positiv utveckling som möjligt. Adam Samuelsson (Idun Industrier) styrker att en modell som innebär en delad gemensam

uppsida och övergripande intressegemenskap mellan ägare och företagsledning genom ett delägarskap är framgångsrik och kraftfull.

## 5. Analys och diskussion

Kapitlet analyserar och diskuterar studiens empiri i förhållande till relevant teori på respektive område. Kapitlet tar sin utgångspunkt i de i studien formulerade frågeställningarna; *Hur kan en lyckad M&A definieras?*, *Vilka anses vara kritiska framgångsfaktorer före tillträde vid M&As?* samt *Vilka anses vara kritiska framgångsfaktorer efter tillträde vid M&As?*

### 5.1 Definition av ett lyckat förvärv

Endast en liten del av M&As lyckas (Bauer & Matzler, 2014). Enligt Bruner (2004) saknas det i branschrapporter en rigorös definition av vad en lyckad M&A innebär och ställer sig kritisk att många rapporter som vittnar om att endast en låg andel av M&A misslyckas. Författare tenderar att ofta vagt referera till diskrepans mellan ett förvärvs mål och dess utfall (Bruner, 2004). Studiens empiri visar att det råder en samstämmighet inom industrin kring vad ett lyckat förvärv innebär, vilken relateras till finansiell avkastning över tid. För att ett förvärv ska anses lyckat bör investeringens avkastning tillgodose investerarens avkastningskrav samt ställas i förhållande till dess risk. Denna definition kan kopplas till vad Bruner (2004) presenterar som tre möjliga utfall för ett förvärv, relaterat till finansiell avkastning; värde förstörs, värde skapas, värde behålls.

Studios empiri visar att det finns ytterligare parametrar, utöver finansiell avkastning, som bör tas i beaktning vid utvärdering av ett förvärv. Intervjusvar indikerar att ett förvärv bör utvärderas utifrån avkastningskrav i kombination med hur köparens plan och antaganden före förvärvet stämmer överens med utfallet. Även Zollo & Meier (2007) styrker att utvärderingen av en M&A är en komplex process som bör ske på flera nivåer och att det finns flertalet parametrar att ta hänsyn till.

Studios empiri visar att det förekommer svårigheter att utvärdera förvärv då förvärvets utfall i efterhand färgar bilden av den plan och de kommersiella antaganden som formulerades inför förvärvet. Detta kan relateras till vad Baron & Hershey (1988) beskriver som utfallsbias, vilket innebär att en handlings utfall påverkar synen på beslutet vid utvärdering. Det finns därmed indikationer på att utfallsbias kan öka risken för att felaktiga beslut och tillvägagångssätt återupprepas vid förvärv eftersom utfallet trots detta blivit positivt. På samma sätt riskerar goda beslut att ej upprepas vid negativt utfall. Under längre perioder med gynnsamma marknadsförhållanden kan förvärvande bolag nå sina avkastningskrav trots ett bristande beslutsfattande eftersom utvecklingen i målbolagen får draghjälp av konjunkturen. På grund av dessa positiva utfall riskerar bolagen att ej ifrågasätta och därmed utveckla sitt arbetssätt i tillräcklig utsträckning, vilket i förlängningen leder till att de går miste om än högre avkastning på sina förvärv, oavsett marknadsläge. Baron & Hershey (1988) skriver att även om beslutsfattaren är medveten om förekommande bias är det fortfarande svårt att eliminera dess påverkan på utvärderingen av beslut. För att hantera utfallsbias vid utvärdering av förvärv bör förvärvande bolag i första hand utvärdera ett förvärv på avkastningskraven och därefter även säkerställa att detta nåddes genom att det motiv eller plan som låg till grund för förvärvet materialiserades, först då kan ett förvärv definieras som lyckat.

## 5.2 Framgångsfaktorer före tillträde

Det råder en tydlig samsyn mellan studiens respondenter kring att ett tydligt motiv för förvärvet bör finnas för att möjliggöra ett lyckat förvärv. Flera respondenter beskriver att det krävs en distinkt idé om hur målbolaget passar in i bolagets strategi för att lyckas med ett förvärv. Intervjuszvaren visar att förvärv vars enda syfte är tillväxt, sällan blir lyckade i slutändan. Resonemanget har även stor samsyn med vad Goedhart, Koller & Wessels (2017) beskrivit kring att förvärv med ett vagt bakomliggande motiv ofta blir misslyckat. Vidare råder det även samsyn mellan studiens respondenter och Straub (2007) kring vilka olika motiv det finns för att göra ett förvärv. De vanligaste anledningarna som presenterats; teknologi, kompetens, marknadsandelar, kundbas, marknadsposition, kapacitet och varumärke, kan till stor del kopplas till det Straub (2007) beskrivit som koncentrisk och horisontella aktiviteter. De horisontella aktiviteterna faller till stor del in under det som benämns operationella synergier. Vilka anledningar som presenterats är givetvis beroende på vilken verksamhet och bransch som respondenten verkar inom. De anledningar som presenteras kan till övervägande del anses kopplade till strategiska förvärv vilket är rimligt då fler respondenter gjort strategiska snarare än finansiella förvärv. Det kan i vissa fall vara av mindre risk att ha 'hårda' motiv, som att förvärva en teknologi, gentemot 'mjuka' motiv, som att förvärva kompetens, på grund av att det inte kan utövas samma kontroll över människor som kan över teknik, genom exempelvis patent. Anställda i målbolaget kan inte tvingas stanna efter förvärvet och den önskade kompetensen kan utebli. En annan risk är att förvärva kompetens med en kultur som dåligt överensstämmer med den egna. Den risk styrks av Shrivastava (1986) som beskriver att kulturintegrationen är en av anledningarna till att ledning- och social integration anses vara den svåraste nivån av integration.

De flesta respondenter har investeringskriterier som är specifika och unika för just deras verksamhet. Även Angwin, Paroutis & Connell (2015) skriver att de flesta förvärvande bolag sätter upp investeringskriterier som ska uppfyllas för att förvärv av ett målbolag ska vara aktuellt, således finns stöd för vad respondenterna påstår i teorin. Det är därmed svårt, och inte rättvist, att jämföra olika bolags investeringskriterier och analysera huruvida vissa investeringskriterier är bättre än andra. Däremot har ett gemensamt mönster identifierats kring vilka kriterier som förbättrar möjligheterna för att lyckas med förvärv. Kriterierna som ansågs vara generella var; att investera i en växande marknad, att investera i ledande bolag och att investera i bolag som uppfyller fundamentala hållbarhetskrav.

Majoriteten av studiens respondenter lyfter att de föredrar att investera i bolag som befinner sig på en växande marknad. På så sätt beskriver de att målbolagets tillväxt ej är beroende av ökad marknadsandel utan att det istället kan växa med marknaden. Vidare lyfte flertalet respondenter fördelen med att investera i bolag som anses ledande på sin marknad eller i sin nisch vilket kan relateras till vad Buzzell, Gale & Sultan (1975) skriver om att ett marknadsledande företag ger högre avkastning. Ett antal respondenter beskrev hur ett förvärvande bolag genom att förvärva ledande bolag kan få större kontroll över marknaden. Buzzell, Gale & Sultan (1975) förklarar detta med att ledande bolag har större möjligheter att styra över priserna som sätts på marknaden. Vidare beskriver Buzzell, Gale & Sultan (1975) att detta är en av tre anledningar till varför marknadsledande företag är mer lönsamma än sina mindre konkurrenter. Den ökade prissättningskraften ligger i linje med vad Damodaran (2005) beskrev om operationella synergier där ledande bolag har möjlighet att skapa en oligopol-liknande situation på marknaden för att på så sätt hålla högre priser och därmed även högre marginaler.



Synen på due diligence bland studiens respondenter är att denna process är kritisk för att synliggöra samt adressera potentiella risker och undvika fatala misstag i förvärvsprocessen och således i linje med hur Schuler & Jackson (2001) beskriver due diligence på både hårda och mjuka faktorer som ett av de viktigaste processtegen för att ett förvärv ska lyckas. Savovic (2013) skriver att utfallet av en due diligence-process är kritisk för att hantera risk kopplat till en förvärvsprocess. Due diligence beskrivs av respondenter som en grundläggande faktor vid förvärv snarare än explicit framgångsfaktor, det vill säga en bra due diligence garanterar inte ett lyckat utfall av förvärvet men är avgörande för att undvika att betydande misstag görs i processen. Due diligence bör enligt studiens empiri ses som ett verktyg för att skapa underlag på vilket det senare kan byggas såväl värderingsantagnaden som förhandlings- och integrationsstrategier. I intervju svaren indikeras att investerare, genom väl genomförda due diligences kan undvika potentiellt dåliga förvärv som de kanske annars hade genomfört och att den påverkan på avkastning som detta har är underskattat.

Vidare fastställer studiens empiri likt Howson (2003) användandet av de tre huvudsakliga områdena för due diligence, vilka är finansiell, legal och kommersiell. Av dessa områden tas det hos övervägande majoritet av respondenter in extern juridisk kompetens medan användandet av extern strategisk eller finansiell kompetens i högre grad varierar. Respondenterna menar att det är mycket viktigt att det förvärvande bolaget har tillgång till rätt kompetens för att kunna genomföra en bra due diligence och således skapa sig förståelse för branschen och marknaden. Även Perry & Herd (2004) beskriver att användandet av såväl externa som interna experter vid due diligence, bland annat för att verifiera synergier, är ett sätt att minska risken för ett misslyckat förvärv. Det poängteras dock i studiens empiri att extern hjälp i en process bör involveras med viss försiktighet för att inte komplicera processen.

Respondenter påpekar utöver tillgången till rätt kompetens, också förståelse för målbolaget och branschen liksom även vikten av transparens mellan parterna vid ett förvärv. Enligt studiens empiri är avsaknad av transparens riskfyllt ur såväl ett transaktions-, integrations- och samarbetsmässigt perspektiv för båda parter och bör därmed ej underskattas. Synsättet på vikten av transparens i ett bolagsförvärv styrks av Farhadi & Tovstiga (2010) som skriver att en hög grad av transparens och fördefinierade ansvarsområden effektivt reducerar risk vid en transaktion.

Företagskultur ses av respondenter som en av de främsta riskerna förknippade med bolagsförvärv, framförallt i integrationsfasen. Det råder en generell samsyn bland respondenter kring hur problemet med att köpa bolag vars kultur inte passar ens egna kan undvikas. Den genomgående lösningen är att låta förvärvsprocesser ta sin tid för att på så sätt lära känna bolaget men samtidigt påpekas det att utfallet nödvändigtvis inte måste ha en direkt koppling till tiden förvärvsprocessen tar. Utöver de tre huvudsakliga områdena i en due diligence-process redogör Howson (2003) även för due diligence av bland annat kultur och lyfter bedömning av den kulturella passformen som ett eftersträvat resultat i processen vilket är i linje med studiens empiri. Under tiden ett målbolag studeras bör det enligt studiens respondenter ges utrymme för due diligence kopplat till personal. HR-due diligence är ett område som enligt respondenter får för lite utrymme i relation till övriga fokusområden i dagens syn på bolagstransaktioner. Vikten av due diligence på personal kan även ha fördelar för att på ett lämpligt sätt kunna hantera en potentiell transaktion ur ett etiskt perspektiv då insikt i personalens avtal, inställning gentemot arbetsuppgifter och företaget med mera kan erhållas. Det eftersträlvade resultatet enligt Howson (2003) är att bedöma potentiella personalrelaterade kostnader och risker med att göra affären, prioritera personalfrågor som måste hanteras under integration samt bedömning av kulturell passform. Att ha tillräcklig information om bolaget ur

ett HR-perspektiv för att kunna göra en etisk transaktion skriver Lin & Wei (2006) kan ha positiv påverkan på förvärvets utfall. Analys av kompetens men också potentialen hos ledningen ges det utrymme för i due diligence-processen enligt studiens respondenter. Dessutom påpekas vikten av en god passform mellan ledningen och de potentiella nya ägarna. Gällande fokus på ledningen i målbolaget vid ett förvärv bör det enligt Howson (2003) ligga på ledningens kvalitet och organisatoriska struktur med eftersträvat resultat att identifiera viktiga integrationsproblem. Howson (2003) beskriver dock inte passform mellan ägare och ledning som ett fokusområde under due diligence vilket skulle kunna ses som en brist i teorin när detta av flera intervjusvar påstås vara avgörande för att hantera risker kring kulturell problematik, förvärvande bolag och målbolag sinsemellan.

Uppfattningen om att hänsynstagande till hållbarhet i såväl ekonomisk, ekologisk och socialt avseende blir allt viktigare vid bolagstransaktioner samt att fokus på området kommer öka framöver delas av flera respondenter. Studiens empiri visar på att fokus på hållbara investeringar ges större vikt och att ESG-faktorer inkorporeras i allt högre grad i investeringsbeslut vilket konfirmeras av vad som redogörs av Principles for Responsible Investments (2019). Studiens empiri visar att om miljömässiga brister uppdragas under en due diligence väger dessa ofta mycket tungt som rödflagg. Graden till vilken respondenter använder sig av miljömässiga beslutskriterier vid investeringar varierar dock. Risker för kontamination i fastigheter och mark adresseras av flera respondenter då det kan leda till höga kostnader som äventyrar avkastning på investeringen. Majoriteten respondenter hanterar miljörisker genom användandet av externa miljökonsulter för att synliggöra potentiell problematik. Stanwick & Stanwick (2001) skriver att i synnerhet miljömässig problematik kopplat till mark och fastigheter riskerar ge höga kostnader, som minskar investeringens avkastning samt att dessa kan adresseras genom bland annat användandet av miljökonsulter. Således linjerar uppfattningen hos respondenter inom området med teorin. Studiens respondenter beskriver dock att det idag finns en avsaknad av ett systematiskt sätt att hantera hållbarhetsaspekter inom investeringar men att detta är under utveckling. Enligt studiens empiri är synen på hållbarhet idag i linje med synen på due diligence som framgångsfaktor det vill säga den ses som en risk som bör hanteras för att skapa förutsättningar för att förvärv ska lyckas snarare än en framgångsfaktor i sig.

Damodaran (2006) skriver att värdering bygger på antaganden samt framtida prognoser. För höga prognoser riskerar att leda till för hög köpeskilling och därmed en avkastning under köparens avkastningskrav. Därför är validering och uppföljning av dessa prognoser av stor vikt för att sätta en rättvis värdering av bolaget som ger den förväntade avkastning som beräknats på förhand. Även studiens empiri tar upp problematiken med att korrekt förutse framtida kassaflöden. Studiens respondenter presenterar olika angreppssätt för att hantera de osäkerheten med felaktigt satta prognoser och snabba förändringar i prognoserna. En av metoderna som presenterades var en graf vilken under tiden till affär kontinuerligt följer upp förändringar i målbolagets prognoser och utfallet av de tidigare satta prognoserna. Genom användning av denna graf kan trender i prognoserna ses samt en viss validering av hur väl prognoserna under perioden till affär stämmer överens med utfallet. Vid fall då dessa prognoser ej stämmer överens, kan det ge en indikation på hur väl nästkommande prognoser kommer att falla ut samt ge en indikation på om målbolaget medvetet satt en för hög prognos för att höja priset på sitt bolag. Ett annat tillvägagångssätt för att hantera risken med felaktigt satta prognoser är enligt respondenterna att sätta en tilläggsköpeskilling vilken ger säljaren fullt betalt först när uppsatta prognoser eller mål uppnåtts. Genom tilläggsköpeskilling kan problematik med felaktig värdering på grund av felaktiga prognoser potentiellt undvikas.

Genom en tilläggsköpeskilling kan köparen även testa säljarens tro på sina egna prognoser på kort sikt genom säljarens villighet att göra en del av betalningen prestationsbaserad. Vidare nämns det i empirin att tilläggsköpeskilling kan vara ett sätt för att underlätta integration och bolagets fortsatta utveckling.

### 5.3 Framgångsfaktorer efter tillträde

Studiens empiri identifierar att integrationen har stor påverkan på ett förvärvs framgång. Detta kan relateras till vad Shrivastava (1986) skriver, att integrationen av ett målbolag är avgörande för att förvärvet ska lyckas. Trots betoningen av integration som avgörande framgångsfaktor visar studiens empiri att integration ofta underskattas och att många förvärv misslyckas på grund av att det saknas en tydlig integrationsplan. Studiens empiri visar även att synen på integration varierar men att en integrationsplan bör vara tydligt definierad före tillträde. Samtidigt anser vissa att det är först efter tillträde som det är möjligt att skapa sig en korrekt bild av målbolaget och därmed skapa en så korrekt plan som möjligt. Därmed är det inte nödvändigtvis rätt att genomföra för många och för stora förändringar tätt inpå övertagandet. Vikten av förståelse för målbolagets verksamhet lyfts som en grundläggande förutsättning för att avgöra vilka delar som skall integreras.

Vissa respondenter nämner hastighet som en viktig faktor för en lyckad integration där 100-dagarsplaner nämns frekvent. Empirin visar dock att vissa ställer sig kritiska till hastighet som avgörande faktor och att det är viktigt att lära känna bolaget på djupet innan för stora förändringar sker. Förändringarna riskerar annars att ske på fel sätt eller inom fel områden. Samtidigt skriver Angwin (2004) att det inte finns någon bevisad korrelation mellan ett lyckat förvärv och snabbhet i integrationen, vilket bidrar till att hastighet som en avgörande faktor till lyckat förvärv kan ifrågasättas.

Ett mönster som har identifierats i empirin är att vid hård integration är snabbhet viktigt för att utnyttja den ökade mottagligheten som finns hos målbolaget tätt inpå övertagandet. Empirin visar även att uteblivna förändringar kan sprida stor oro när målbolaget förväntar sig stora förändringar i samband med förvärvet. Vid mjukare integrationer verkar det vara av större vikt att gå försiktigare fram och låta målbolaget fortsätta sin verksamhet fast med ökad strategisk stöttning. Empirin visar att integrationsgraden bör bestämmas utifrån motivet till förvärvet och att en hög integrationsgrad inte alltid är optimalt. Detta kan relateras till vad Shrivastava (1986) säger om att integration ibland inte är önskvärd eller rekommenderad utan bör anpassas till förvärvssituationen. Studiens empiri visar på att integrationshastighet bör korrelera med hur hårt ett företag integreras.

I studiens empiri identifierats ett mönster vilket är att förvärvande bolag med stor vana av att förvärva målbolag med verksamheter som ligger nära koncernbolaget oftare förespråkar snabb integration. Studiens empiri visar vidare att dessa bolag har en bättre förmåga att mer korrekt estimerar synergier. I studiens empiri lyfts även hård integration som ett sätt att realisera synergier. Enligt Gates & Very (2003) innebär implementeringen av dessa synergier en stor utmaning för det förvärvande bolaget. Empirin lyfter även synergier som ett vanligt förekommande motiv till förvärv. Samtidigt lyfter majoriteten av studiens respondenter svårigheterna i att korrekt värdera synergier, speciellt intäktssynergier. Flera respondenter anser till och med att synergier är så svåra att värdera att de inte bör vägas in i värderingen inför ett förvärv. Mönstret indikerar att synergier kan värderas in då både integrationsgrad och integrationshastighet är hög.

Studiens empiri vittnar om att tydlig kommunikation är viktigt för att en lyckad integration, vilket styrks av Gomes et al. (2012) som skriver att kommunikation i stor utsträckning är kritisk för en framgångsrik integrering, eftersom den är avgörande för att sprida förvärvets syfte. Vidare lyfter empirin att den oro som uppstår vid dålig kommunikation mellan parterna kan vara väldigt kostsam, samt att det är viktigt att vara tydlig och öppen under integrationsprocessen.

I empirin lyfts även riskerna med bristande ödmjukhet inför kostnader relaterade till realisation av synergier samt en felaktig ansats att försöka realisera synergier. Risken är då stor att även få negativa följd effekter som är större än den realiserade synergien, vilket styrks av hur Fiorentino & Garzella (2015) beskriver risker kopplade till synergier. Därmed indikerar empirin, i kombination Gates & Very (2003) syn på integrationsprocessen som en adaptiv process med fokus på lärande, att integrationsprocessen bör vara längre vid förvärv utanför det förvärvande bolagets expertisområde.

Studiens empiri lyfter att det är viktigt att hantera både personal och ledning samt att ett fåtal nyckelpersoner är avgörande för ett förvärvs framgång. Nyckelpersonerna kan utgöras av företagens ledningsgrupp eller en operativ entreprenör. Detta styrks av Tarba et al. (2016) som skriver att en av de kritiska faktorerna för att lyckas med en integration är att hålla kvar nyckelpersoner efter ett förvärv. Nyckelpersoners roll för ett förvärvs framgång nyanseras av vissa respondenter som säger att vid god branschkunskap och en hård grad av integration blir ledningen i målbolaget utbytbar. Vidare visar studiens empiri att betydelsen av nyckelpersoner kan ifrågasättas då en dålig ledning i ett målbolag kan medföra en prisrabatt och därför vara en fördel under förutsättning att befintlig ledning ej är kritiskt för målbolagets fortsatta drift. Denna inställning till målbolagets ledning kan relateras till hur Shrivastava (1986) beskriver den mest basala nivån av lednings- och social integration, vilket innebär att flytta personer i ledande befattning från det förvärvande bolaget till målbolaget, för att säkerställa kontroll av den förvärvade verksamheten. Oavsett inställning finns det ett gemensamt fokus hos studiens respondenter på ledningen i målbolaget.

Studiens empiri lyfter olika tillvägagångssätt för att behålla nyckelpersoner i målbolaget efter ett förvärv, där en kombination av ekonomiska incitament, bland annat genom delägarskap, och inre motivation genom att delta i en utvecklingsresa framhålls. Tarba et al. (2016) bekräftar vikten av en tydlig incitamentsstruktur för att motivera nyckelpersoner att stanna kvar i målbolaget efter det blir förvärvat. Studiens empiri nyanserar bilden av kvarhållande av nyckelpersoner där respondenter framhåller vikten av att säkerställa att nyckelpersonerna ser möjligheterna för fortsatt utveckling efter förvärvet, för såväl målbolaget som på individuell nivå. Studiens empiri lyfter att modellen för delägarskap som incitament för befintlig ledningsgrupp kommer från PE-industrin och har potential även utanför den. Riskerna som framkommer i empirin angående delägarskap för nyckelpersoner är att det kan sub-optimera delverksamheter, ett fenomen som identifierats främst hos respondenter i en koncern där det förvärvade målbolaget har liknande kundbas eller konkurrensytor som övriga koncernbolag.

Empirin indikerar att förmågan att hantera människor under hela förvärvsprocessen är av stor vikt. Detta är återkommande i samtliga steg, från prospektering av målbolag, förhandlingar med säljare, projektledning av due diligence till integrationsarbete med personal och ledning. I samtliga delar kan förvärvaren använda sitt ledarskap, förmåga att skapa relationer och sitt personliga nätverk för att komma åt viktig information, leda processer i mål och förhandla med berörda parter. Därav kan förvärvarens sociala kompetens tillskrivas stor vikt för förvärvets

utfall. Därmed möjliggörs att erhålla den nödvändiga informationen som krävs i processen samt att på ett välfungerande sätt kunna hantera och samarbeta med de aktuella intressenterna.

## 6. Slutsats

***Hur kan en lyckad M&A definieras?*** Ett förvärv anses, av industrin, vara framgångsrikt om avkastningen tillgodoser köparens avkastningskrav. Studien har även indikerat att förvärv bör utvärderas på ytterligare parametrar för att säkerställa att konjunktur eller övriga faktorer utanför bolagets kontroll inte ligger till grund för utfallet. Utvärderingen bör således ske med utgångspunkt i köparens avkastningskrav samt de antaganden och den plan som köparen besatt före transaktionen. Utvärderingen kompliceras av svårigheter kopplade till att utvärdera ett beslut i retrospekt då utfallet riskerar färga bilden av på vilka grunder beslutet fattades. Därav bör dessa noggrant dokumenteras före förvärvet för att möjliggöra senare utvärdering.

***Vilka anses vara kritiska framgångsfaktorer före tillträde vid M&As?*** För att ett förvärv skall bli framgångsrikt måste det initialt finnas ett tydligt motiv. Vidare kan det finnas många olika typer av motiv till förvärvet vilka alla bör ligga i linje med det förvärvande bolagets strategi men oavsett typ måste motiven vara fastställd innan förvärvet genomförs. Ett antal återkommande investeringskriterier kopplat till framgångsrika förvärv har identifierats; att förvärva på en växande marknad, i ett branschledande bolag och som uppfyller vissa grundläggande hållbarhetskrav. När motiv fastställs och investeringskrav satts upp föranleds majoriteten av framgångsrika förvärv av en due diligence för att hantera de risker som förvärvet medför.

Due diligence anses inte vara den faktor som i sig ger ett framgångsrikt förvärv utan snarare en faktor som skapar underlag för ett framgångsrikt förvärv att byggas på. Ett antal kritiska faktorer har identifierats för att lyckas med en due diligence, vilka är vikten av ett öppet och transparent informationsutbyte mellan parterna i förhandlingen, förståelse för såväl bransch som bolag är av högsta vikt och därför också att det finns rätt kompetens i teamet. Många bolag tar in extern hjälp i due diligence-processen, vilket bör göras med försiktighet då det finns risker kopplat till detta.

Den kulturella aspekten av förvärv framgår vara en av de största riskerna som också behöver hanteras under due diligencen. Den tid som spenderas tillsammans med målbolaget är av stor vikt för att hantera risk, primärt kulturell risk och därmed även för utfallet av potentiella förvärv. Det bör dock tilläggas att även om kort tid spenderas mellan det förvärvande bolaget och målbolaget kan förvärvet ändå bli lyckat. Gedigen HR-due diligence rekommenderas även som en viktig faktor för att få en övergripande förståelse för målbolaget. Flera respondenter anser att bland annat HR-due diligence idag är underprioriterat men att det samtidigt blir en allt viktigare del i förvärvsprocessen. För att få en förståelse för bolagets kultur men också potential bör stort fokus ligga på utvärdering av ledningen i målbolaget. Ledningen bör inneha kompetens, befintlig kapacitet och potential att utvecklas men framförallt en god passform tillsammans med de potentiella nya ägarna för att ett framtida samarbete skall fungera. Det är av vikt att i processen adressera problematik kring hållbarhetsfrågor. Idag läggs det stort fokus på kontamination av mark och fastigheter under due diligence-processen. Om detta upptäcks bör det beläggas med en tungt vägande rödflagga. Trenden visar även att hållbarhet får allt större vikt vid bolagstransaktioner.

Vid värdering av målbolaget bör det förvärvande bolaget vara vaksamma på starkt positiva prognoser då detta kan indikera underliggande risk i ett förvärv av målbolaget vilket i viss mån kan motverkas genom tillämpning av tilläggsköpeskilling.

Ovan nämnda faktorerna anses ha stor betydelse för att möjliggöra en övergripande och inkluderande due diligence, som adresserar potentiella risker i målbolaget och som sedan kan grundlägga för framgångsrika förvärv.

***Vilka anses vara kritiska framgångsfaktorer efter tillträde vid M&As?*** Det kan vara av stor vikt att identifiera vilka delar som bör integreras och inte förändra mer än vad som är nödvändigt. Det är även viktigt att ha en tydlig kommunikation kring vilka förändringar som kommer att ske samt bakgrund till dessa. För att lyckas med en integration är en förutsättning att ha gedigen förståelse för målbolagets verksamhet samt dess kontext. Två framträdande sätt för att uppnå detta har identifierats. Antingen genom befintlig förståelse före förvärvet, generellt sett uppnås detta genom att fokusera på förvärv inom sin egen- eller närliggande branscher samt genom erfarenhet av liknande förvärv på regelbunden basis. Om denna förståelse finns samtidigt som det förvärvande bolaget tidigt i processen involverar de personer som skall ansvara för integrationen finns goda förutsättningar att lyckas med en hård och snabb integration. Samma förutsättningar krävs för att med tillfredsställande precision estimeras potentiella synergier. För att realisera dessa synergier fullt ut krävs en framgångsrik integration med hög integrationsgrad samt integrationshastighet. Det andra alternativet är att förståelse utvecklas under förvärvsprocessen samt efter att transaktionen ägt rum. När detta är fallet bör integrationshastigheten samt integrationsgraden sänkas för att säkerställa att beslut gällande integrationen fattas på rätt grunder. Under dessa förutsättningar är det svårt att korrekt uppskatta potentiella synergier och det förvärvande bolaget gör bäst i att bortse från dessa vid värdering av målbolaget.

För att lyckas med ett förvärv kan det vara viktigt att identifiera och knyta upp viktiga personer i målbolagets ledning eller tidigare ägarkonstellation, så kallade nyckelpersoner. En väl praktiserad modell är att erbjuda delägarskap eller andra ekonomiska incitament, exempelvis via tilläggsköpeskilling, för att ägare och ledning ska genomföra det stundande integrationsarbetet tillsammans. Denna typ av upplägg verkar lämpa sig väl då målbolaget inte avses integreras i hög grad till det förvärvande bolaget och den kunskap som finns i organisationen anses vara avhängig för förvärvets framtid. Vid högre integrationsgrad finns det en risk att delägarskap eller andra incitamentsmodeller suboptimerar enskilda verksamheter i det förvärvande bolaget, det bör därför användas med tillförsikt i dessa situationer, i synnerhet om målbolaget har konkurrerande verksamhet gentemot andra enheter inom målbolaget.

## 7. Förslag för vidare forskning

Ett förvärv anses, av industrin, vara framgångsrikt om avkastningen tillgodoser köparens avkastningskrav. Denna insikt innebär att de rapporter som vittnar om en hög andel misslyckade M&As nödvändigtvis inte stämmer med aktörernas bild då dessa rapporter använder sig av en definition som skiljer sig från den som praktiseras inom industrin.

Intervjuerna vittnar om ett allt större fokus på hållbarhet i investeringar.

Flera respondenter har under intervjuerna uttryckt en önskan om att kunna tillämpa en mer systematisk process för att hantera hållbarhet framförallt vad de gäller de risker förknippade med förvärv av ett bolag. Fortsatt forskning kring hur dessa processer skulle kunna struktureras och vad som är de största riskerna vid ett förvärv kopplat till hållbarhet skulle därför bidra till både akademien och aktörer på marknaden.

Vikten av att bedöma företagskultur och människorna i bolaget innan köpet av bolaget sker har lyfts av flertalet respondenter. Olika faktorer spelar in för att lyckas med att införskaffa denna kunskap där HR-DD kan vara ett bra verktyg. Hur denna HR-DD ska genomföras för att ge förståelse för personal- och ledningsaspekter är ett ämne för framtida forskning, som potentiellt skulle kunna ge insikter i företagskultur och värde för industrin i hur dessa faktorer identifieras.

# Källhänvisning

Angwin, D. (2004). Speed in M&A Integration: The first 100 Days. *European Management Journal*, 22(3). ss.418-430. DOI: 10.1016/j.emj.2004.06.005

Angwin, D., Paroutis, S., Connell R. (2015). Why good things Don't happen: the micro-foundations of routines in the M&A process. *Journal of Business Research*, 68(6). ss.1367-1381. DOI: 10.1016/j.jbusres.2014.12.007

Baron, J. & Hershey, J. C. (1988). Outcome bias in decision evaluation. *Journal of Personality and Social Psychology*, 54(4). ss.569-579. DOI: 10.1037/0022-3514.54.4.569

Bauer, F. & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A Success: The role of Strategic Complementarity, Cultural Fit, and Degree and Speed of Integration. *Strategic Management Journal*, 35. ss.269-291. DOI: 10.1002/smj.2091

Bhimani, A. Ncube, M. & Sivabalan, P. (2015). Managing risk in mergers and acquisitions activity: beyond 'good' and 'bad' management, *Managerial Auditing Journal*, 30(2). ss.160-175. DOI: 10.1108/MAJ-08-2014-1079

Bower, J. (2001). Not all M&As Are Alike – and That Matters. *Harvard Business Review*, 2001 March.

Bruner, R. (2004). Where M&A Pays and Where It Strays: A survey of the Research. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4). ss.63-76. DOI: 10.1111/j.1745-6622.2004.00007.x

Bruner, R. (2005). *Deals from Hell: M&A Lessons That Rise Above the Ashes*. Hoboken: John Wiley & Sons

Buzzell, RD., Gale, BT. & Sultan, RGM. (1975). Market Share-A Key to Profitability. *Harvard Business Review*, 1975 January.

Cambridge Dictionary. (2019). *Due diligence*. <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/due-diligence> [2019-05-09].

Cambridge Dictionary. (2019). *Merger and acquisitions*. <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/mergers-and-acquisitions> [2019-05-09].

Cambridge Dictionary. (2019). *Red-flag*. <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/red-flag> [2019-05-09].

Cambridge Dictionary. (2019). *Synergy*. <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/synergy> [2019-05-09].

Charmaz, K. & Belgrave, L. (2007). Grounded theory. *The Blackwell encyclopedia of sociology*. DOI: 10.1002/9781405165518.wbeosg070.pub2

Christensen, C., Alton, R., Rising, C. & Waldeck, A. (2011). The Big Idea: The New M&A Playbook. *Harvard Business Review*, 2011 March.



Chui, B. S. (2011). A Risk Management Model for Merger and Acquisition, *International Journal of Engineering Business Management*, 3(2). DOI: 10.5772/50935

Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. Stern School of Business, New York. DOI: 10.2139/ssrn.841486

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance, second edition*. Hoboken: John Wiley & Sons

Deloitte (2008). *How Green is the deal?*.  
[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/il/Documents/risk/CCG/other\\_comittees/how\\_green\\_is\\_the\\_deal\\_deloitte\\_102408.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/il/Documents/risk/CCG/other_comittees/how_green_is_the_deal_deloitte_102408.pdf) [2019-02-07].

Farhadi, M. & Tovstiga, G. (2010). Intellectual property management in M&A transactions. *Journal of Strategy and Management*, 3(1). ss.32-49. DOI: 10.1108/17554251011019404

Fiorentino, R. & Garzella, S. (2015) Synergy management pitfalls in mergers and acquisitions: *Management Decision*, 53(7). ss.1469-1503

Gates, S. & Very, P. (2003). Measuring Performance During M&A Integration. *Long Range Planning*, 36(2). ss.167-185

Gill, PW., Stewart, KF., Treasure, E. & Chadwick, B. (2008). Methods of data collection in qualitative research: Interviews and focus groups. *British Dental Journal*, 204. ss.291-295. DOI: 10.1038/bdj.2008.192

Goedhardt, M., Koller, T. & Wessels, D. (2017). *The six types of successful acquisitions*.  
<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-six-types-of-successful-acquisitions> [2019-02-01].

Gomes, E., Angwin, D., Weber, Y. & Tarba, S. (2012). Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*, 55(1). ss. 13-35

Grand Canyon University. (2019). *When to Use Quantitative Methods*.  
[https://cirt.gcu.edu/research/developmentresources/research\\_ready/quantresearch/whentouse](https://cirt.gcu.edu/research/developmentresources/research_ready/quantresearch/whentouse) [2019-04-06].

Gregor, S. & Hevner, A. (2013). Positioning and presenting design science research for maximum impact. *MIS Quarterly*, 37(2). ss.337–355.

Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. (2019). *M&A-process*. [https://imaa-institute.org/ma-process\\_01/](https://imaa-institute.org/ma-process_01/) [2019-05-08].

Homburg, C. & Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, 27(4). ss.347-367. DOI: 10.1002/smj.520

- Hooke, J. (2015). *M&A: A practical guide to Doing the Deal*. New Jersey: John Wiley & Sons, ss. 5-7.
- Howson, P. (2003). *Due Diligence: The Critical Stage in Acquisitions and Mergers*. Aldershot: Gower Publishing Limited, ss. 8.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M. & Covin, J. G. (2004) Meta-analyses of post acquisition performance: Indicators of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), ss-187-200.
- Kuntz, B. (2014). *Organic vs. Inorganic: Which Way To Grow?*  
<https://www.forbes.com/sites/ey/2014/01/14/organic-vs-inorganic-which-way-to-grow/#6c919d902d80> [2019-02-02].
- Kvale, S. (2007). *Ethical Issues of Interviewing*. London: SAGE Publishing.  
 DOI:10.4135/9781849208963.n3
- Lin, Y-Y. & Wei, Y-C. (2006). The Role of Business Ethics in Merger and Acquisition Success: An Empirical Study Carol. *Journal of Business Ethics*, 69(1). ss.95–109. DOI: 10.1007/s10551-006-9070-0
- Lincoln, YS. & Guba, EG. (1985). *Naturalistic Inquiry*. Newbury Park, CA: SAGE Publishing.
- Malterud, K. (2001). *Qualitative research: standards, challenges, and guidelines*. Lancet. DOI: 358. 483–8. 10.1016/S0140-6736(01)05627-6.
- Malterud, K (2009). *Kvalitativa studier i medicinsk forskning*. Lund: Studentlitteratur AB.
- Malterud, K. (2012) Systematic text condensation: A strategy for qualitative analysis. *Scandinavian Journal of Public Health*, 40: 795–805
- Meckl, R. & Theuerkorn, K. (2015). Corporate Social Responsibility as a success factor for M&A Transactions. *European Journal of Business and Social Sciences*, 4(1).
- Mercer, C. (1999). *Financial vs. Strategic Buyers from Mercer Capital's Transaction Advisor*.  
<https://mercercapital.com/article/financial-vs-strategic-buyers/> [2019-05-09].
- Mergermarket. (2019). *Global & Regional M&A Report 2018: Including League Tables of Legal Advisors*. New York City: Mergermarket.
- Nordea (2019). *Vad är ESG?*  
<https://www.nordea.com/sv/hallbarhet/hallbar-verksamhet/vad-ar-ESG/> [2019-02-07].
- Onwegbuzie, A. J & Leech, N. L. (2007). Validity and qualitative research: an oxymoron? *Quality and Quantity*, 41(2). ss 233-249. DOI: 10.1007/s11135-006-9000-3
- Park, K. & Jang, S. (2011). Mergers and acquisitions and firm growth: Investigating restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 30. 141–149.

Patel, R. & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund : Studentlitteratur.

Perry, J. & Herd, T. (2004). Reducing M&A risk through improved due diligence, *Strategy & Leadership*, 32(2). ss.12-19. DOI:10.1108/10878570410525089

Principles for Responsible Investments. (2018). *What is responsible investment?*  
<https://www.unpri.org/pri/what-is-responsible-investment> [2019-02-07].

Principles for Responsible Investments. (2013). *The integration of ESG issues in M&A transactions: Trade buyer survey results*.  
<https://www.unpri.org/private-equity/the-integration-of-esg-issues-in-manda-transactions/112.article> [2019-02-07].

PwC. (2016). *Mergers & Acquisitions: Towards a more prominent role for the Supervisory Board*.  
<https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-mergers-acquisitions.pdf> [2019-02-04].

PwC. (2017). *Trender inom bolagstransaktioner*. Göteborg: PwC.  
[https://www.pwc.se/sv/events/kunskapsdag-gbg-2017/19-trender-inom-bolagstransaktioner.pdf?fbclid=IwAR3PLL05D6KIP-9HSsdr7AWn8-Zz6DAzj8\\_L6-qvd7bE5PeClOLe-ZGTsgc](https://www.pwc.se/sv/events/kunskapsdag-gbg-2017/19-trender-inom-bolagstransaktioner.pdf?fbclid=IwAR3PLL05D6KIP-9HSsdr7AWn8-Zz6DAzj8_L6-qvd7bE5PeClOLe-ZGTsgc) [2019-04-01].

Reichertz, J. (2010). Abduction: The Logic of Discovery of Grounded Theory. *Forum: Qualitative Social Research*, 11(1), Art. 13

Saunders, B., Sim, J., Kingstone, T., Baker, S., Waterfield, J., Bartlam, B., Burroughs, H. & Jinks, C. (2018). Saturation in qualitative research: exploring its conceptualization and operationalization. *Quality & Quantity*, 52(4). ss.1893-1907. DOI:10.1007/s11135-017-0574-8

Savovic, S. (2013). Due diligence as a key success factor of mergers and acquisitions. *Actual Problems of Economics*, 6(144). ss.424-434

Sevenius, R. (2011). *Företagsförvärv*. 2:a uppl. Lund: Studentlitteratur AB.

Schuler, R. & Jackson, S. (2001). HR Issues and Activities in Mergers and Acquisition. *European Management Journal*, 19(3). ss.239-253. DOI: 10.1016/S0263-2373(01)00021-4

Shrivastava, P. (1986), Postmerger Integration. *Journal of Business Strategy*, 7(1). ss.65-76. DOI: 10.1108/eb039143

Stanwick, P. & Stanwick, S. (2001). Overcoming M&A environmental problems. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 13(2). ss. 1-105. DOI:10.1002/jcaf.1221

Statistiska Centralbyrån. (2016). *Rekordår och kriser – så har BNP ökat och minskat*.  
<https://www.scb.se/hitta-statistik/artiklar/2016/bruttonationalprodukten-bnp/> [2019-02-01].

Straub, T. (2007). *Literature Review. In: Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag. DOI:10.1007/978-3-8350-9637-0\_2

Strauss, A. & Corbin, J. (1998). *Basics of qualitative research (2nd ed.)*. Newbury Park, CA: SAGE Publishing.

Sweden. (2018). *CSR in Sweden*. <https://sweden.se/business/csr-in-sweden/> [2019-05-09].  
Tarba, S., Ahammad, F. M., Liu, Y & Glaister, W. K. Knowledge transfer and cross-border acquisition performance: The impact of cultural distance and employee retention. *International Business Review*, 25(1). ss.66-75. DOI: 10.1016/j.ibusrev.2014.06.015

Thomas, D. (2006). A General Inductive Approach for Analyzing Qualitative Evaluation Data. *American Journal of Evaluation*, 27(2). ss. 237–246. DOI: 10.1177/1098214005283748

Walker, C. (2018). 3 Common M&A Pitfalls, and How to Avoid Them. *Harvard Business Review*, 2018 June.

Zollo, M. & Meier, D. (2007). Understanding the Performance of Corporate Acquisitions. *ISSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.1032168

Zollo, M. & Meier, D. (2008). What Is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3). DOI: 10.5465/amp.2008.34587995

# Bilagor

## Bilaga 1 - Intervjuunderlag

Följande områden har berörts i varje intervju:

- **Etik**
    - Godkännande av namnpublicering/anonymitet
    - Inspelningsgodkännande
    - Innehållsgodkännande
  
  - **Allmänt**
    - Nuvarande roll
    - Akademisk/Karriärmässig bakgrund
    - Genomförda förvärv
      - Lyckade/Misslyckade förvärv
  
  - **Definition av lyckat förvärv**
  
  - **Målsättning**
    - Långsiktiga/Kortsiktiga mål
    - Långsiktighet med förvärv
  
  - **Integration**
    - Målbolagens verksamhet efter integration
    - Samarbete mellan bolag
  
  - **Screening**
    - Metod
- Invest
- ringskriterier
- 
- **Värdering**
  - Förhandlingsprocessens utseende
- 
- **Due Diligence**
- 
- **Extern hjälp**
  - Fördelning av arbete
- 
- **Hållbarhet**
  - Utvärdering
  - Resonemang

- Dimensioner
- Annorlunda tillvägagångssätt
  
- **Generellt**
  - Varningsflaggor
  - Största problemen
    - Förebyggande/Elimination
  - Förvärv som tillväxtstrategi
  - Orsak till framgångsrika/mindre framgångsrika förvärv