



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Varför misslyckas Mergers & Acquisitions?

Kandidatuppsats

Industrial and Financial Management

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Höstterminen 2013

Handledare: Ziaeddin Mansouri

Författare: Tor Fardell 900808-

Gustav Ekelius 910217-

Sammanfattning

Författare: Tor Fardell och Gustav Ekelius

Handledare: Ziaeddin Mansouri

Titel: Varför misslyckas M&A?

Inledning: M&A har blivit ett synnerligt omdebatterat område dels för att frekvensen av M&A har ökat och även för att merparten av förvärven inte lyckas uppnå de anteciperade fördelarna med förvärvsprocessen. Det finns undersökningar som tyder på att 60-80 % av alla M&A misslyckas vilket gör ämnet än mer intressant att forska i.

Syfte: Att öka förståelsen för M&A, undersöka de bakomliggande motiven till företagsförvärv och varför de så ofta misslyckas. Genom studien vill vi belysa problematiken i M&A samt få en god inblick i hur en så omfattande bransch som M&A alltjämt misslyckas.

Metod: Vi har valt en kvalitativ metod med abduktiv ansats varpå vi genomfört intervjuer med praktiskt erfarna utövare av M&A för att ta reda på varför företag misslyckas med förvärv. Sekundärdata har hämtats från vetenskapliga artiklar och litteratur. Metoden omfattar vidare uppsatsens validitet och reliabilitet. Det empiriska materialet har analyserats med hjälp av de teoretiska utgångspunkterna.

Teori: Omfattas av grundläggande teoretiska utgångspunkter såsom agency, behavioral och neoklassiskt teori tillsammans med tidigare studier i form av vetenskaplig artiklar för att öka förståelsen för vad som kan föranleda M&A, hur förvärvsprocessen bör ske samt tänkbara orsaker till negativa utfall.

Resultat och slutsatser: Vi har funnit att destruktiva motiv och skild motivbild mellan köpar- och målföretag kan påverka förvärvets utfall negativt vad gäller motiven till företagsförvärv. Vidare visar studien att missbedömning av framtidsutsikter av tillväxtpotential och marknad, bristfällig kunskap om marknad, fel timing, undermålig due diligence, överbetalning, långsam omorganisering och ineffektiv ledning är plausibla orsaker till ett misslyckat företagsförvärv.

Innehållsförteckning

1. Inledning	6
1.1 Definitioner	6
1.2 Bakgrund	6
1.3 Problemdiskussion	7
1.4 Problemformulering	8
1.5 Syfte	8
2. Metod	9
2.1 Metodansats	9
2.1.1 Kvalitativ och kvantitativ data	9
2.1.2 Deduktiv, induktiv och abduktiv ansats.....	9
2.2 Datainsamling	10
2.2.1 Urval av data	10
2.2.2 Tillvägagångssätt	11
2.3 Dataanalys	12
2.4 Validitet & Reliabilitet	12
2.4.1 Trovärdighet	12
2.4.2 Aktörsynsättet	14
3. Teori	16
3.1 Grundteorier	16
3.1.1 Neoklassisk teori	16
3.1.2 Agency Theory	18
3.1.3 Behavioral Economics	19
3.2 Tidigare studier	21
3.2.1 Motiv till M&A	21
3.2.2 Varför misslyckas M&A?	23
3.2.3 Förvärvsprocessen	25

3.3 Sammanfattning	28
4. Empiri	30
4.1 Intervjumaterial	30
4.1.1 Intervju med rådgivare	30
4.1.2 Motiv till företagsförvärv	31
4.1.3 Kritiska moment i en förvärvsprocess	33
4.1.4 Fall av misslyckade förvärv	36
4.1.5 Orsaker bakom misslyckade förvärv	38
4.1.6 Destruktiva motiv	40
5. Analys	42
5.1 Motiv till företagsförvärv	42
5.2 Kritiska moment i en förvärvsprocess	44
5.2.1 Due diligence	44
5.2.2 Snabb omorganisering	45
5.2.3 Rätt pris	45
5.2.4 Framtidsutsikter	46
5.2.5 Kunskap om bransch	46
5.3 Orsaker bakom misslyckade företagsförvärv	47
5.3.1 Misslyckad integration	47
5.3.2 Fel timing	48
5.3.3 Ledningens agerande	49
5.3.4 Kommunikation	51
5.4 Analys av misslyckade förvärv	52
5.4.1 Nolato	52
5.4.2 Stena Line	52
5.4.3 AB GTF	53
5.4.4 Capman	53

5.4.5 Bolag X	54
5.4.6 Lifco	54
5.5 Sammanfattning	55
6. Slutsatser	56
6.1 Reflekterande slutsatser	56
6.2 Studiens bidrag	57
6.3 Vidare forskning	57
Bilaga 1	58
Bilaga 2	59
Bilaga 3	60
Referenslista	62

1. Inledning

Detta kapitel omfattar relevanta och egna definitioner, bakgrund till studien, problemdiskussion samt syfte med studien. Avsnittet innehåller även en huvudfrågeställning och fyra delfrågor.

1.1 Definitioner

<i>M&A</i>	Står för Merger och Acquisition, där <i>företagsförvärv</i> är den svenska motsvarigheten.
<i>Merger</i>	Sammanslagning av två bolag i frivillig process
<i>Acquisition</i>	Uppköp av ett annat bolag eller dess tillgångar
<i>Due Diligence</i>	Företagsbesiktning inför ett företagsförvärv
<i>Private equity-bolag</i>	Bolag som enbart investerar i onoterade bolag eller köper hela publika bolag så att de blir avnoterade

1.2 Bakgrund

M&A innebär att ett köpande företag köper ett målföretag eller delar av ett målföretag (Bild et al. 2002). De två begreppen *merger* och *acquisition* har olika innebörd. *Merger* syftar till en sammanslagning av två företag i en frivillig process och *acquisition* är ett köp av ett annat företag eller dess tillgångar (Jones, 2004).

Globalisering, konkurrens och en dynamisk marknad har gett upphov till en avsevärd förändring i världsekonomin och i hur verksamheter bedrivs. Biljontals dollar har spenderats på M&A av hundratusentals bolag. För att befästa och bevara sin konkurrenskraft har många företag gått samman med olika motiv som att expandera över nya marknader, införliva nya teknologier och/eller förbättra sina intäkter. M&A spelar en stor roll i formgivningen av företagslandskapet under antagandet av att det sammanslagna bolaget ska erhålla ett större värde än de två bolagen separat (Vazirani, 2012).

M&A:s sker i vågor där perioder av mer intensiv fusionsaktivitet sker följt av perioder med avtagande aktivitet. "Great Merger Movement" varade i tio år och kännetecknades av horisontella företagsförvärv i början av 1900-talet. Syftet var framför allt att öka marknadsandelar vilket ledde till större företagskonstellationer och monopol. U.S. Steel grundades av J.P Morgan under den här perioden och var resultatet av ett flertal sammanslagna stålföretag. Vågor inom M&A inträder när

tillväxten i ekonomin ökar och den därmed aggregerade efterfrågan växer, när lagar och regelverk ändras och vid snabb teknologisk utveckling (Gaughan, 2007). Vidare förekommer vågor av M&A vid olika tidpunkter beroende på bransch (Jones, 2004).

Trots hög aktivitet av M&A visar undersökningar att merparten av dem är misslyckade eller värdeneutrala i bästa fall. Det finns undersökningar som tyder på att 60-80 % av alla M&A:s misslyckas. Även vid lyckade M&A:s är det stor sannolikhet att konkurrenter drar nytta av förvärvet för att nå strategiska eller ekonomiska konkurrensfördelar (Bruner, 2004). Det är därför viktigt för det köpande företaget att noggrant utvärdera och analysera potentiella företagsförvärv och därmed minska risken för felaktiga beslut (Herath et al. 2002).

1.3 Problemdiskussion

M&A har fått allt större uppmärksamhet från aktiemarknad och allmänhet det senaste årtiondet. Dels för att frekvensen av M&A har blivit avsevärt mycket högre världen över, men även för att merparten av dem inte uppnått de anteciperade fördelarna med förvärvsprocessen, d.v.s. man har inte lyckats skapa någon form av synergieffekt (Vazirani, 2012). Den senaste forskningen har således snarare kastat negativa blickar mot M&A än att istället framföra de tänkbara fördelarna med denna typ av strategi. Misslyckade M&A:s har kommit att bli ett synnerligen omdebatterat område inom företagsekonomi, eftersom själva förvärvsprocessen är komplicerad och varierar kraftigt i termer av bolagskaraktär, men även eftersom de negativa utfallen är vanligare än de positiva. Bellinger & Hillman (2000) exempelvis, har med ett skeptiskt förhållningssätt undersökt 200 olika fall av M&A, för att utröna problematiken i integreringen mellan bolag på organisatorisk nivå. Den negativa attityden inom forskningen har också medfört att det uppkommit flera tänkbara anledningar till i vilken del av förvärvsprocessen som ger upphov till att utfallen av M&A sällan rimmar med motiven bakom aktiviteten. En del av denna forskning påstår att problem ofta uppstår i själva integreringsmomentet, men även i aktiviteter innan själva integreringen (Bellinger & Hillman, 2000). Man anspelar bl.a. på att misslyckade M&A ibland kan härröra från svårigheter i samverkan och koordination mellan mål- och köparföretag (Banal-Estañol & Seldeslachts, 2011). Vidare har man inriktat sig på att företagsledningen skulle vara vilseledda bland motiven till att genomföra ett företagsförvärv och där man pekar på att bristande omdöme skulle kunna vara förklaringen till ett så stort antal misslyckade företagsförvärv. Forskningen har även fokuserat på att försöka hitta samband

mellan olika branscher för att se om vissa typer av M&A lyckats bättre än andra. Strategier har givit viss riktning mot variation inom M&A i termer av olika ekonomiska grunder för transaktioner. Trots omfattande forskning inom området är man överens om att de flesta företagsförvärven misslyckas (Angwin, 2007).

Det ter sig således relevant för oss att belysa problematiken i varför M&A oftast misslyckas. Följaktligen bör hela förvärvsprocessen beaktas, eftersom den inneboende komplexiteten försvårar förståelsen för hur orsakerna kan figurera som förklaring till misslyckade utfall. Det är alltså även lämpligt att inrikta sig på vilka motiv som ofta ligger bakom beslutet eftersom motiven är de avgörande faktorerna till beslutsfattandet (Walter & Barney, 1990). Är synergier alltid det som eftersträvas eller finns det andra motiv som ligger bakom ett förvärv? Sammantaget kretsar problematiken kring varför M&A så ofta är av destruktiv art, var i förvärvsprocessen det kan uppstå komplikationer och hur motiven bakom detta strategiska beslut är relaterade till de negativa utfallen.

1.4 Problemformulering

Huvudfråga	Varför misslyckas M&A?
<i>Delfrågor</i>	<i>Vilka är de vanligaste motiven bakom M&A?</i>
	<i>Kan motiv vara destruktiva?</i>
	<i>I vilken del av förvärvsprocessen är det störst risk för snedsteg?</i>
	<i>Vilka orsaker kan ligga bakom misslyckade M&A?</i>

1.5 Syfte

Syftet med denna uppsats är att öka förståelsen för M&A, undersöka de bakomliggande motiven till företagsförvärv och varför de så ofta misslyckas. Genom denna studie vill vi belysa problematiken i M&A samt få en god inblick i hur en så omfattande bransch som M&A alltså misslyckas.

2. Metod

Detta avsnitt beskriver vår valda metodansats samt insamling och hantering av data. Vi berör även validiteten och reliabiliteten i denna uppsats.

2.1 Metodansats

2.1.1 Kvalitativ och kvantitativ data

Kvalitativ data avser en djupare och mer deskriptiv information, medan kvantitativ data avser en stor mängd observationer. Med kvantitativ data kan man lättare göra generaliseringar av resultatet och på så vis yttra sig om ett större urvalsunderlag (Jacobsen, 2007). Det kan dock hända att man inte kommer tillräckligt nära in på studieområdet och resultatet tenderar att bli för ytligt (Jacobsen, 2007).

Problemformuleringen var avgörande för vilken typ av data som kommer att anammas i denna uppsats. Problematiken i denna uppsats kretsar kring djupt rotade och komplicerade problem, eftersom det ju är ett såpass kontroversiellt område med många faktorer och perspektiv inblandade. För att kunna få dra slutsatser kopplade till vår problemformulering anser vi att det krävs en mer djupgående och utredande undersökning av ämnet. Vi ser inte en kvantitativ metod som det optimala tillvägagångssättet eftersom det finns risk för att missa relevant data och istället fånga ytlighet vilket kan vara ett hinder för att kunna dra välgrundade slutsatser. Med detta menar vi att en kvalitativ metod lättare kan tillhandahålla relevant empiriskt material för att få en djupare förståelse av vår problemställning och faktorerna som ligger bakom.

2.1.2 Deduktiv, Induktiv och Abduktiv ansats

Enligt Jacobsen (2007) finns det två olika typer av metodansatser att utgå ifrån vid empiriska undersökningar inom företagsekonomi. Den ena kallas deduktiv ansats i vilken forskaren utgår från teoretiska utgångspunkter, varpå denne insamlar empiriskt material för att i sin tur kunna väga detta mot teorin. Forskaren baserar således ny forskning på existerande teorier. I den deduktiva ansatsen utformas ofta hypoteser som sedan provas utifrån det empiriska materialet. Den andra typen av tillvägagångssätt kallas induktiv ansats, vilken är en omvänd approach jämfört med den deduktiva. Forskaren utgår här istället från insamlat empiriskt material, för att därefter kunna generera teorier utifrån det observerade materialet. Till skillnad från den induktiva ansatsen är den deduktiva ett sätt

att testa teorier, snarare än att generera nya (Bryman, 2009). En tredje typ av ansats är den abduktiva, vilken är en kombination av deduktiv och induktiv ansats (Jacobsen, 2007).

Kritik rörande den deduktiva ansatsen pekar på att man kan kontrollera forskningen eftersom att man tidigt vet vilken typ av empiriskt material man eftersöker. Det ska dock tilläggas att forskaren här lättare kan urskilja relevant från irrelevant data, varpå denne kan hålla sig inom ett lämpligt ramverk. Den induktiva metoden baseras istället inte på några förväntningar, varför irrelevant empiriskt material lättare kan uppkomma. Denna typ är dock mer mottaglig för ny information, då forskaren inte baserar sin datainsamling på redan befintliga teorier. Om forskaren i fråga redan har kännedom om vad som skall utrönas, rekommenderas en deduktiv ansats (Jacobsen, 2007).

Vi har valt att använda en abduktiv ansats i vår studie. Forskningsområdet i fråga är synnerligen mångfasetterat, med mången olik teori, varför vi valde att utgå från den befintliga teorin. Vi har även relaterad denna teori med verkligheten för att slutligen kunna formulera egna hypoteser. Vi har samlat in kvalitativt empiriskt material, utifrån teoretiska överväganden, för att kunna koppla dem samman i syfte att dra hållbara slutsatser. Teorierna och det insamlade empiriska materialet står som fundament för de slutliga hypoteserna i denna studie. I enlighet med valet av den kvalitativa metoden kommer även en abduktiv ansats tillhandahålla den relevans av data vi anser krävs för att kunna uppnå syftet med denna uppsats.

2.2 Datainsamling

2.2.1 Urval av data

När man gör ett urval av data talar man om två olika typer av källor, sekundärdata och primärdata. Det är essentiellt att man skiljer primärdata från sekundärdata eftersom primärdata anses mer tillförlitliga än sekundärkällor eftersom de är oberoende av andra källor. Primärkällor ger förstahandsinformation där informationen är ursprungligt källmaterial. Det kan till exempel vara skrivet av en person som presenterar en egen teori eller egna observationer, intervjuer och enkätundersökningar. Sekundärdata är information som samlats in av externa källor så som artiklar i dagspress och läroböcker. För att nå en slutsats krävs information från flera sekundärkällor alternativt en kombination av sekundärkällor och primärkällor, för att på så sätt säkerställa kvalitet och validitet (Bryman & Bell, 2005).

I vår rapport har vi haft möjlighet att använda oss både av primär- och sekundärdata då det finns en omfattande teoretisk referensram med djupgående forskning inom området. Vi har tagit del av vetenskapliga artiklar för att kunna avgöra vad som är relevant och för att tillämpa en kvalitativ förståelse av datan. Primärdatan härrör från intervjumaterialet.

2.2.2 Tillvägagångssätt

Vi har valt att inrikta uppsatsen på både *mergers* och *aquisitions*, då vi anser att båda typer av förvärv är nödvändiga för kunna besvara våra problemformuleringar. Vidare anser vi att det är intressant att beakta problematiken ur ett bredare perspektiv.

Vi har genomfört noggranna studier av M&A där vi använt oss av relevanta vetenskapliga artiklar, tidsskrifter samt vetenskaplig litteratur som grund för våra litteraturstudier. Vi har främst behandlat teori kopplat till problematiken till varför M&A misslyckas och även de bakomliggande motiven till M&A. I studierna har vi undersökt och tittat närmare på andra närliggande områden inom M&A som kan vara anslutna till problemkomplexet som vi undersökt, för att få en så god förståelse som möjligt. Vi har även använt oss av Business Source Premier som är en forskningsdatabas inom ekonomiområdet.

Uppsatsen kommer vidare behandla en intervju med en erfaren rådgivare inom M&A för att på så sätt få en djupare och bättre inblick i M&A. Intervjun omfattar rådgivarens perspektiv på hur företag i praktiken ser på problematiken som vi vill belysa inom M&A. Vi kommer även be rådgivaren rekommendera ett antal företag att ta kontakt med och hänvisa oss till relevanta nyckelpersoner som kan tillhandahålla den information vi eftersöker.

För att samla primärdata har vi valt att utföra 8 intervjuer med personer som har relevanta och djupa erfarenheter av företagsförvärv. Med hjälp av intervjuerna kan vi jämföra vår teoretiska referensram med hur det ser ut i praktiken. För att väcka intresse hos företagen har vi valt att skicka ut ett längre yttrande om vår problematik och mål med uppsatsen, varvid vi fått positiv respons och flera bokade intervjuer. Intervjuerna består av fem olika frågor som är formulerade för att respondenterna ska ge oss så uttömmande svar som möjligt. Dessa återfinns i Bilaga 1. Vi valde att använda oss av semi-strukturerade intervjuer. Detta innebär att man utgår från ett antal specifika frågor, men att

respondenten får utforma sina svar på eget sätt (Bryman & Bell, 2005). Respondenten är här alltså delvis styrd av frågorna men intervjun blir mer flexibel då frågeföljden inte är viktig och man får, som intervjuare, också möjlighet att ställa följdfrågor (Bryman & Bell, 2005).

Utifrån rådgivarens rekommendation erhöll vi ca 30 förslag på bolag med som årligen genomför förvärv och som även har goda erfarenheter inom området. Vi kontaktade bolagens Chief Financial Officer (CFO), Chief Executive Officer (CEO) och Investment Manager. 8 av bolagen kunde ställa upp på intervju inom vår angivna tidsram, varpå dessa fick utgöra det empiriska materialet i denna uppsats. Vi har i första hand eftersträvat att genomföra alla intervjuer personligen, men p.g.a. både vår och respondenternas korta tidsfrist, har detta inte varit möjligt. Sex intervjuer har genomförts via telefon, en under ett personligt möte i centrala Göteborg och en via mail. Mailintervjun utgjordes av en konversation. Alla intervjuer varade under ca 40 minuter.

2.3 Dataanalys

Intervjumaterialet har transkriberats för att sedan systematiseras till olika kategorier, baserade på våra problemformuleringar och syftet. Materialet har även analyseras på en deskriptiv och kritisk basis i form av löpande text, med utgångspunkt ur de teorier som existerar inom ämnet.

Detta har skapat ett bra underlag för vidare analys kopplad till och härrörd från vår framtagna teoretiska referensram. Vi har alltså kunnat urskilja likheter och skillnader med de teoretiska utgångspunkter som berör orsakerna till misslyckade M&A samt de bakomliggande motiven till dem. Detta har skapat utrymme för oss att behandla autentiska erfarenheter av företagsförvärv gentemot befintlig forskning inom samma ämne. Vi har även att utforma en modell som lättare kan illustrera var i den komplicerade förvärvsprocessen av M&A som problemen uppstår och vilka orsaker som kan föranleda misslyckanden.

2.4 Validitet & Reliabilitet

2.4.1 Trovärdighet

Enligt Bryman (2009) kan man inte utvärdera kvantitativ och kvalitativ forskning på samma sätt. Inom kvalitativ forskning använder man således begreppen *trovärdighet* och *äkthet*.

Trovärdigheten beskrivs sedan som fyra kriterier:

- *tillförlitlighet* som motsvaras av intern validitet
- *överförbarhet* som motsvaras av extern validitet
- *pålitlighet* som motsvaras av reliabilitet
- *konfirmation* som motsvaras av objektivitet

Via intervjuerna har vi fått tillgång till primär data från erfarna utövare med god inblick i M&A vilket bör öka tillförlitligheten i rapporten. Enligt Graneheim och Lundman (2004) ska man hitta de viktigaste meningsbärande enheterna för att inte tappa betydelsen i kondenserings- och abstraktionsprocessen. Vidare menar de att ingen irrelevant data får inkluderas eller relevant data exkluderas eftersom det påverkar tillförlitligheten. Rapporten skrivs under en begränsad tidsperiod vilket kan påverka rapportens validitet och reliabilitet. Det finns således risk för att vi kan ha missat att inkludera viss data alternativt uteslutit viss data som skulle kunna påverka validiteten. Enligt Graneheim och Lundman (2004) kan man förbättra tillförlitligheten genom att diskutera problematiken och frågor med en kollega. Vi har haft möjlighet att diskutera och resonera med varandra under uppsatsen gång men också möjligheten att ställa frågor till våra intervjupersoner som bidragit till ökad tillförlitlighet i uppsatsen.

Överförbarhet syftar, enligt Graneheim och Lundman (2004) till hurvida resultatet av en studie kan överföras till andra grupper och miljöer. Genom en klar och tydlig redovisning av datainsamlingen och analysprocessen kan man öka överförbarheten. Vi har dock ingen möjlighet att påverka överförbarheten i ovanstående kontext eftersom det främst berör kvantitativa studier.

Pålitligheten bygger på hur andra forskare har möjlighet att få inblick och förståelse för uppsatsen och den framtagna forskningen. Genom att redovisa forskningsprocesser, anteckningar och andra delar i uppbyggnaden av uppsatsen kan man öka transparensen och pålitligheten enligt Graneheim och Lundman (2004). I vår uppsats har vi redovisat samtliga intervjuer och analysprocesser som leder fram till vår slutsats för att öka pålitligheten.

Konfirmation handlar om att uppsatsen således skrivs i god tro och att man inte blandar in personliga åsikter utan förhåller sig helt objektiv till den teoretiska referensramen (Graneheim & Lundman,

2004). Enligt Arbnor och Bjerke (1994) är värdeomdömen en förutsättning för våra sinnesupplevelser vilket innebär att objektivitet som man normalt uppfattar det i vetenskapliga sammanhang inte kan existera. Tolkningarna i vår studie är således subjektiva, men har vetenskaplig förankring i vår akademiska kunskap inom företagsekonomi.

Validiteten av grundläggande litteraturstudier anser vi vara hög med tanke på att data inhämtas från validerade källor såsom vetenskapliga artiklar, aktuella tidskrifter samt vetenskaplig litteratur. Vidare kan primärkällornas validitet ifrågasättas då det inte går att säkerställa att respondenterna är helt objektiva i sina frågor och bedömningar. Vi anser att det finns viss risk att respondenterna tillbakahåller viss information speciellt då frågeställningen fokuserar på misslyckade förvärv. Genom att även intervjua tidigare nyckelpersoner som inte längre är aktiva inom området hoppas vi på att kunna få mer ingående information och på så sätt öka uppsatsen validitet. Samtidigt vill vi i största utsträckning undvika att vinkla våra intervjufrågor på det att vi ska få ett så objektivt och neutralt svar som möjligt. Intervjupersonerna har inte varit aktiva inom samma bransch vilket kan begränsa vår förmåga att dra slutsatser men ger samtidigt en bättre överblicksbild. Det har inte funnits möjlighet att genomföra intervjuerna på ett enhetligt sätt vilket kan påverka validiteten ytterligare.

2.4.2 Aktörsynsättet

Enligt Arbnor och Bjerke (1994) måste man se begreppen *reliabilitet* och *validitet* ur två olika synsätt beroende av vilken typ av data som behandlas. Aktörsynsättet åsyftar kvalitativ data vilket gör detta relevant i denna studie. Vad gäller *reliabiliteten* kan man med ett aktörsynsätt inte kontrollera reliabiliteten, d.v.s. upptäcka osystematiska fel genom upprepad mätning av resultatet, eftersom flertydighetens och den sociala strukturens logik inte går att kvantifiera. I vår studie är detta alltså inte applicerbart eftersom det empiriska materialet baseras på förståelse och tolkning, av den framtagna informationen, med aktörerna. *Validiteten* handlar, med ett aktörssynsätt, om hur kunskaparen i den särskilda dialogen kommit i besittning av gensvar, som tyder på att dennes tolkning är riktig för att studien ska vara tillräckligt trovärdig. Detta blottlägger om resultatet kan överföra dialogen för att påbörja handlingar i ett förstående, frigörande och nyskapande perspektiv (Arbnor och Bjerke, 1994). Således innebär detta hur man lyckas överföra de viktiga begreppen utifrån den förståelse vi erhållit för att skapa en plattform för vidare diskussion inom området. I

studien har tolkningarna genomförts tillsammans med erfarna aktörer inom området vilket ökar riktigheten och validiteten vilket skapar en god plattform för vidare handlingar.

3. Teori

Detta kapitel framhåller grundteorier och tidigare studier, vilka är kopplade till det undersökta ämnet. Avslutningsvis sammanfattas teorin samt hur den kommer fungera som analysverktyg.

3.1 Grundteorier

3.1.1 Neoklassisk teori

Neoklassisk teori bygger på antagandet om en *economic man* som har tillgång till perfekt information, agerar helt rationellt, är kapabel till att utesluta alternativ och har ett tydligt mål att maximera sin nytta (Jacobsen och Thorsvik 2002). Inom M&A innebär det att transaktioner av företagsförvärv endast ska ske när förvärven ökar aktieägarnas värde.

Källor till synergier

För att ta avstamp i neoklassisk teori gällande M&A, kan det vara förvånande att företagsförvärv så ofta misslyckas. Kriteriet för att genomföra ett förvärv är således att företagen ska vara värda mer tillsammans än separat. Om det kriteriet uppfylls kommer förvärvet skapa värde (Brealey et al. 2008). Analyser av företagsförvärv bör ta hänsyn till och ifrågasätta varför företagen är värda mer tillsammans än separat. Studier pekar på att sammanslagning av det köpande företaget och målföretaget kan leda till ökat värde vilket också stöder teorin om synergier inom M&A (Weston et al. 2004). Det finns risk för det köpande företaget betalar för mycket för den potentiella värdeökningen av företagsförvärvet. Vid utvärdering av företagsförvärv är det därför viktigt att vara medveten om källan till det ökade värdet av förvärvet, vilket i det här fallet är synergier. Synergier är det ekonomiska värdet av vad företag är värda sammanslagna. Det hänförs också till som ”2+2=5 effekten”. Synergier kan också medföra strategiskt värde för det köpande bolaget och en alternativkostnad kan undvikas. De strategiska värdena kännetecknas också av fördelar eller nackdelar som kan tillfalla konkurrenter vid ett företagsförvärv (Blunck 2009). En positiv effekt är till exempel om förvärvet bidrar med ökad lönsamhet inom industrin. En negativ effekt för konkurrenterna vore om företagsförvärvet ger det köpande bolaget en konkurrensfördel.

Öka marknadsinflytande

Företagsförvärv fokuserar ofta på att öka sin kontroll på marknaden, kontrollera pris och utbud exempelvis (Gugler et al. 2003). De är således drivna av att öka sitt inflytande på marknaden. Det köpande bolaget kommer öka i storlek och sin marknadsandel. Företaget kommer höja priserna och minska utbudet för att maximera sin lönsamhet. Det är enligt Gugler et al. (2003) mestadels större företag som tillämpar den typen av strategi i dagens läge.

Kostnadsreduktion

Ett annat direkt inflytande av värdeskapande i företagsförvärv är kostnadsreduktion. Företagsförvärv kan utnyttja stordriftsfördelar, *economies of scale* för att sänka totala kostnader för företaget. De kan också utnyttja *economies of scope*, d.v.s. stordriftsfördelar genom distribution. Mindre företagsförvärv motiveras istället av ökad effektivitet. Vidare säger teorin att relativa fördelar minskar ju större företaget blir (Gugler et al., 2003).

Ökad effektivitet inom ledningen

En tredje källa inom synergi syftar till att minska ineffektiviteten hos ledningen genom företagsförvärv. Manne (1965) argumenterar för att en mindre kompetent ledning kommer minska aktievärdet på företaget, tills det finns incitament för att tillsätta en ny ledning som kommer återställa värdet på aktien hos företaget. Dock menar Brealey et al. (2008) att man inte ska bortse från fördelarna med att slå ihop två företags tillgångar och att företagsförvärv bara är en mekanism där den gamla ledningen byts ut mot en ny ledning.

Övriga synergikällor

Genom att dela expertis och kunnande mellan företagen kan man uppnå positiva synergieffekter. Man kan också uppnå förhandlingsbaserade synergieffekter, till exempel förhandla ner inköpspriser hos leverantörer (Goold and Campbell, 1998).

Separat kan inte varje synergi var för sig skapa en hållbar konkurrensfördel. Således måste en strategisk anpassning vara genomförbar på alla nivåer och understryker samtidigt att det är en komplex uppgift att skapa synergier genom förvärv (Das & Teng, 2000).

3.1.2 Agency Theory

M&A kan sluta i att värden förstörs snarare än att skapa synergier, även om managers agerar fullkomligt rationellt. Litteraturen om *agency theory* belyser hur managers intresse i att maximera sin egen nytta kan leda till beslut som inte är i linje med aktieägares intresse. Detta beteende är ett resultat av opportunism, snarare än irrationellt beteende.

Nexus of contracts theory

Teorin ser ett företag endast som en samling av kontrakt mellan olika parter – aktieägare, managers, anställda, kunder, leverantörer osv. Kontraktet utgör en *agency relation* under vilken en eller flera personer (*the principal(s)*), anlitar en annan person (*the agent*) för att utföra tjänster i dess/deras räkning, vilket innebär en delegering av viss beslutsfattande makt till *the agent*. Om båda parter i relationen är nyttomaximerare, finns det goda anledningar att tro att *the agent* inte alltid kommer agera i bästa intresse för *the principal* (Jensen & Meckling, 1976). Detta har sedermera kommit att kallas *principal-agent-problemet*. En sådan situation kan uppstå i flera sammanhang men illustreras ofta som en problemrelation mellan ägare (*principal*) och manager (*agent*), i ljuset av asymmetrisk information mellan de båda. Separationen av ägarskap och management antyder att managers, istället för att maximera värdet för aktieägare, kan agera utefter egna finansiella intressen. Detta problem kommer förstöras ju mer spritt ägarskapet är, eftersom aktieägare då inte kommer ha incitament till att övervaka managers (Hendrikse, 2003). Problemet uppstår p.g.a. det faktum att det finns informativa asymmetrier mellan ägare och manager.

De mest väsentliga beteenderelaterade problemen kopplade till *agency theory* är *moral hazard*. Detta uppstår när *the agent* agerar med mindre försiktighet, eftersom att denne inte fullt ut påverkas av de negativa konsekvenserna från sin egna beteende. Detta kan undvikas genom att skapa incitament för *the agent* via bonusar eller *monitoring* (övervakning) genom t.ex. styrelsen (Jones, 2004).

Agency problems

Om *principal-agent-problemet* är gällande, kan en negativ avkastning för köparbolaget bero på att M&A är motiverat av managers egenintresse (Sudarsanam, 2003). Managers skapar alltså en inbillning av en synergistisk effekt och överbetalar köpet av målbolaget p.g.a. egenintresse.

Asymmetrisk information uppstår lätt vid företagsförvärv, då managern ofta besitter mer information om prospekten.

Empire Building och FCF-theory

Om managers inte har anständiga långsiktiga incitament kan aktieägare exponeras för *empire building*. Managers tenderar att föredra att driva stora verksamheter än små, vilket gör att de sannolikt kommer genomföra M&A. Risken för ett sådant beteende är större i företag med stort fritt kassaflöde (*free-cash-flow/FCF*). Istället för att göra utdelningar till aktieägare har managers incitament till att åta sig M&A som visar sig vara värdeförstörande (Jensen, 1986).

Förskansning av ledningen

Denna typ av *agency-relaterade* problem uppstår när managers gör sig själva värdefulla för aktieägare och dyra att ersätta. Ledningen har större incitament till att investera i projekt med högre värde under sina vingar än någon annan ersättares (Shleifer & Vishny, 1989). Sådana projekt kan då bli favoriserade, trots att investeringarna inte är värdemaximerande. Ledningen gör det medvetet dyrare att ersätta dem. Om ledningen anser sig själv bättre lämpad för hantering av ett förvärv, kommer den åta sig detta även om det är värdeförstörande. Detta tvingar aktieägarna att behålla dem eftersom de vet bäst.

3.1.3 Behavioral Economics

Beteendemässiga fenomen förklarar också hur managers kan agera i strid med aktieägares intressen, men som istället är ett resultat av managers misstag. Denna teoridel förklarar irrationella motiv och beteenden, vilka skapar ytterligare förståelse för orsakerna till misslyckade företagsförvärv.

Heuristik

När individer behöver fatta avgörande beslut, som ett M&A, genomgår de flera mentala processer. Processerna antyder att man ofta använder förenklade strategier för att hantera komplicerade beslut. Detta kallas *heuristik* och används av managers för att underlätta beslutsfattandet och för att i sin tur nå en lösning (Kahneman & Tversky, 1973). En snabb beslutsprocess kan vara praktisk, men kan samtidigt resultera i suboptimala lösningar. Vad gäller M&A är *flockbeteende* ett resultat av ovanstående heuristik.

Flockbeteende

Heuristiskt beteende kan förklaras av asymmetrisk information, då det kan vara svårt och dyrt att anskaffa information. Flockbeteende är ett beteende som sparar tid, minskar kostnaderna och som helt enkelt innebär att man förlitar sig på andras information.

Benägenheten för flockbeteendet antyder en imitation av andra verksamheters strategier. Detta motsätter det resursbaserade synsättet i vilket hållbara konkurrensfördelar (SCA:s) uppnås genom att den förvärvade synergien, i detta fall, ska vara värdefull, sällsynt och oefterhärmlig (Barney, 2002). Med stort antal budgivare och förutsatt att flockbeteende föreligger, kan således risken att källan till synergier inte är sällsynta och oefterhärmliga uppstå. Det föreligger här också en risk för överbetalning.

En annan viktig aspekt inom samma område är kopplingen mellan flockbeteende och anseende. Genom att härma utomstående managers beteenden, kan en manager dela skulden med dessa. Ett misslyckat förvärv skadar då inte managers anseende lika mycket som om denne skulle gå emot trenden och misslyckas. Detta uppstår främst inom vågor av M&A (Scharfstein & Stein, 1990).

Förankring

Genom förankring till representativa värden förenklas beslutsprocessen. Dessa kan dock vara godtyckliga. Under vågor av M&A, kan köparbolaget missa en övervärdering av målbolaget eftersom värdet är förankrat med liknande bolag vilka också är övervärderade. Detta förklarar att misslyckade M&A ofta uppstår under vågor av M&A, när budgivarna är många (Stracca, 2002).

Hybris

Det finns en tydlig koppling mellan hybris och M&A eftersom det finns forskning som pekar på att managers har en tendens till att överskatta sin förmåga vid komplicerade transaktioner så som företagsförvärv. (Klayman et al. 1999). Hybris är således ett uttryck för M&A som säger att det köpande företaget betalar ett för högt pris för målföretaget. Det höga priset förklaras dels av att ledningen överskattar sin förmåga att driva förvärvet och dels i en överskattning av värdet av de potentiella synergier. (DePamphilis 2008). Det innebär också att det finns en större chans att en ledning som kännetecknas av hybris kommer betala ett överpris för målföretaget.

Värdeförstörande aktiviteter inom M&A kan uppstå när managers grundar sina beslut på en instinktiv bedömning, snarare än på en korrekt värdering. Överdriven optimism och övertro på sig själv kan medföra stora kostnader och förvärv som inte skapar något värde. (Malmendier and Tate 2004).

Känslighet för investeringar i relation till kassaflöde

Teorin säger att managers som överskattar sin förmåga kommer övervärdera företagsförvärv. Om företaget har mycket kontanter behövs ingen extern finansiering, och managers kan använda kontanterna till att genomföra företagsförvärv som visar positivt NPV men som egentligen är värdeförstörande för företaget. (Shefrin 2007).

Bekräftelsefällan

Människor söker efter information som ligger i linje med vad de själva tror på och lägger för lite tid på att ifrågasätta sitt eget perspektiv (Bazerman and Moore 2009).

Inom M&A kan det beskrivas som att ledningen söker information som bekräftar att deras företagsförvärv kommer vara lönsamt. Förvärvet kommer således bli beroende av tiden det tar för ledningen att söka efter den information de behöver för att få bekräftat att företagsförvärvet exempelvis är lönsamt. Sökandet av information kan alltså förlänga förvärvsperioden. (Bazerman and Moore 2009)

3.2 Tidigare studier

3.2.1 Motiv till M&A

1998 publicerades ”If most mergers fail why are they popular?”, en studie av Brouthers, van Hastenburg och van den Ven. Studien kritiserade metodiken att mäta utfallet av företagsförvärv endast utifrån ett enstaka motiv. Tidigare litteratur hade syftat till att företagsledningar hade fokuserat på ett mål, oftast lönsamhet eller aktieägarvärde. Man menade att om företagsledningar endast fokuserar på ett mål kommer man undervärdera vikten av andra motiv eller mål för att genomföra företagsförvärvet. För att uppnå sitt syfte presenterade forskarna en metodologi för att utvärdera företagsförvärvs framgång som bygger på flera motiv, viktiga framgångsfaktorer och flera prestationsmått. Författarna ville visa på varför företagsledningar upplever att företagsförvärv lyckas, trots tidigare forskning som bevisar motsatsen. (Brouthers et al. 1998)

Studien betonar tre tydliga kategorier som huvudmotiv till företagsförvärv. Ekonomiska motiv, strategiska motiv och personliga motiv. De ekonomiska motiven för ett företagsförvärv har som mål att förbättra företagets ekonomiska prestation. Motiven avser stordriftsfördelar, vinst, riskspridning, kostnadsreduktion, att inta en defensiv position och svar på marknadsmisslyckande.

Strategiska motiv så som synergieffekter, global expansion, förbättrad marknadsposition, förvärva nya resurser och förbättra konkurrenssituationen driver företag till att (1) köpa konkurrenter eller (2) skapa höga inträdesbarriärer på marknaden eller utöka produktionen.

Personliga motiv baseras på företagsledningen egen vilja till att göra företagsförvärv. Motiv utgör till exempel ökad prestige genom en ökad försäljning och tillväxt, ökad ersättning/lön samt företagsledningens vilja att integrera ett nytt bolag för att således öka storleken på företaget.

För att uppnå ett resultat med sin metodologi gjorde författarna en undersökning på börsnoterade företag i Holland 1994. Man skickade ut en enkät till 47 börsnoterade företag varav man fick svar från 17 gällande 33 företagsförvärv (Brouthers et al. 1998).

Att mäta utfallen av företagsförvärv har varit ett utav de största problemen i forskningen inom M&A området. Författarna pekar på tre anledningar till varför man misslyckas med att mäta om ett företagsförvärv varit framgångsrikt eller om det misslyckats. (1) Endast ett prestationsmått användes och ledningen försökte tillfredsställa flera motiv. (2) Det ekonomiska prestationsmålet som användes var inte ett utav ledningens motiv till företagsförvärvet och kan således inte mäta utfallet. (3) Om storleken på företagen skiljer sig för mycket misslyckas vanligtvis företagsförvärvet och blir svårt att mäta utfallet (Brouthers et al. 1998).

I studien föreslår författarna att man ska använda ledningens ursprungliga mål för att mäta utfallet och graden av framgång för ett företagsförvärv istället för att se till ekonomiska mått på lönsamhet alternativt aktieägarvärde. Författarna använde 17 motiv som presenteras i tidigare litteratur i sin enkätundersökning till de börsnoterade företagen. (Brouthers et al. 1998)

Företagsledningen i respektive företag fick sedan ranka de 17 motiven från 1 till 7, där 1 är ett oväsentligt motiv och 7 ett väldigt viktigt motiv. Resultaten baserades på vilken kategori som ansågs viktigast samt vilket avsidens motiv ledningen ansåg viktigast.

Som tidigare forskning antytt var de ekonomiska motiven mest essentiella följt av strategiska och till sist de personliga motiven. Dock framgick det av enkäten att ledningarna fortfarande lade vikt vid strategiska och personliga motiv vilket indikerar att de använder sig av multipla motiv för företagsförvärv (Brouthers et al. 1998).

De enskilt fem viktigaste motiven enligt undersökningen var:

Att uppnå marknadskraft, att öka lönsamhet, stordriftsfördelar som avser marknadsföring, att öka aktieägarvärde och att öka försäljning.

Brouthers, van Hastenburg och van den Ven slutsats av sin forskning är att de kommit fram till ett nytt sätt att mäta misslyckande eller framgång inom företagsförvärv. (1) Företagsledningen har multipla motiv för att genomföra förvärvet och (2) utfallet skall sedan mätas och jämföras utifrån de mål som ledningen satt upp, inte nödvändigtvis mot ekonomiska mål. (3) Författarna tror att företagsförvärv kan skapa nytta och öka prestationen inom flera områden i ett företag och således borde fler motiv och mål tillämpas vid utvärdering av förvärvet.

3.2.2 Varför misslyckas M&A?

Fynden från empiriska studier tyder på att M&A ofta misslyckas och skapar inte värde eller välstånd för aktieägarna i det förvärvande bolaget (Chakravorty, 2012). Det verkar dock uppenbart att ett definitivt svar på varför detta fenomen uppstår inte kan tillhandahållas, emedan M&A misslyckas p.g.a. en synnerligen diger mängd orsaker. Nedan följer ett urval av dessa;

Strukturella orsaker

Storlek: Storleksskillnad mellan bolag har visat sig leda till undermåligt utförande av M&A.

Antingen p.g.a. för stora uppköp eller för liten uppmärksamhet åt små förvärv (Hariharan, 2005).

Diskrepans: Väldigt få bolag kan hantera den olikartade verksamheten. Det uppstår en dissonans mellan bolagens befintliga verksamheter, ofta p.g.a. kunskapsbrister i respektive industri och oförmåga att uppnå synergier (Chakravorty, 2012).

Oförenlighet: En M&A mellan ett starkt och ett svagt bolag leder ofta till en friktion emellan dem, vilket kan resultera i att det starkare bolaget självt utsätts för likvidation (Hariharan, 2005).

Jämligar och svaga bolag: Två jämlika bolag som fusionerar kan skapa koordinationsproblem. Fusion av svaga bolag resulterar ofta i misslyckade M&A (Hariharan, 2005).

Organisatoriska orsaker

Undermålig organisatorisk anpassning: Om administration, företagskultur och personal i bolagen inte kan acklimatiseras är risken stor för ett misslyckat M&A (Chakravorty, 2012).

Undermålig strategisk anpassning: Strategisk anpassning kan ge synergieffekter och när anpassningen är uppnådd, kommer vinsten att överträffa förlusterna. Oförmåga till denna anpassning leder ofta till motgång vad gäller M&A. Det kan gälla avkastning på investeringar kontra marknadsandelar, långsiktig eller kortsiktig approach et cetera (Maitra, 1996).

Undermålig kulturell anpassning: Det är svårt, om inte omöjligt, att genomföra en lyckad implementering av förvärvet utan att lämpligt kunna hantera komplikationer rörande företagskulturell anpassning. Due diligence av kulturell karaktär är ett av de mest åsidosatta analytiska områdena innan affären är avslutad, vilket förstör riskerna för missförstånd, förvirring och konflikter. Viktiga dimensioner att ta i beaktning hos målföretaget är centralisering av beslutsfattande, tidshorisonter för beslut, teamwork, riskhantering etc. Om en organisation är paternal och den andra mer transparent kan kultur definitivt utgöra svårigheter (Prayag, 2005).

Dåligt utförd integration: M&A kräver väl utförd integration, vilken ofta är dåligt planerad. Det viktigaste momentet i processen är egentligen förvaltningen efter fusionen. Även ansenliga avtal misslyckas om detta moment är undermåligt i utförandet (Prayag, 2005).

Begränsad fokus: Om bolagen har kraftigt olikartade produkter, marknadssystem och kulturer är risken för misslyckande enorm. Kärnkunskaperna och kärnaktiviteter kommer bli otydliga. Detta sker framförallt i rent finansiellt motiverade eller skattemotiverade M&A (Maitra, 1996).

Bristfällig kommunikation: Undermålig kommunikation efter tillkännagivande av M&A skapar många ovissheter och friktioner mellan anställda, ledning och kunder (Chakravorty, 2012).

Management-relaterade orsaker

Strävan efter storhet: Eftersom storlek på företag är ett viktigt element vad gäller framgång, tenderar bolag ofta ha detta som motiv till M&A. Om målet dock endast är att bygga ett bolagsimperium (empire building), kan bolaget i fråga ägna sig åt investeringar med negativa NPV. Man förbiser alltså värdeskapandet i förvärvet (Jensen & Meckling, 1976).

The Hubris Hypothesis: Fenomenet då köparbolagets ledning övervärderar målbolaget p.g.a. en överskattning av sin förmåga att skapa värde när väl målbolaget tas i besittning (Roll, 1986).

Misslyckat vidtagande av omedelbar kontroll: Kontroll av den nya enheten ska omedelbart vidtagas efter en avslutad affär, för lyckad M&A (Hariharan, 2005).

Due diligence-relaterade orsaker

Bristfällig Due Diligence: Brist på detaljerad analys av finans, management, kompetens samt materiella och immateriella tillgångar (Chakravorty, 2012).

Misslyckad revidering av siffervärden: Det vore ett stort misstag att genomföra ett övertag utan adekvat revidering av målbolagets finansiella affärer, oavsett hur välkända bankirer och revisorer som är verksamma i bolaget (Hariharan, 2005).

Misslyckande att få en objektiv utvärdering: Risken för misslyckande minskar om det finns en professionell och detaljerad utvärdering av målbolagets tillstånd vad gäller tillverkningsfaciliteter, produktdesign, distributionssystem osv. Förvärvaren ska inte låta sig luras av t.ex. ett toppmodernt högkvarter (Chakravorty, 2012).

Övriga orsaker

Överbetalningar: Budgivningen av målbolaget sker ofta under konkurrensutsatta förhållanden, vilket gör att det vinnande köparbolaget ofta övervärderar värdet på målbolaget och därmed lämnar budgivningen som den olyckliga vinnaren. Om köparbolaget inte lyckas kompensera priset med synergieffekter, misslyckas förvärvet. Ju högre köpesumman blir, desto svårare blir det för bolaget att skapa värde för aktieägarna (Roll, 1986).

3.2.3 Förvärvsprocessen

Det första steget för ett potentiellt köparbolag är att komma underfund med varför ett förvärv ska genomföras. Det viktigaste här är att man inte sträcker sig för långt utanför den bransch man kan bäst (Roche, 2002). Därefter är det av stor vikt att man har en tydlig förvärvsstrategi som är integrerad i det egna företagets affärsplan. En god förvärvsstrategi ska härröra från styrkor och svagheter i det egna företaget, för att antingen utnyttja det förra eller reducera den senare (Roche, 2002).

Köparföretaget måste härvid också tillsätta en enhet med fastställda ansvar och auktoritet. Det är

också väsentligt att analysera den framtida tillväxtpotentialen och trender inom existerande branscher. Man bör också utvärdera konkurrensen samt se över tidigare förvärv, utfallen kopplade till dessa, samt orsakerna till utfallen.

Förvärvsstrategi

Enligt Roche (2002) finns det ett antal viktiga faktorer att undersöka i målföretaget för att vidareutveckla förvärvsstrategin. Man måste säkerställa att målföretaget har haft stabila finanser och stabil omsättning under skiftande ekonomiska förhållanden. Vidare anser författaren att bolaget bör ha styrkor inom försäljning, marknadsföring och distribution i strategiskt viktiga geografiska områden. Det är fördelaktigt om målföretagets produktcyklar är långa samt att bolaget verkar i en bransch med långsam teknisk utveckling. Målföretaget bör ha outnyttjad kapacitet vad gäller produktion och know-how inom tillverkning och teknik enligt Roche (2002). Därefter är det väsentligt att säkerställa att målföretaget har pålitliga underleverantörer. Sist säger Roche (2002) att det är av stor vikt att målföretaget besitter en kompetent och erfaren ledning. En nyckelfaktor enligt Roche (2002) är vidare att utvärdera sin egen verksamhets svagheter och mål för att nå en slutsats om hurvida ett förvärv är den mest fördelaktiga strategin för att nå målen och eliminera svagheter.

Identifiering av målbolag

När själva strategin ska implementeras måste en identifiering av potentiella målföretag göras, vilken främst ska vara driven av strategin. Detta kan antingen ske via tredjeparter som investmentbanker, revisorer och företagsmäklare eller via en egen sökning av företag som passar in på kriterierna, oavsett om de är till salu eller ej. Det förra gäller företag till salu och kan därav exponera företag som passerat flera köpare, vilket ofta ger höga priser. Den senare exponerar även företag som inte är till salu, vilket gör denna metod tidskrävande med många återvändsgränder. Sammantaget måste identifieringen låtas ta sin tid (Roche, 2002).

Utvärdering

Utvärderingen av målföretagen kan vara problematisk menar Roche (2002) då viss information om bolagen kan vara svåråtkomlig alternativt felaktig. Det är av yttersta vikt att målföretaget passar med köparbolagets långsiktiga strategiska mål. Författaren menar också att det är viktigt att noga granska företagen svagheter, exempelvis om bolaget har haft problem med fackliga organisationer eller om de

inte ligger i linje med miljömässiga restriktioner. Vidare måste köparbolaget skapa sig en uppfattning om varför målföretaget vill sälja verksamheten. Således bör man ställa sig skeptisk till målföretagets motiv att sälja. Finns det underliggande problem i verksamheten som man inte känner till? är en fråga som man bör ställa sig enligt Roche (2002). Utformningen av budet bör också beaktas i den här delen av processen, om huruvida man ska betala med kontanter, aktieandelar eller både och. En del företag kommer inte acceptera aktier som betalning och då är det viktigt att man kan säkerställa finansieringen av förvärvet.

Inledande förhandlingar

När de första förhandlingarna inleds ska budet baseras på en prognos av finansiell och operativ data i målbolaget enligt Roche (2002). Dessa förhandlingar ska inte ske utan juridisk konsultation. Det hela handlar om att uppnå en gemensam uppfattning om att den slutliga affären kommer vara föremål för vidare utredning, vilket gestaltas i form av ett intentionsbrev. Detta skede brukar ofta innehålla skambud och bakslag (Roche, 2002).

Due diligence

När intentionsbrevet accepterats av målföretaget får köparbolaget tillgång till ytterligare information från målföretaget. Författaren är tydliga med att betona att den information man får tillgång till är begränsad, man får således inte tillgång till all information. Målföretaget kommer begränsa köparbolagets tillgång till viss information men framför allt till personalen. Huvudfokus under due diligence bör ligga på försäljning, den operativa verksamheten, HR, finansiell information, bokföringsrelaterad information, legal, miljömässig och teknologisk information. Enligt Roche (2002) finns det ett antal faktorer som bör tittas närmare på under due diligence. Oavslutade köp på avbetalning, försäljningsåtaganden, långsiktiga hyresavtal, leasing, kapitalposter, royalties och reklam är viktigt att beakta. "window dressing" inför försäljning, ett uttryck för att säljande bolag försöker öka värdet på sitt bolag genom att exempelvis skjuta på utgifter. Vidare bör man undersöka om målföretaget har tvister med myndigheter om arbetsrätt, miljö, skattefrågor eller säkerhet. Ställningstaganden från målföretaget vad gäller skatteavdrag och provisionsavtal som inte meddelats till den andra parten bör också beaktas. Efter due diligence kommer förhållandena sannolikt förändras enligt Roche (2002) vilket resulterar i att köparbolaget ofta reviderar sitt bud. I de flesta fall minskar köparbolaget sitt bud men i ett fåtal fall ökar intresset för målföretaget vilket gör att man

lägger ett högre bud. Författaren pekar på att man ska vara försiktig med att höja sitt bud på grund av att ett annat bolag höjer sitt. Han menar då att det finns risk för att man ändrar sin analysmodell för att motivera det högre priset. Vidare poängterar Roche (2002) att köparbolaget måste göra en bedömning om när man ska lämna budgivningen, för att inte betala ett för högt pris. I slutändan menar författaren att det handlar om att öka företagets värde och inte handla efter maktbaserade motiv vid budgivningen.

Slutförhandlingar

I de slutliga förhandlingarna kommer det finnas en stor press att genomföra affären, eftersom stora resurser har investerats i detta skede. Detta kan vara kostnader för utvärdering och due diligence, personal som utfört uppgifter utanför sina dagliga rutiner, samt stor tidsinvestering. Även om det kan vara ett stort nederlag att avbryta förvärvet i detta läge, kan en dålig affär vara ett ännu större nederlag (Roche, 2002).

Post-M&A

De första månaderna efter förvärvet är viktigast i termer av att uppnå de synergier som prognosen innefattar. Under hela förvärvsprocessen har mer information erhållits, varpå planen för förvärvet nu ska vara tillräckligt utförlig för att utföras i praktiken. I detta skede finns flera väsentliga moment för ett lyckat förvärv; Omorganisering, integration av operativa och finansiella system, införa bästa möjliga praxis från båda bolagen, sammanslå leverantörer, befästa stora kunders roll, samordna de anställda, o.s.v (Roche, 2002).

3.3 Sammanfattning

Teorin tar upp de förnuftiga strategiska motiven ur ett neoklassiskt perspektiv, vilket antar att alla managers agerar rationellt. Detta skulle innebära att dessa motiv är de enda anledningarna till att genomföra M&A med antydning att alla förvärv är värdeskapande. Teoridelen förklarar emellertid även att alla M&A inte är lönsamma, vilket betyder att den neoklassiska teorins förklarande förmåga är bristfällig, vad gäller värdeminskande M&A. Det är just misslyckade M&A som står i strålkastarljuset för problematiken i denna uppsats, varpå *behavioral theory* kan tillföra en mer utförligt förklarande kraft och således komplettera förklaringar till de fenomen som den neoklassiska teorin inte kan.

De tre grundläggande teoretiska utgångspunkterna i teoriavsnittet tillsammans med de tidigare studierna, bibringar ökad förståelse för vad som kan föranleda M&A, hur förvärvsprocessen bör ske samt tänkbara orsaker till negativa utfall. Således skapar teorierna ett angenämt fundament för oss att abduktivt undersöka om dessa är applicerbara i verkligheten.

4. Empiri

I detta avsnitt behandlas det insamlade intervjumaterialet, vilket är strukturerat utifrån de ställda intervjufrågorna. Intervjufrågor, företagsbeskrivningar och respondenter är beskrivna i bilaga 1-3.

4.1 Intervjumaterial

4.1.1 Intervju med rådgivare

I intervjun med SL, redogör intervjupersonen för sina erfarenheter kring varför företagsförvärv inte alltid går i enlighet med planerna.

SL tror att den vanligast förekommande anledningen till att misslyckade M&A sker är när “stor går ihop med stor” eller “megafusioner”. Detta kan ske mellan t.ex. läkemedelsbolag eller sågverksföretag. Motiven är då ofta att uppnå gigantiska synergier i alla olika nivåer i företaget varpå utfallet ofta inte blir som förväntat. SL menar på att orsakerna bakom detta är att företagskulturerna och ledarstilarna i respektive bolag skiljer sig åt. Han förklarar att den gemensamma nämnaren här är att man undervärderar de kulturella skillnaderna vilket skapar missnöje i det fusionerade bolaget, vilket t.o.m. kan leda till uppsägningar. Detta ger upphov till organisatoriska problem då det förekommer svårigheter i att skapa en gemensam strategi. SL ser även problem i skillnader mellan olika marknadsförutsättningar. Man bearbetar kunder på olika sätt och man har olika preferenser vad gäller produkternas utseende på olika marknader. Innan förvärvet har företagen ofta en vision om att skapa en produkt som är lämplig för hela världsmarknaden, vilket sällan går att uppnå eftersom efterfrågan skiljer sig åt på olika marknader.

Fel timing är en annan vanligt förekommande anledning till att företag misslyckas med fusioner menar SL. Han menar vidare på att högkonjunktur på marknaden bidrar till ökat självförtroende hos företag och ledningar och man är mer intresserad av att genomföra ett förvärv vid högkonjunktur. Ledningar och styrelser blir självupptagna och arroganta vilket gör att analyserna blir för tunna vid värderingar av målföretaget. Det resulterar i att man går in vid fel tidpunkt och målföretaget blir för dyrt.

SL förklarar också att rådgivare blir allt vanligare vid förvärven. Dessa tar på sig att utföra försäljningar under en så kallad strukturerad auktionsprocess. Problemet SL ser är att försäljningen av företagen ofta sker som om att man säljer tavlor med samlarvärde, vilket många gånger drivit upp prisbilden. Företagsledare är inte alltid rationella och kan ibland bli hänförda av själva processen, d.v.s. att de kan köpa upp bolag utan att ta hänsyn till om förvärvet är av godo eller inte. Detta, menar SL, har lett till för höga köpeskillningar på målföretagen.

Private-equity företag har enligt SL höjt prisbilden på företag genom att överskatta sin förmåga att driva och utveckla företag. Vidare menar han att en del av förvärven har lyckats och en del har misslyckats men att de mindre lyckade främst beror på företagsledningens höga tilltro till sin egen kapacitet och förmåga.

En annan situation som det kan uppstå komplikationer är när familjeföretag förvärvas och där ägaren är viktig för verksamheten och kundrelationerna och har drivit bolaget på ett speciellt sätt. När personen som tidigare tagit beslutet och varit VD blir anställd så går motivationen och drivkraften ner enligt SL. Det kan också vara så att personen som grundat verksamheten slutar vilket inte är bra för bolaget. Ofta lyckas företag inte i tillräckligt god tid ersätta företagets ledning vilket också påverkar företagets framgång menar SL. Det finns även en risk att den tidigare ägaren upprättar konkurrerande verksamhet efter att konkurrensklausulen gått ut, ofta efter 2-3 år vilket också kan vara skadligt för bolaget.

4.1.2 Motiv till företagsförvärv

Nolato har genomgående gjort företagsförvärv på nya marknader i nya länder för att skapa marknadssynergier enligt PH. Således har Nolato inte motiverat sina förvärv med kostnadssynergier då det inte varit möjligt att slå ihop verksamheter, rationalisera eller slå ihop produktionsanläggningar. PH konstaterar vidare att man varit begränsad i att genomföra kostnadssynergier men att man vid ett fåtal förvärv kunnat uppnå kostnadssynergier på inköpsidan. Istället har man fokuserat på att utveckla marknadssynergier där Nolato sett möjligheter att bredda deras marknad genom nya kunder på nya geografiska marknader. Nolato drar fördel av de nya förvärven genom att deras befintliga bolag i Skandinavien kan sälja till de nya kundsegment som

existerar hos målföretaget. Syftet med marknadssynergierna är också att de förvärvade bolagen ska kunna sälja till de kunder som finns i Skandinavien.

GB säger att det vanligaste motivet är att öka sitt resultat. Detta sker ofta genom förändringar i det köpta bolaget i enlighet med uppfattningen om vilka möjligheterna till förändring är. GB säger också att man sällan visar positivt resultat direkt, eftersom att man åtar sig kapitalkostnader. Dessa måste vägas upp av någon form av rationalisering utefter den bakomliggande idén man har i förvärvet för att förvärvet ska bli lyckat. Ett annat motiv som GB nämner är att man vill köpa bort en konkurrent. Detta behöver inte nödvändigtvis visa positivt resultat eftersom att man ändå lyckas skapa bättre förutsättningar på marknaden, menar GB. Ett annat vanligt motiv enligt GB är att öka sina marknadsandelar genom ökat utbud till kunderna. GB berättar också om ett "farligt" men vanligt motiv som handlar om att VD:n vill visa sig offensiv för styrelsen för att gå vidare i sin karriär.

Enligt GF var det vanligaste motivet till förvärv att stärka bolagets marknadsandel. GF menade att det var ett snabbt, förhållandevis enkelt och inte alltför dyrt sätt växa på. Vidare anser GF att det är viktigt som ett marknadsförande bolag att titta på om man saknar kompetens i bolaget eller om det finns någon bransch som man vill utvidga. Således var ett annat motiv till förvärv att köpa på sig kunskap inom IT-utveckling, vilket GF ansåg var ett mer kostnadseffektivt än att hyra in kunskapen. Det finns 4 huvudsakliga motiv till förvärv på Capman enligt HI. (1) Accelerera tillväxt genom ökad försäljning, (2) Utveckla företag från landsledare till nordiska marknadsledare, (3) Revitalisera avknoppade verksamheter från stora bolag och (4) Skapa institutionellt värde.

Vidare finns det flera motiv enligt HI. Det kan vara ta marknadsandelar, expandera geografiskt, expandera produktutbudet eller expandera till nya försäljningskanaler.

Målsättningen på Indutrade är ökad vinst och tillväxt. Genom att förvärva bolag uppnår man detta, enligt KG. Ser man till den årliga tillväxten på 12% står förvärven för 9% av dessa på Indutrade. KG påpekar också att de flesta bolag vill vara stora och vackra. På så vis blir det attraktivt att få anställning, bolaget blir attraktivt på aktiemarknaden och för banker.

RA betonar vikten av synergieffekter som motiv till förvärv där han nämner kostnadsreduktion, ökad försäljning eller att avveckla produktion för effektivisering som främsta motiv. RA menar även att

det är viktigt att skilja på motiven hos traditionella förvärv inom samma bransch och förvärv som görs av private-equity bolag. Traditionella förvärv som görs inom samma bransch präglas av ett mer långsiktigt tänk och motiveras således av andra motiv än förvärv av private-equity bolag säger RA. Vidare menar RA att private-equity bolag förvärvar bolag inom andra branscher med rent finansiella motiv, där målet är att sälja vidare målbolaget med vinst, vilket oftast inte är fallet med synergiförvärv som RA refererar till.

Lifcos enda målsättning är att öka sitt resultat, enligt FK.

CT menar att de vanligaste motiven till förvärv i deras verksamhet är bygga marknadsposition, synergier, bygga ut tjänsteverksamheten och geografisk expansion.

4.1.3 Kritiska moment i en förvärvsprocess

PH förklarar att ett viktigt moment är kartläggningen innan förvärvsprocessen påbörjas. Här ser man över vilka branscher som är intressanta och vilka kandidater som finns på marknaden. PH anser att det är viktigt att man analyserar marknaden noga och korrekt så att man inte går miste om potentiellt viktiga objekt. Detta är av större vikt i andra länder där man inte är verksam. Ett annat kritiskt moment, menar PH, är då en dialog är inledd med det tänkta målbolaget. Det är väldigt viktigt att få ut stor mängd högkvalitativ information om målbolaget, vilket inte alltid är så enkelt utanför Sverige. PH menar att det hela handlar om att lyckas skapa förtroende hos målbolaget eftersom att det ofta råder ett naturligt konkurrensförhållande bolagen emellan. Nästa viktiga moment är då förvärvet med stor sannolikhet kommer att genomföras. Här pekar PH på vikten av att få ökad förståelse i målbolaget genom ytterligare information med hög kvalitet. Exempel på detta är *due diligence*, finansiell info, skattefrågor och juridisk info, men det absolut viktigaste är att säkerställa samt bedöma info om kunder och marknad, enligt PH. I själva integreringen av bolagen menar PH att man gör bäst i att behålla stora delar av den rådande ledningen i målbolaget och i vissa fall även låta den gamla ägaren stanna i ledningen. Han menar dock på att det är viktigt att ändå ta kontrollen genom att tillsätta en ny funktion i ledningen i form av en högre uppsatt position ifrån Nolato. PH säger också att det är väsentligt att utnyttja de gamla kunderna med den nya geografiska enheten, men även att sälja gamla tekniker och produkter till nya kunder. Det handlar mycket om att ta lagom kontroll i

marknadsmässiga och strategiska områden via Nolato-anställda som är tillsatta i målbolagets ledning eller styrelse, menar PH.

GB poängterar att det är viktigt att skapa en god relation med säljaren för att underlätta förhandlingen med målföretaget. Enligt GBs erfarenhet går en del bolag ut på marknaden till försäljning men vill sedan inte sälja utan vill känna på ett indikativt pris. Således menar GB att det är kritiskt att få målföretaget intresserat av sälja. Ett kritiskt moment uppstår när det köpande bolaget vill få tillgång till målföretagets information och data för att genomföra due diligence. Vid den punkten får det köpande bolaget en uppfattning om hur mycket material och information man får tillgång till av målföretaget, där det köpande bolaget får en indikation av hur intresserat målföretaget är att sälja. Vidare menar GB att om företaget inte är intresserat av att sälja kommer de inte ge det köpande bolaget tillgång till mycket information. Nästa kritiska moment är när man ska presentera resultatet av due diligence för målföretaget, då finns det risk att målföretaget har en annan uppfattning om företagsbesiktningen vilket skapar komplikationer i förhandlingen om priset. Enligt GB kan det uppstå en situation där målföretaget inte vill erkänna de brister som det köpande bolaget hittar. GB tar även upp konkurrensmyndigheterna som medför viss problematik vid större företagsförvärv. Konkurrensmyndigheterna får man inga förhandsbesked av enligt GB och det medför viss risk att förvärvet kan stoppas trots att man parterna kommit överens och affären är genomförd. Det ger upphov till en intressekonflikt där man i kontraktet måste uppge vem som tar risken för kostnaderna om företagsförvärvet inte blir av. Vidare menar respondenten att övertagandet av målföretaget tar längre tid än man räknat med, processen tar alltid längre tid och GB menar att en förvärvsprocess av ett större bolag tar minst ett halvår. Väl vid övertagandet av målföretaget är det viktigt att ha organiserat sig för att ta över med hjälp av projektledare och projektorganisationer som har klart för sig vad som ska göras med bolaget. Vid omorganisering och rationaliseringar måste det göras så fort som möjligt för att få ett så bra resultat som möjligt. GB säger vidare att det är vanligt man ersätter omotiverade chefer i målföretaget för att ersätta dem med motiverade chefer från det köpande bolaget. Vidare är det kritiskt vad man värderat bolaget till, om man har gjort rätt eller fel vid due diligence.

GF anser att en omfattande due diligence är extremt viktig, eftersom den lägger grunden för hela förvärvsprocessen och säkerställer att du verkligen vet vad du köper. Här säger GF att man måste få

en klar bild av bokföringen och de finansiella siffrorna. Vidare är det nästan ännu mer kritiska momentet att ta reda på de mjuka faktorerna i målbolaget, menar GF. Detta behandlar humankapital, kompetens, kundrelationer, företagskultur, marknadsposition och framtidsutsikter. "Finns det kompetens i målbolaget som vi inte besitter?" är en av frågorna som GF brukade ställa sig. GF tycker också det är viktigt att förbereda sig på hur mycket som måste förändras i målbolaget för att förvärvet ska gå smidigt. GF är även tydligt med vikten vid att få tag på rätt information och skaffa sig tillgång till nödvändig information för att minska risken för snedsteg vid företagsförvärv. Sammantaget menar GF att den kulturella due diligencen är minst lika viktig som den finansiella.

Enligt HI finns det fyra kritiska moment, det första momentet är förhandling av pris och villkor för köpet. Villkoren förhandlas oftast fram med hjälp av en legal rådgivare. Det andra kritiska momentet är säkerställande av finansiering, oftast med hjälp av bank, vilket formaliseras i ett finansieringsavtal. Det tredje kritiska momentet menar HI är due diligence där det köpande bolaget genomför en företagsbesiktning, vanligtvis legal, finansiell, kommersiell men inkluderar också management och miljöfrågor. Informationen tas i Capman fram av externa rådgivare. Det sista momentet är en intern beslutsprocess hos det köpande bolaget där man tar ställning till den data och information som samlats in. HI menar på att tidsaspekten hos de kritiska momentet varierar beroende på hur konkurrensutsatt processen är och hur komplext målbolaget är.

KG menar att det är viktigt att hitta och köpa rätt bolag men också att våga välja bort bolag. Researchen är viktig, att identifiera drivkrafterna hos målföretaget. Vidare säger KG att långsam teknisk förändring gör det lättare att förstå de kritiska drivkrafterna och tvärtom vid förvärv av bolag som verkar inom en bransch med snabb teknisk förändring, exempelvis elektronik, telekom och kommunikation. Således är det svårare att förvärva inom branscher med snabb teknisk förändring enligt KG. Andra kritiska faktorer är att managementet är driftigt, att man köper till rätt pris och kunskap om branschen. Indutrade söker inte synergivinster genom sina förvärv utan låter bolagen fortsätta växa vilket sätter extra fokus på att behålla drivkraft hos management och medarbetare enligt KG. Det är viktigt att man skapar en dialog med de uppköpta bolagen så att ledare och nyckelpersoner kan fortsätta verka i en positiv miljö.

De kritiska momenten enligt RA är att göra en utförlig due diligence och att analysera bokföringen i målbolaget. Han poängterar också vikten av att analysera framtidsutsikterna, speciellt när det gäller ett förvärv inom en ny bransch, vad gäller vinster de kommande 5-10 åren. Sammantaget menar RA att due diligence är det viktigaste i en förvärvsprocess. Man måste ta fasta på vad målbolaget tjänar/inte tjänar pengar på, nyckeltalen, balansräkningen och hur bolaget står sig i förhållande till liknande bolag inom samma bransch via benchmarking. Detta görs lättast genom förvärv i en bransch man är väl bekant med, säger RA.

FK talar om vikten av att fastställa den kortsiktiga intjäningspotentialen i målbolaget, d.v.s. vad de tjänade i år och vad de kommer tjäna nästa år. Om man gör en felaktig analys av detta är risken stor för ett misslyckande. Vidare säger FK att det är avgörande för förvärvet att du förstår målbolagets bransch och strategi. Man måste analysera hur attraktiv branschen är att verka i för att förstå vad man köper och om bolaget har stabil intjäning, enligt FK.

En viktig faktor enligt CT är människorna som utför jobbet i både köpar- och målbolag. Det är viktigt att kommunicera med anställda för att få dem att förstå varför man genomför förvärvet och vad planen med förvärvet är, menar CT. Det finns risk för att personalen blir orolig och funderar på vad som kommer hända, vilket kan skapa negativ energi i bolagen.

4.1.4 Fall av misslyckade förvärv

Nolato genomförde ett förvärv av en underleverantör av komponenter till Motorola 2001 inom telekombranschen. Nolato var under den här perioden en viktig underleverantör för Ericsson och hade som syfte med förvärvet att komma in som stor underleverantör hos Motorola. Förvärvet blev ett strategiskt misstag för Nolato enligt PH eftersom tillverkningen av komponenter flyttade i snabb takt till Asien och Motorola stängde ner stora delar av sin tillverkning i Chicago där det förvärvade bolaget var verksamt. Nolato fick lägga ner det förvärvade bolaget inom några år, man fick skriva ner värdet på tillgångarna till noll. Enligt PH hade man inte misslyckats med finansiell, juridisk eller miljömässig due diligence utan Nolato hade gjort en felbedömning av marknaden och dess utveckling.

GB nämner ett mindre lyckat förvärv då man köpte en ny linje bestående av tre fartyg och en verksamhet. Han förklarar att de gjorde en för dålig teknisk inspektion av uppköpet. Redan efter ett halvår uppstod renoveringsbehov av fartygen vilket slutade med kostnader på cirka €10 Milj. Detta förstörde den nya verksamheten då den aldrig visade positivt resultat.

Det skedde ett mindre lyckat förvärv under GF's tid som Ägare/VD på GTF AB i form av ett uppköp av ett systerbolag på den danska marknaden. VD i det danska bolaget skötte inte ekonomin då han ådrog bolaget stora skuldbelopp och anställde för många. Han följde inte den budget som GF tillhandahållit. GF anser att hans due diligence av målbolaget varit bristfällig varvid han inte förstod sig på kulturen i målbolaget. Man hade inte integrerat sin egen verksamhet i det danska bolaget i tillräckligt stor utsträckning, varvid insynen i målbolaget blev dålig och den löpande kontrollen av bolaget bristfällig.

HI förklarar att de genomfört mindre lyckade förvärv under åren och att det finns ett antal förklaringar till dessa. Förvärv som gjordes innan 2008 drabbades av externa förhållanden såsom finanskrisen. I andra fall har management, d.v.s företagsledningen inte levt upp till de ställda förväntningarna och således inte lyckats förvalta bolaget på ett bra sätt menar HI. Oväntad reglering av industri, vilket också är ett externt förhållande, har hämmat resultatet hos det förvärvade bolaget. Om målföretaget har tappat en stor kund efter förvärvet har det påverkat utfallet negativt. HI har även erfarenhet från bristfällig due diligence, där man inte gjort företagsbesiktningen tillräckligt grundligt och missat viktiga saker i analysen av bolaget.

XX har erfarenhet av ett förvärv av ett internationellt verksamt komponentföretag i Europa 2011. Den tidigare ägaren av bolaget verkade som VD och var drivkraften bakom försäljningen i bolaget. Förvärvet blev misslyckat då VD:n blev allvarlig sjuk vilket påverkade bolagets utveckling negativt. Enligt XX var det i kombination med att marknaden inte var mogen för produkten vilket också påverkade utfallet av förvärvet. XX menar att man var överentusiastiska vad det gällde framtidsutsikterna och att det var främsta orsaken till misslyckandet.

Man har i bolaget inte gjort några förvärv med förlust eftersom att man alltid gjort en utförlig due diligence, enligt RA. RA påpekar å andra sidan att man tackar nej till 99/100 förvärv. Han infliker

också att världen är överfull av pengar eftersom krediterna är billiga och räntorna är låga, vilket ger förvärvsmarknaden fler köpare än säljare och priset på företag blir således höga. Pengar samlas på hög och det bränner i fickorna på företagsledare. RA försöker därför undvika auktionsprocesser, eftersom priserna ofta blir för höga. Man inriktar sig istället på säljare som vill släppa in långsiktiga ägare och som vill att företaget ska fortleva, vilket ofta resulterar i lägre köpeskillingar.

Ett mindre lyckat förvärv sker enligt FK när man av strategiska skäl vill köpa ett bolag. Man skulle vid ett tillfälle förvärva ett litet bolag inom dentalbranschen i Tyskland. Man trodde att bolaget hade många små kunder, men sent in i due diligencen upptäckte man att bolagets försäljning skedde via Pricerunner, vilket gjorde det mindre lönsamt att verka i branschen. Eftersom man var så långt gången i förhandlingarna och målbolaget var litet, förbisedde man detta, vilket senare ledde till oerhört små marginaler. FK sammanfattar detta förvärv med hybris som gav slarv.

4.1.5 Orsaker bakom misslyckade förvärv

PH tror att man i många fall missbedömer marknadsmöjligheterna i termer av att man är för optimistisk om framtida tillväxt. Detta gäller ofta då man vill uppnå en kostnadssynergi, genom att rationalisera produktionen. PH menar att det ofta sker en missbedömning av själva produktionsflyttens omfattning och tidsåtgång, vilket ofta gör att man förlorar kunder och kostnaderna minskar inte i den utsträckning som man planerat. Ett annat snedsteg som PH vill nämna är en alldeles för dåligt genomförd due diligence.

Sett till förvärvsprocessen kan det vara så att det uppstår dålig kemi mellan köpare och säljare där VD:n för det köpande bolaget är för påstridig, vilket gör att målföretaget drar sig ur förhandlingarna. Det andra är enligt GB att man gör fel värdering av målföretaget och inte upptäcker de brister och problem som finns hos målföretaget. Det köpande bolaget lägger således inte tillräckligt med tyngd på de problem som finns utan tror att det kommer ordna sig efter övertagandet. GB nämner som exempel att facket kan ha förhandlat sig till ett avtal om inga uppsägningar efter övertagandet och det köpande bolaget tror att man kan slutförhandla med facket under ett senare skede men misslyckas.

GF tror att många bolag misslyckas med att granska de mjuka faktorerna i målföretaget såsom företagskultur, personal och vad kunder tycker om företaget. Många bolag misslyckas även med att

närvara och engagera sig tillräckligt i sina förvärv menar GF. En annan vanlig orsak är timingen, säger GF. Timingen är avgörande i förhållande till den kundstock och ekonomi som man som köparbolag för tillfället har.

Misslyckade förvärv beror nog främst p.g.a. oväntade risker, tror HI. Detta kan bero på bristfällig due diligence eller att man inte kan förutspå förändringar i marknaden. Andra vanliga misstag, enligt HI, är att ledningen tappar fokus på den befintliga verksamheten och att man underskattar tid och kostnad för själva integrationen.

KG tror att det oftast rör sig om att kunskapen om marknaden som målbolaget befinner sig i är bristfällig. Han menar att man måste ha en tydlig plan för hur förvärvet ska genomföras och att man vågar lita på att planen kommer att fungera. Vidare är det också viktigt att målbolagen är fullt medvetna om att det är en decentraliserad struktur som de befinner sig i. KG lägger också stor vikt på att ledningen i köparbolaget ska hålla sig borta, eftersom han av erfarenhet vet att det ofta ger upphov till motgångar i förvärvet när målbolagets ledning inte får agera fritt. Slutligen anser KG att man behöver vara väldigt tydlig mot alla inblandade parter för att undvika att osäkerhet uppstår. Detta motiverar KG med att många misslyckade förvärv beror på att köparbolagen är obeslutsamma.

RA tror att många bolag misslyckas med att bedöma framtidsutsikterna för målföretaget, de tar inte hänsyn till varför bolaget ligger ute till försäljning. RA menar att säljaren har mer information och är såldes mer insatt i branschen och dess framtida potential än vad köparen är. RA menar att förvärv ofta sker på basis av att en bransch gått bra och företaget visat en hög tillväxt. Problematiken ligger då i att köparen tror att tillväxten inom branschen ska fortsätta öka men så är inte alltid fallet och många bolag misslyckas med att förutse det enligt RA. Han hävdar också att timingen kan vara en orsak. När många vill sälja bolag skapas för höga köpeskillingar och när det finns mycket pengar på marknaden, kan företagsledare köpa företag endast för att göra affärer. Detta leder ofta till misslyckade förvärv, menar RA. RA poängterar även att man måste bedöma management, om de tillför mycket för bolaget kan det vara en fördel eftersom man inte behöver förbättra något. RA menar dock att det kan vara fördelaktigt även om ledningen är mindre skickliga eftersom man kan byta ut dem och således effektivisera verksamheten. Vidare säger RA att man måste agera vad det

gäller kontroll och ledning i målföretaget, annars kan det leda till konflikter, osäkerhet och misslyckande.

FK menar att många stora bolag köper företag för att genomföra synergier där man lovar styrelsen att exempelvis dubbla omsättningen när man integrerar in bolagen i verksamheten. Problematiken enligt FK är att man integrerar bolagen för snabbt och för "hårt" och i vissa fall skrämmer iväg personal som är viktig för målföretagets verksamhet. Det är enligt FK den vanligaste anledningen till att bolaget misslyckas med förvärv.

Han menar också att det uppstår risker när man köper ett bolag som är väldigt likt sitt egna bolag, eftersom EU:s konkurrensbedömning kan leda till att man måste knoppa av en del av verksamheten eller att förvärvet inte får genomföras. Detta menar CT också skapar osäkerhet bland anställda. CT nämner att det oftast går snett när bolag som är lika stora och har överlappande verksamheter genomgår förvärv. CT menar vidare att integrationen av bolag vid förvärv måste ske snabbt för att uppnå ett bra resultat. CT nämner också att det kan uppstå problem mellan bolagskulturer, men att detta kan lösas genom god kommunikation och ledning. Man behöver ha en plan, man behöver vara tydlig och man måste kommunicera.

4.1.6 Destruktiva motiv

Ledningen kan ibland ha sin egen agenda som de vill dölja och det kan handla om att förvärvet är en sista utväg för att förbättra lönsamheten. I dessa fall brukar sammanslagningen inte bli lyckad, varken strategiskt eller marknadsmässigt, menar PH. Han menar att styrelsen har ett stort ansvar i förvärvsbesluten och om styrelsen har en svag roll kan fel beslut fattas.

GB förklarar att motiven mycket väl kan vara en bakomliggande orsak till ett negativt utfall om styrelsen inte är tillräckligt kompetent och godkänner ogenomtänkta motiv. Det kan också uppstå situationer där VD:n förbiser de potentiella konsekvenserna i ett förvärv, menar GB. VD:n vill endast visa sin auktoritet vilket ofta leder till negativa utfall och uppsägning av VD:n.

GF tror att fientliga förvärv ökar risken för negativa utfall. När man t.ex. köper bort en konkurrent från marknaden dödar man andan som finns i målbolaget istället för att förvärva kompetens man själv inte besitter. Han menar också att det är farligt att köpa marknadsandelar via förvärv då marknaden är

i nedgång. Slutligen är de, enligt GF, mest uppenbara destruktiva motiven, de motiv som är maktbaserade.

Om köpare och säljare inte har samma motivbild eller förståelse för situationen ökar risken för ett negativt utfall, enligt KG. Det kan ge upphov till att man står i varsin ringhörna istället för att man samarbetar. Om målbolaget senare gör vinst, måste säljaren vara bekväm med att denne "gått miste" om vinsten. Likväl måste säljaren vara bekväm med att någon annan tagit över ägarskapet, säger KG. Han förklarar också att ett farligt motiv är att man vill vara stor.

RA tror inte att motiven i sig kan vara orsaker till negativa utfall. Däremot tror han att en felaktig eller bristfällig föranalys kan vara en orsak till ogenomtänkta motiv. Risken för detta är stor om man inte noga analyserar hur branschen och konkurrensen kan se ut de kommande 5 åren. RA säger att det är viktigt med god timing. Man ska t.ex. vara återhållsam när många vill sälja. Som RA tidigare nämnt kan överflödet av pengar ge upphov till det skadliga motivet att det bränner i fickan på folk, vilket gör att företagsledare gör förvärv nästan enbart för att göra affärer.

När bolag genomför förvärv med strategiska motiv som att förstärka deras marknadsposition är enligt FK ett typiskt motiv som leder till ett negativt utfall. FK menar att man då betalar ett för högt pris och sen tvingas man till en integrering för att försvara det höga priset, och man misslyckas med integreringen. Motivet är således inte bara att öka resultatet utan man godkänner en hög köpeskilling på grund av att det är ett strategiskt förvärv.

CT menar att det uppstår risker när man köper ett bolag som är väldigt likt sitt egna bolag, eftersom EU:s konkurrensbedömning kan leda till att man måste knoppa av en del av verksamheten eller att förvärvet inte får genomföras. Detta menar CT också skapar osäkerhet bland anställda. CT nämner att det oftast går snett när bolag som är lika stora och har överlappande verksamheter genomgår förvärv.

5. Analys

I detta avsnitt gör vi relevanta tolkningar och för logiska resonemang av empirin utifrån vår teoretiska referensram. Avsnittet är indelat i Motiv till företagsförvärv, Kritiska moment i en förvärvsprocess, Orsaker bakom misslyckade förvärv samt Fall av misslyckade förvärv.

5.1 Motiv till företagsförvärv

Studien visar att de fem vanligaste motiven till företagsförvärv är öka resultat, uppnå synergieffekter, öka/stärka marknadsandelar, geografisk expansion samt öka försäljning. Dessa ekonomiska och strategiska motiv var genomgående de mest frekventa i studien vilket också överensstämmer med teorin. Studien påvisar en avsaknad av personliga motiv till förvärv, men pekar på att sådana motiv ändå kan existera. Detta tyder på att de personliga motiven är de lägst prioriterade, vilket även stärks av Brouthers et al:s (1998). Det här skulle kunna förklaras av att denna typ av motiv är dolda eftersom att de ofta inte överensstämmer med verksamhetens mål. Företagsledare kan således tendera att undanhålla personliga motiv för att ändå kunna genomföra förvärvet. Stordriftsfördelar som avser marknadsföring och ökat aktieägarvärde är motiv som inte har stöd i studien vilket skulle kunna vara en indikation på att dessa motiv inte är lika viktiga i praktiken. Dock kan motiven som framgår av studien leda till ökat aktieägarvärde, vilket tyder på att detta motiv kan vara underliggande. Undersökningen visade även att multipla motiv är mer frekventa än enskilda motiv. Detta överensstämmer med Brouthers et al. (1998).

Vidare förekommer synergier som ett vanligt motiv i studien vilket kan kopplas till den neoklassiska teorin om företagsförvärv. Kriteriet för att genomföra ett företagsförvärv är att företagen ska vara värda mer tillsammans än separat (Brealey et al. 2008). Studien fokuserar i huvudsak på synergieffekter som marknadssynergier, kostnadsreduktion, rationaliseringar, ökad försäljning och avveckla produktion för att istället effektivisera den. Enligt undersökningen finns en hög frekvens av att öka sina marknadsandelar som motiv. Gugler et al. (2003) förklarar, i enlighet med den neoklassiska teorin, att detta ofta är anledningen till förvärv för större bolag.

Studien antyder existensen av motiv med mer destruktiv karaktär som kan ge upphov till ett negativt utfall vid företagsförvärv. Det framkommer att styrelsen kan ha en svag roll eller sakna kompetens vilket gör att ogenomtänkta motiv kan godkännas. Enligt undersökningen har styrelsen ett stort

ansvar i förvärvsbesluten och om styrelsen har en svag roll kan fel beslut fattas. Teorin omfattar inte omständigheterna kring styrelsens betydelse i förvärvsbesluten och det faktum att styrelsen har makt att godkänna och stoppa förvärv. Det föreligger härav att det är av stor betydelse att ha en kompetent styrelse med en distinkt roll vid genomförande av företagsförvärv. Detta pekar också på att styrelsens inflytande borde tas i större i beaktning, då styrelsen har en stor beslutande makt. Det betyder således att styrelsen liksom ledningen kan orsaka misslyckade förvärv.

Ett annat motiv som framkommer ur studien är förvärv av rent strategiska motiv, såsom köp av en konkurrent för att stärka sin marknadsposition. Det verkar finnas en risk för att man betalar en för hög köpeskillning eftersom köpet anses vara strategiskt. Om budgivningen sker under konkurrensutsatta förhållanden kan företag övervärdera målföretaget och således betala ett för högt pris (Roll, 1986). Teorin säger dock inget om att det just skulle vara strategiska motiv som leder till den höga köpeskillningen, men förvärv bör motiveras av andra motiv utöver strategiska motiv för att undvika risken för överbetalning.

Vidare indikerar studien på maktbaserade motiv som en tänkbar orsak till misslyckade företagsförvärv. Detta stöds av *agency problems* där Sudarsanam (2003) hävdar att en negativ avkastning från ett förvärv kan bero på att motiven är sprungna ur managerns egenintresse. Det stödjer även teorin om *empire building* (Jensen, 1986), eftersom makt och stora verksamheter ofta går hand i hand. Maktmotivet kan även kopplas till Klayman et al. (1999) som förklarar sambandet mellan hybris och företagsförvärv, under avsnittet om behavioral theory. DePamphilis (2008) och Roll (1986) förklarar att hybris ofta leder till för höga priser på målbolagen, vilket stämmer väl överens med studien vad gäller maktbaserade motiv. Det framkommer även att det höga priset kan bero på att det finns ett överflöd av pengar på marknaden i enlighet med Shefrin (2007) som menar att känsligheten för investeringar blir mindre ju högre kassaflöde företaget har.

I studien uppkommer ett intressant inslag om destruktiva motiv. Detta betyder att om parterna har olika motivbild, kan förvärvet med stor sannolikhet misslyckas. Vi hittar inget stöd för detta i teorin, vilket gör det än mer intressant att uppmärksamma. Detta har förmodligen att göra med post-förvärvsfasen, d.v.s. fasen efter förvärvet, eftersom förväntningarna av förvärvet kommer skilja sig åt

om motivbilden varit otydlig från början. Detta skulle således kunna resultera i att riktlinjerna bland alla inblandade går åt olika håll och att strategin inte blir enhetlig.

5.2 Kritiska moment i en förvärvsprocess

5.2.1 Due diligence

Studien visar starka stöd för att due diligence är ett av de viktigaste momenten i en förvärvsprocess. En omfattande due diligence är extremt viktig, eftersom att den lägger grunden för hela förvärvsprocessen och säkerställer att du verkligen vet vad du köper. Detta är i enlighet med tidigare studier av Chakravorty (2012). Vidare framläggs olika delar av företagsbesiktningen som den mest essentiella. Studien finner visst stöd för att den kulturella aspekten av due diligence är minst lika viktig som den finansiella. Detta lyfter även Prayag (2005) tydligt fram i sin studie där han menar att det är nästintill omöjligt att genomföra ett lyckat förvärv om man inte kan hantera komplikationer rörande företagskulturen. Prayag (2005) förklarar också att due diligence av kulturell karaktär är det mest åsidosatta analytiska området innan affären är avslutad och att detta skapar förvirring, missförstånd och konflikter. Vi kan här konstatera att detta verkar stämma, då studien finner ett litet stöd för kulturell due diligence som ett kritiskt moment. Under due diligence:n att det är väsentligt att få tillgång till information om målföretaget, samt att den är av hög kvalitet. Chakravorty (2012) förklarar endast att en bristfällig due diligence kan vara orsak till ett misslyckat förvärv, men nämner aldrig något om att få tillgång till information är en viktig faktor. Roche (2002) nämner att informationen är begränsad, men det framgår aldrig att tillgången, mängden eller kvalitén av informationen är viktiga faktorer. Detta anser vi vara av hög väsentlighet eftersom att den tillgängliga informationen kan avgöra hur utförlig en due diligence kommer bli. Dessutom bekräftar studien vikten av en utförlig due diligence, varpå en underliggande faktor såsom tillgänglig information torde vara av minst lika stor vikt. Det framgår även att det är väsentligt att ha en god relation med målföretaget i detta skede. Dels för att kunna erhålla stor mängd information, men även för att få en uppfattning av hur stor säljviljan hos målföretaget är. Eftersom även detta är en bakomliggande faktor för hur utförlig en due diligence blir kan vi, tillsammans med de empiriska bevisen under denna rubrik, konstatera att en god relation mellan parterna kan vara avgörande för hur förvärvets utfall blir. Teorin är i detta avseende tämligen bristfällig, eftersom den inte förklarar vilka bakomliggande faktorer som påverkar due diligence. Man borde alltså som förvärvande bolag försöka skapa en god relation med målbolaget, för att i sin tur erhålla tillräckligt stor mängd

information. Detta minskar risken för en undermålig due diligence och därav risken för att misslyckas med förvärvet.

5.2.2 Snabb omorganisering

Undersökningen pekar vidare på att det är betydande att man snabbt organiserar sig och är förberedd på de åtgärder och förändringar som behövs göras i målföretaget. Förändringar och rationaliseringar bör göras direkt för att få ett så bra resultat som möjligt. Vidare betyder det att köparbolaget måste vara väl förberett att ta kontroll när övertagandet sker. Detta stöds av både Hariharan (2005) och Roche (2002). En långsam omorganisering i post-förvärvsfasen försvårar genomförandet av förvärvet och det förefaller således lämpligt att ha en klar och tydlig plan med vad som ska göras vid övertagandet.

5.2.3 Rätt pris

Rätt pris och värdering är ett annat kritiskt moment som förekommit i studien. Antalet köpare går upp när krediterna är billiga och räntorna låga vilket resulterar i högre köpeskillingar, vilket är fallet på den finansiella marknaden idag. Företagsledare försöker därför undvika auktionsprocesser där man auktionerar ut företag till köpare eftersom priserna blir för höga. Vidare är en väl genomförd due diligence en förutsättning för värdera målföretaget och förhandla fram rätt pris. Resonemanget kring överbetalning kan förklaras med behavioral economics. Under vågor av M&A kan målföretagets värde förankras och kopplas med liknande bolag som är redan övervärderade (Stracca, 2002). Det innebär att priset på målföretaget redan från början är för högt. Det skulle även förklara varför så många förvärv misslyckas under vågor av M&A, det vill säga när budgivarna är många. Flockbeteende är även det en del av behavioural economics och innebär att managers förlitar sig på andras information då det är kostsamt och tidskrävande att själv anskaffa informationen (Barney, 2002). Det kan leda till beslut tagna på felaktiga grunder och således föreligger här också en risk för överbetalning. Studien visar att företagsledare ofta tackar nej till merparten av förvärvserbjudandena och att man försiktig med att ge sin in i auktionsprocesser eller budgivningar, eftersom det föreligger risk för överbetalning. Detta finner stöd i Roches (2002) studie. Det framkommer även att man bör förvärva bolag med långsiktigt tänkande avseende bolagets framtid. Detta skulle således kunna reducera risken för överbetalning eftersom att säljaren är mer mån om det egna bolagets fortlevnad än att erhålla maximal köpeskillning. Man skulle kunna hävda att den typen

av försiktigt agerande hänger ihop med de teoretiska resonemangen Roche (2002) för kring överbetalning vid företagsförvärv. Studien visar att företagsledare inte alltid är rationella, de överskattar sin egen förmåga och kan bli påverkade av själva processen vilket kan leda till att de köper upp bolag utan att ta hänsyn till om förvärvet ökar värdet på företaget eller inte. Detta kan sannolikt leda till för höga köpeskillingar, vilket finner stöd i studien av Malmendier och Tate (2004) och Roll's "The Hubris Hypothesis" (1986). Slutligen kan vi konstatera att det empiriska materialet gällande överbetalningar till stor del bekräftas av teorin, men att det finns olika infallsvinklar om varför företag överbetalar. Vi anser att det finns anledning att tro att det är en kombination av dessa omständigheter som leder till överbetalningar, exempelvis att man hamnat i en konkurrensutsatt budgivning och att företagsledningen har en övertro på sin förmåga att driva och utveckla företag.

5.2.4 Framtidsutsikter

En bedömning av framtidsutsikterna vad gäller målföretaget och branschen de verkar i är av betydelse enligt vår studie. Köparbolaget måste göra en bedömning på både kort och lång sikt vad gäller branschen och målföretagets framtid. Studien visar att man som en del av due diligence ska behandla nuvarande marknadsposition och framtidsutsikter. Det är viktigt att analysera framtidsutsikterna, framför allt inom en ny bransch, vad gäller vinster de kommande 5-10 åren. Enligt Roche (2002) är det väsentligt att analysera den framtida tillväxtpotentialen och trender inom existerande branscher. Vidare menar Roche (2002) att man bör utvärdera konkurrensen och analysera tidigare förvärv. Studien visar även på ett mer kortsiktigt perspektiv på framtidsbedömningen och pekar på vikten att fastställa den kortsiktiga intjäningspotentialen i målföretaget, det vill säga hur mycket man tjänar i år och hur mycket man tjänar kommande år. Teorin ligger delvis i linje med studiens fynd om framtidsbedömningar av bransch och målföretag men beskriver samtidigt inte exempelvis någon tidsaspekt av en framtidsbedömning. Vidare är teorin inte särskilt omfattande vad det gäller framtidsutsikterna för målföretag och bransch vilket står i motsats till vad studien visar. Oavsett tidsaspekt finner vi att det är av stor betydelse att man som köparföretag allokerar resurser till noggrann bedömning av framtiden.

5.2.5 Kunskap om bransch

Ett annat kritiskt moment som framkommer i studien är att man har tillräcklig kunskap om branschen som målföretaget verkar i och att det är svårare att genomföra förvärv inom en bransch med snabb

teknologisk förändring. Roche (2002) konstaterar att man inte ska sträcka sig för långt utanför den bransch man kan bäst. Detta stämmer delvis överens med vår studie, eftersom det innebär att man ska undvika branscher utanför sin egen. Studien visar däremot att företagsledare inte verkar begränsa sig till en bransch, utan ser det snarare som att det är möjligt att förvärva utanför sin bransch, så länge man har tillräckligt god kunskap om den eller om den tekniska förändringen är låg. Detta stöds av både Chakravortys (2012) och Roche (2002). Våra efterforskningar påvisar även vikten av att säkerställa och bedöma information om kunder och marknad vad gäller målbolaget. Till skillnad från Roche (2002) och Chakravorty (2012), förbiser detta uttalande själva verksamheten och fokuserar istället på efterfrågan inom branschen. Detta kan bero på att respondenternas erfarenheter av förvärv sällan sträckt sig till andra branscher än den egna. Studien visar att det lättaste sättet att ta fasta på information om målbolagets värdeskapande aktiviteter och nyckeltal, samt genomföra benchmarking om man förvärvar målbolaget i en bransch man är väl bekant med. Detta rimmar delvis med ovanstående resonemang, men belyser också kunskapen om målbolagets bransch som en underlättande kraft i förvärvsprocessen. Bristfällig kunskap inom branschen man förvärvar i verkar dock vara en synnerligen vital aspekt rörande orsaker till misslyckade förvärv, med fundament i vår teoretiska referensram och den framtagna empirin.

5.3 Orsaker bakom misslyckade företagsförvärv

5.3.1 Misslyckad integration

Bristfällig integration vid företagsförvärv är en vanligt förekommande orsak bakom misslyckande enligt studien, vilket stöds av Roche (2002). Studien visar på två olika perspektiv med avseende på hur snabbt integrationen ska genomföras. Det framgår dels att snabb integration är ytterst viktig för att uppnå ett lyckat resultat och dels att för snabb och för ”hård” integration kan leda till att nyckelpersoner i målbolaget slutar. Enligt Roche (2002) är de första månaderna är viktigast i termer av att uppnå synergier. Vi kan härmed konstatera att en långsam integration sannolikt leder till att företag misslyckas med förvärv, men att hastigheten troligen är beroende av förvärvets karaktär och omfattning. Vid snabb integration förefaller det viktigt att man tar hänsyn till humankapitalet för inte riskera uppsägningar.

Ur studien framkommer att det köpande bolaget överskattar möjligheterna att uppnå kostnadssynergier genom att rationalisera produktionen. Produktionsflyttens omfattning och

tidsåtgång är ofta större än vad man räknat med vilket gör att man förlorar kunder och kostnaderna inte minskar i den utsträckning man planerat. Prayag (2005) belyser dålig utförd integration som en direkt orsak till misslyckande av förvärv. Författaren menar att det viktigaste momentet är förvaltningen efter fusionen och poängterar att integrationen ofta är dåligt planerad. Studien visar att det köpande bolaget lägger för lite tyngd på de problem som finns och att man tror att det kommer ordna sig efter övertagandet. Det kan således tolkas som att man varit dåligt förberedd inför integrationen. Det finns även teoretiska utgångspunkter om organisationens anpassning till förvärvet. Om administration, företagskultur och personal inte kan acklimatiseras är risken stor för misslyckande (Chakravorty, 2012). Vad man kan urskilja ur teorin och vår studie är att integrationsprocessen är komplicerad och ställer stora krav på organisationen i både det köpande företaget och målföretaget. Det framgår att planeringen av integrationen kan stå till svars för hur utfallet av ett förvärv blir. Sammantaget talar i alla fall teorin och vår studie för att integrationen är av stor vikt vilket betyder att en bristfällig integration mycket väl kan vara orsaken till att förvärv misslyckas.

5.3.2 Fel timing

Undersökningen tyder på att fel timing är en vanlig orsak till misslyckade företagsförvärv. Högkonjunkturer ökar ledningars självförtroende, arrogans och således köpvilja, vilket gör att analyserna av målbolagen blir för tunna. Detta kan även resultera i för höga priser. Vidare talar studien för att ett överflöd av pengar på marknaden ofta ger upphov till misslyckade förvärv, eftersom företagsledare kan göra förvärv endast för att göra affärer. Vi finner även mer specifika inslag om att timingen är viktig för de rådande förhållandena vad gäller kunder och ekonomi i det egna bolaget. Dessa resonemang skulle kunna knytas an till teorierna om behavioral economics och agency theory. Scharfstein & Stein (1990) förklarar att managers kan utnyttja flockbeteende för att, vid ett misslyckat förvärv, kunna dela skulden med andra managers som gör samma misstag. Detta skulle kunna förklara varför ledningar tenderar att utföra ogenomtänkta förvärv eftersom att en högkonjunktur innebär en hög frekvens av förvärv, varpå managers kan ta större risker eftersom att de kan dela skulden med andra managers. Detta tar även fäste i teorin om moral hazard, eftersom managers agerar med mindre försiktighet, då de inte fullt ut påverkas av konsekvenserna (Jones, 2004). Inom agency theory finner vi också en tänkbar orsak till respondenternas resonemang; FCF-theory. Denna teori förklarar att managers kan förvärva företag endast för expandera verksamheten,

om det fria kassaflödet är stort (Jensen, 1986). Det skulle då tänkas troligt att ett stort fritt kassaflöde kan vara en bidragande orsak till ett misslyckat förvärv, förutsatt att principal-agentproblemet råder. Liknande teori återfinns i behavioral theory, där Shefrin (2007) förklarar att managers kan överskatta sin förmåga och göra värdeförstörande förvärv, när kassaflödet är högt. Detta förutsätter dock inte att principal-agentproblemet föreligger.

Vidare menar Bazerman och Moore (2009) att det finns en bekräftelsefälla. Även denna teori är applicerbar ur aspekten att managers, enligt studien, kan bli för självsäkra och arroganta vid fel timing. Studien påvisar även att risken för överbetalning är påtaglig vid fel timing, vilket finner stöd i beteendeteorin om förankring. Stracca (2002) hävdar att man kan missa en övervärdering av ett bolag, ty bolagets värde är förankrat med andra bolag som också är övervärderade, vilket ofta sker när budgivarna är många.

Sammantaget finns det flera olika stöd i grundteorin och i vår studie för att fel timing skulle kunna vara en plausibel orsak till misslyckade förvärv. Underlagen förklarar ju hur managers agerande kan vara värdeförstörande för förvärv under specifika externa och interna förhållanden. Fel timing verkar kunna skapa irrationellt agerande hos managers, framförallt när det råder högkonjunktur och förvärv sker med hög frekvens, men även när kassaflödet är stort. Fel timing verkar alltså vara aktuellt under just dessa förhållanden. Vi finner dock ytterst lite fynd om fel timing som orsak i tidigare studier.

5.3.3 Ledningens agerande

Vid övertagandet av målföretaget, i post-förvärvfasen måste ledningen i köparbolaget agera i frågor kring hur de ska styra det förvärvade företaget. Undersökningen visar att det finns risk för misslyckande om man inte hanterar ledningsfrågan på ett korrekt sätt. Den visar även att köparbolaget kan behålla stora delar av den gamla ledningen och i vissa fall låta den gamla VD:n stanna i ledningen. Vidare är det viktigt att ta kontrollen genom att tillsätta en ny funktion i ledningen i form av en högre uppsatt position ifrån köparbolaget. Enligt teorin kan man uppnå synergier genom att minska ineffektiviteten hos ledningen genom företagsförvärv. Vår studie påvisar att en bedömning av ledningen i målföretaget är av stor vikt och att det kan vara fördelaktigt med en bra ledning men också en ineffektiv ledning. Har målföretaget en mindre kompetent ledning finns det möjlighet att

byta ut den och effektivisera vilket stöds av Manne (1965). Däremot är en väl fungerande ledning fördelaktig då man inte behöver vidta några åtgärder avseende ledningen.

Studien finner visst stöd i att köparbolagets ledning ska inta en passiv roll vid övertagandet och inte försöka påverka målföretagets ledning då det kan vara skadligt om målföretagets ledning inte får agera fritt. Det måste klargöras att det är en del av Indutrades förvärvsstrategi att inte tillsätta ny ledning utan låta bolagen verka med nuvarande ledning. Roche (2002) menar att man ska införa bästa praxis från båda bolagen, vilket även framkommer i vår studie.

Enligt teorin är begränsat fokus en orsak till misslyckande inom M&A. Om bolagen har kraftigt olikartade produkter, marknadssystem och kulturer är risken för misslyckande enorm. Kärnkunskaperna och kärnaktiviteter kommer bli otydliga (Maitra, 1996). Enligt undersökningen kan ledningen tappa fokus på befintlig verksamhet vid företagsförvärv vilket kan tolkas som att de tappar fokus på kärnkunskaper och kärnaktiviteter i verksamheten. Detta kan således vara en anledning till att man misslyckas med förvärv.

Ur studien framgår ett annat perspektiv på ledningens ansvar vid företagsförvärv vilket pekar på att det är essentiellt att ledningen får med sig styrelsen. Detta berör pre-förvärvsfasen, d.v.s. innan övertagandet, och att en del förvärv i slutändan kan stoppas av den egna styrelsen. Ledningen måste veta vilka finansiella ramar man arbetar inom och vilket pris som är godtagbart, annars kan styrelsen i vissa fall blockera affären i slutförhandlingarna. Förhandlingskostnaderna kan gå till spillo om styrelsen väljer att blockera förvärvet. Roche (2002) förklarar att i slutskedet av förhandlingarna kan det finnas press på att genomföra affären eftersom stora resurser har investerats fram till slutförhandlingarna. Det som lyfts i studien anser vi vara viktigt då det kan vara en tänkbar anledning till att förvärv inte genomförs, dock inte som en anledning till varför företagsförvärv misslyckas då förvärven inte genomförs om de blockeras av styrelsen.

I studien framgår att det är vanligt att man ersätter omotiverade chefer i målföretaget med motiverade chefer från det köpande bolaget. Det kan vara problematiskt om man inte i god tid hinner ersätta ledningen i målföretaget med kompetenta nyckelpersoner och att det kan leda till komplikationer, och eventuellt ett misslyckat förvärv. Brealey et al. (2008) menar att man inte ska bortse från fördelarna

att slå ihop två företags tillgångar och att företagsförvärv bara är en mekanism där den gamla ledningen byts ut mot en ny ledning. Teorin är delvis tillämpbar på vad vår studie visar angående orsaker bakom misslyckade förvärv, och man kan tolka det som att det är naturligt och nödvändigt i vissa fall att delar eller att hela ledningen byts ut vid förvärv.

Undersökningen påvisar även svårigheterna vad det gäller ledningen vid förvärv av mindre familjeägda bolag. Respondenten menar att om ägaren också är VD för målföretaget kommer motivationen sjunka efter förvärvet. VD:n är ofta en nyckelperson och en viktig resurs för mindre familjeägda bolag, så vid sjunkande motivation eller uppsägning blir det problematiskt för det köpande bolaget. Det finns också risk att den tidigare VD:n upprättar konkurrerande verksamhet. Det finns inget stöd för detta i teorin och vi bedömer att det finns stor sannolikhet att dessa omständigheter kan leda till misslyckade förvärv.

Det måste tas i beaktning att respondenterna i studien verkar inom olika branscher och områden där övertaganden och ledningens agerande kan förklaras av branschspecifika anledningar, förvärvsstrategi och andra omständigheter som påverkar ledningens agerande vid förvärv. Således kan det finnas det olika perspektiv på hur ledningen ska agera vid företagsförvärv och fler orsaker till varför man misslyckas med ledningsfrågorna vid övertagandet. Trots de olika tillvägagångssätten vad gäller ledningen vid övertagandet kan vi, med ovanstående resonemang som grund, konstatera att man nog måste analysera ledningarna för att kunna kompilera en ny effektiv ledning med de bästa egenskaperna utifrån de rådande förutsättningarna.

5.3.4 Kommunikation

Studien tyder även på bristande kommunikation som tänkbar orsak till misslyckade förvärv. Det är viktigt att skapa en dialog med målbolagen så att nyckelpersoner kan fortsätta verka i en positiv miljö. Vidare framgår att en obeslutsamhet i köparbolaget kan orsaka ett misslyckat förvärv, beroende på att man inte varit tydlig mot de inblandade och skapat osäkerhet. Studien belyser även de anställdas roll och tror att det är viktigt att kommunicera med de anställda vad gäller förvärvets motiv och plan, för att således minska risken för oro och negativ energi. Det framgår även att diskrepans mellan företagskulturer kan reduceras med god kommunikation och betonar vikten av att ha en tydlighet vad gäller planen av förvärvet. Chakravorty (2012) menar, i enlighet med ovanstående resonemang, att bristfällig kommunikation är en orsak till misslyckade förvärv eftersom det skapar ovissheter och friktioner mellan de inblandade. Detta ligger även i linje med vederbörandes teori om

undermålig organisatorisk anpassning som orsak till negativa utfall. Studiens fynd rimmar också väl med Roche (2002) påstående om att man måste samordna de anställda efter affären är avklarad. Det råder liten eller ingen tvekan om att en undermålig kommunikation är en plausibel orsak till varför företagsförvärv misslyckas. Våra egna fynd i studien underbygger de teoretiska resonemangen på flera olika plan.

5.4 Analys av misslyckande förvärv

5.4.1 Nolato

Nolatos genomförde ett förvärv av en underleverantör 2001 varpå utfallet blev negativt. Nolato misslyckades med att bedöma framtidsutsikterna för telekombranschen. Vidare har man inte haft tillräckligt med kunskap om branschen trots att man var verksam inom samma område i Sverige. Roche (2002) menar att det är väsentligt att analysera den framtida tillväxtpotentialen och trender inom existerande bransch. Man bör således vara försiktig med att förvärva i branscher med hög teknisk utveckling, vilket Roche (2002) stödjer. Nolatos förvärv är ett direkt exempel på ett misslyckat förvärv i en föränderlig bransch där man misslyckats med att bedöma branschen och marknadens framtidsutsikter. Studien visar att måste ifrågasätta varför bolaget ligger ute till försäljning och att man även måste beakta det faktum att säljaren har tillgång till mer information än köparen, vilket även är fallet enligt Roche (2002). Man kan tolka det som att underleverantörens framtidsbedömningar om framtida marknadsförutsättningar såg annorlunda än Nolatos. Roche (2002) konstaterar att man inte ska sträcka sig för långt utanför den bransch man kan bäst, vilket i Nolatos fall inte var komponenter till mobiltelefonstillverkare.

5.4.2 Stena Line

Stena Lines misslyckade förvärv orsakades av för dålig teknisk inspektion. Detta faller under tidigare resonemang om att en bristfällig due diligence kan orsaka ett negativt utfall. Chakravorty (2012) och studien påvisar detta, men Chakravorty (2012) framhäver också att misslyckande vad gäller en objektiv värdering av bl.a. faciliteter, kan orsaka misslyckade förvärv. Fallet om Stena Line är ett tydligt exempel på detta och gör således orsaken rimlig. Ytterligare teori som skulle kunna figurera som förklaring till det negativa utfallet är bekräftelsefällan (Bazerman & Moore, 2009). Det är troligt att man endast eftersökte information som bekräftade lönsamheten och negligerade således en grundlig inspektion. Dock förefaller detta endast som en spekulativ orsak.

5.4.3 AB GTF

AB GTF:s erfarenhet av misslyckat förvärv föranleddes dels av en bristfällig due diligence, men även av att integrationen av bolagen inte var tillräcklig, vilket minskade kontrollen. Här återfinner vi ytterligare ett belegg för att en bristfällig due diligence kan vara helt avgörande för utfallet av förvärvet. Prayag (2005) klarlägger att dåligt utförd integration kan få det mest anständiga förvärv att raseras. Hariharan (2005) menar vidare att förvärv inte kan lyckas om ledning av den nya enheten inte omedelbart vidtas. Studiens fynd och teorin sammanstrålar här, vilket mynnar ut i en bristfällig integration som en högst tänkbar orsak. Tidigare analys om integration stärker detta påstående ytterligare. En annan bakomliggande orsak till GTF:s misslyckade förvärv skulle i detta fall kunna vara bristfällig kommunikation. Chakravorty (2012) hävdar ju att bristfällig kommunikation kan skapa ovissheter och friktion mellan parter, vilket i GTF:s fall berör den minskade kontrollen av den nya enheten. För att vidare spekulera, kan detta fall förklaras med bristande fokus, godtrogenhet eller rent utav oaktsamhet från den förvärvande ledningens sida. Detta verkar dock inte behandlas i den teoretiska referensramen.

5.4.4 Capman

Capman har gjort ett flertal mindre lyckade förvärv under åren. Externa förhållanden såsom finanskrisen 2008 och oväntad reglering av industri har påverkat resultaten negativt. Dessa är tänkbara anledningar till misslyckande men finns inte möjlighet att återkoppla i teorin eftersom det inte har att göra med företagsförvärv i sig, utan externa förhållanden som inte går att påverka eller förutse. Företagsledningen inte levt upp till förväntningar och lyckats förvalta bolaget på ett bra sätt. Roche (2002) hävdar att det är av stor vikt att målföretaget besitter en kompetent och erfaren ledning. Man kan anta att Capman i de fallen misslyckats eller missat att undersöka huruvida ledning är kompetent eller kapabel till att driva och utveckla målföretaget. Om Capmans målföretag tappat en stor kund efter förvärvet har det påverkat utfallet negativt. Målföretagets förlust av en viktig kund kan bero på olika saker men med koppling till den teoretiska referensramen kan det handla om att man har bristande kunskap om branschen eller felaktigt agerande av ledningen. Chakravortys (2012) påstående om att kunskapsbrister i respektive industri ofta är en orsak till ett misslyckat förvärv skulle kunna förklara varför man förlorar en viktig kund. Som tidigare nämnts i analysen är fel timing en avgörande orsak vid misslyckade företagsförvärv som också skulle kunna föreligga vid förlust av

en stor kund. Bristfällig due diligence har också varit en orsak till misslyckat förvärv för Capman. Enligt teorin finns det ett antal due diligence-relaterade orsaker till misslyckade förvärv. Chakravorty (2012) hävdar att brist på detaljerad analys av finans, management, kompetens samt materiella och immateriella tillgångar är tänkbara anledningar till misslyckande. Författaren säger att köparbolaget kan ha misslyckats med att få en objektiv utvärdering, det vill säga en utvärdering av tillverkningsfaciliteter, produktdesign och distributionssystem och förklarar att köparbolaget inte ska låta sig luras av exempelvis ett toppmodernt högkvarter. Vidare uppger Hariharan (2005) att misslyckad revidering av siffervärden såsom revidering av målbolagets finansiella affärer kan vara en tänkbar orsak. Sammantaget har Capman misslyckats på grund av olika anledningar vid förvärv men vilka i stora drag överensstämmer med teorin, övrigt empiriskt material och tidigare resonemang i uppsatsen.

5.4.5 Bolag X

Bolag X misslyckades med ett förvärv av ett internationellt verksamt komponentföretag i Europa 2011. VD:n hade varit drivkraften bakom försäljningen i bolaget och när han lämnade sin post påverkades bolaget negativt. Studien påvisar andra fall där nyckelpersoner slutat av olika anledningar vilket lett till negativa utfall. Nyckelpersoner som slutar av slumpmässiga skäl är inte en direkt orsak till att förvärv misslyckas, men man kan hävda att bolaget bör ha vidtagit åtgärder och själva tillsatt en kompetent VD med relevant kunskap inom området. Detta tyder på dåligt utförd integration, vilket stärks av teorin. Man kan hävda att köparbolaget inte förberett sig tillräckligt på tänkbara scenarion vid integrationen. Vidare har man inte haft tillräcklig kunskap om branschen. Det finns således liknelser med Nolatos misslyckande där man haft bristfällig kunskap om bransch och framtidsutsikter. Teorin menar som tidigare nämnts i analysen att det är viktigt att bedöma marknadens framtida tillväxtpotential. Vidare pekar det återigen på kunskapsbrister inom industri och marknad, och att det vore en orsak till misslyckande i det här företagsförvärvet (Chakravorty, 2012).

5.4.6 Lifco

Lifco genomförde ett misslyckat förvärv som berodde på att man förbisåg en avgörande brist i målbolaget, eftersom deras due diligence var för långt gången. Detta kan sammanfattas med hybrid som gav slarv, d.v.s. att man överskattade sin egen förmåga att driva och utveckla företag vilket ledde till oaktsamhet. Malmendier och Tate (2004) förklarar att en övertro på sig själv kan resultera i

ej värdeskapande förvärv, vilket rimmar väl med Lifcos fall. Bazerman och Moores (2009) teori om att man som företagsledare söker information som gynnar förvärvet, kan figurera som orsak till misslyckandet. Denna parallell är befogad, eftersom att man förbisåg information som nedvärderade förvärvets nytta. Roche (2002) konstaterar även att man under slutförhandlingarna måste beakta utfallet av förvärvet även om det är ett stort nederlag att avbryta förvärvet i detta skede, eftersom utfallet kan bli ett värre nederlag. Det är således tänkbart att Lifco inte gjorde någon närmare jämförelse mellan förlusten av att avbryta i sent skede och förlusten av ett tänkbart misslyckande. Lifco-fallet kan sammantaget förklaras av ledningen agerat irrationellt och ogenomtänkt.

5.5 Sammanfattning

De olika orsakerna bakom misslyckade förvärv kan, i syfte att öka förståelsen, förklaras m.h.a. en tidslinje. En förvärvsprocess kan karaktäriseras av faserna *Pre-M&A*, *M&A* och *Post-M&A*, där den första fasen är en förberedande del av förvärvsprocessen, den andra en fas där förhandling och transaktion sker och där den tredje är då man fått tillgång till målföretaget. Detta diakrona perspektiv kommer att fungera som fundament till nästa avsnitt, där vi formulerar våra slutsatser.

6. Slutsatser

I detta avsnitt redogör vi för de slutsatser vi dragit utifrån studien. Slutsatserna är av generell karaktär och omfattar hela undersökningen. Dessa sammanfattas i en modell. Till sist återger vi vår syn på studiens bidrag till den teoretiska och praktiska sfären samt förslag till fortsatt forskning.

6.1 Reflekterande slutsatser

Studien påvisar förekomsten av motiv som orsak till misslyckade förvärv, d.v.s. destruktivt motiv. Maktmotiv är ett sådant och är frekvent förekommande, enligt studien. Maktmotiv kan vara en stor orsak till misslyckade förvärv eftersom det ju föregår hela förvärvsprocessen. Däremot har studien empiriska bevis på att en styrelse med svag roll kan öka förekomsten av destruktiva motiv. Vår studie visar även på att en skild motivbild, bolagen emellan, kan komma att sätta destruktiva avtryck genom hela förvärvet. Studien framhåller missbedömning av framtidsutsikter vad gäller bransch, marknad och tillväxtpotential som en plausibel orsak till misslyckande. Det framgår dock ingen distinkt matris för tidsaspekten angående framtidsutsikterna i studiens fynd, vilket beror på svårigheten och/eller branschens komplexitet. Studien bekräftar även att bristfällig kunskap inom branschen är en högst rimlig orsaksgrund till misslyckade förvärv. Fynden dementerar dock det skenbara axiomat att man endast kan förvärva bolag inom sin egen bransch. Det framkommer även att förvärv inom en bransch med hög teknologisk förändring ökar risken för ett ofördelaktigt utfall. Studien påvisar också fel timing som en rimlig orsak till misslyckade förvärv. I detta avseende syftar fel timing på förvärv i högkonjunktur och/eller vid högt kassaflöde, vilket har visat sig kunna skapa irrationellt förfarings sätt hos managers under förvärv. En undermålig due diligence är en direkt orsak till misslyckat utfall vid företagsförvärv, enligt studien. Den framhåller också vikten av due diligence med avseende på företagskultur, vilken också är den mest negligerade. Vidare kan vi konstatera att en skral relation med målföretaget föranleder dålig tillgång till information eller tillgång till mindre kvalitativ information. Bristfällig information resulterar sedan i undermålig due diligence och således ett misslyckat förvärv. Studien visar belägg för att överbetalning är en plausibel orsak till att förvärv misslyckas. Analysen accentuerar samtidigt att denna orsak är en kombination av ledningens övertro på sin förmåga, konkurrensutsatt budgivning och fel värdering av målbolaget. Vi kan även konstatera att en långsam omorganisering, med avseende på rationaliseringar, vid övertagandet av målbolaget kan åstadkomma undermåligt resultat av förvärv. Vi finner belägg för att en otillräcklig integration

med stor sannolikhet kan figurera som en orsak till misslyckade förvärv. Om det inte finns en tillräckligt utförlig planering och förberedelse för detta moment, är risken stor för misslyckande. Studien föreslår att misslyckande vad gäller köparbolagets förmåga att sammansätta en effektiv ledning utefter rådande premisser, ofta leder till misslyckade förvärv. Om man som köparbolag inte lägger kraft på engagemang och att kommunicera förvärvets motivbild och plan med inblandade parter, kan oro och ovisshet uppstå i företagsmiljön. Detta kommer rimligen leda ett negativt utfall.



Figur 1.

6.2 Studiens bidrag

Vår studie bidrar med en god inblick i den inneboende komplexiteten om varför företagsförvärv misslyckas. Studien tillhandhåller betydelsefull information till det teoretiska och praktiska fältet. Praktiskt verksamma inom området kan få vägledning i förvärvsprocesser vad gäller beslutsfattande och agerande för att kunna genomföra lyckade förvärv. Studiens bidrag till den teoretiska sfären innefattar aspekter på hur företagsledare hanterar företagsförvärv och vad de värdesätter i förvärvsprocessen. M.h.a. modellen kan man få en uppfattning om vilka problem som kan uppstå i en förvärvsprocess samt var i processen de uppstår. Därav har vi eftersträvat att komplettera teorin med empiriska erfarenheter av företagsförvärv.

6.3 Vidare forskning

Vi anser att vidare forskning kan belysa huruvida timingen av företagsförvärv kan påverka utfallet. Det hade varit intressant att djupare undersöka om externa ekonomiska förhållanden, av typen hög- och lågkonjunktur, påverkar utfall och frekvens av förvärv. Ett annat forskningsområde skulle kunna vilken roll styrelsen spelar i förvärvsprocessen och hur detta kan påverka förvärvets karaktär. Vidare ser vi att fortsatt forskning kan fokusera på om det existerar dolda motiv bakom förvärv och vilka dessa i så fall är.

Bilaga 1

Intervjufrågor

1. Vilka var/är de vanligaste motiven till era förvärv?
2. Vilka är de kritiska momenten i en förvärvsprocess?
4. Kan du ge konkreta exempel på ett lyckat och ett mindre lyckat förvärv i er verksamhet?
5. Vad tror du de flesta bolag gör för fel vid misslyckade förvärv?
6. Tror du motiven till ett förvärv kan vara en bidragande orsak till ett negativt utfall? Varför?

Bilaga 2

Respondenter

CT = Christian Tegenmark, Junior Partner, Segulah

FK = Fredrik Karlsson, CEO, Lifco

GB = Gunnar Blomdahl, f.d. CEO, Stena Line

GF = Guy Fardell, f.d. VD och Ägare, AB GTF

HI = Hanna Ideström, Investment Manager, Capman

KG = Kennet Göransson, CFO, Indutrade

PH = Per-Ola Holmström, CFO, Nolato

RA = Rune Andersson, Grundare och Styrelseordförande, Mellby Gård AB

SL = Sven-Åke Lewin, Partner, Avantus

XX = Anonym respondent

Bilaga 3

Företagsbeskrivningar

AB GTF

AB GTF verkade inom laboratorieteknik i Sverige och Danmark med 55 anställda och 115M SEK i omsättning. Respondenten har genomfört ett förvärv, varit inblandad fem påbörjade förvärv och själv blivit förvärvad av ett internationellt bolag (Fardell, 2013).

Avantus

Avantus är en oberoende svensk corporate finance-rådgivare som fokuserar på medelstora företagsöverlåtelser och kapitalanskaffningar normalt med ett företagsvärde på 10-100M EUR (Avantus, 2014).

Capman

Capman är ett nordiskt private-equity bolag med investeringar i medelstora företag inom data- och telekommunikationsbranscher samt hälsovård. Capman har över 70 anställda i stockholm, helsingfors och köpenhamn. De förvaltar fonder med ett totalt värde på 15200M SEK (Capman, 2013).

Indutrade

Indutrade har drygt 4000 anställda i 26 länder i fyra världsdelar. Företaget har 180 dotterbolag och en omsättning på 8384M SEK. De senaste tio åren har man gjort 90 företagsförvärv. Förvärvsstrategin bygger på att förvärva nischade teknikförsäljningsbolag i länder som har stark handelstradition och förvärv av internationella nischade bolag med egna produkter (Indutrade, 2013).

Lifco AB

Lifco AB är helägt av Carl Bennet AB group och har en omsättning på 6200M SEK och 3000 anställda. Lifco strävar efter att förstärka deras marknadsposition genom förvärv och organisk tillväxt. Antal bolag uppgår till 100 och de är verksamma i över 30 länder. Bolaget är verksamt inom dentalprodukter, maskiner & verktyg, sågverksutrustning, kontraktstillverkning, fordonsinredning och miljöteknik (Lifco, 2013).

Mellby Gård Holding AB

Mellby Gård Holding AB är en industrikoncern som utgörs av 14 bolag. Koncernen uppger på sin hemsida att nyetableringar, förvärv, produktutveckling likväl strategiförändringar och marknadsanpassningar sker regelmässigt (Mellby Gård, 2013). Antal anställda uppgick till 1160 för 2012/2013 med en omsättning på ca 10000M SEK (Allabolag, 2013).

Nolato

Nolato är en börsnoterad koncern som inkluderar 17 bolag inom medicinteknik, läkemedel, telekom, fordon och andra industrisektorer. Nolato har huvudkontoret i Torekov men verkar i Europa, Asien och Nordamerika. Koncernen har växt fram genom organisk tillväxt och förvärv och har idag cirka 10.000 anställda med en omsättning på 3874M SEK (Nolato, 2014).

Segulah

Segulah är ett private-equity bolag som äger och utvecklar medelstora företag. Segulah förvaltar 8500M SEK i tre fonder med huvudsakligen kapital från internationella förvaltare. De äger för nuvarande 10 portföljbolag och affärsidén bygger på ett aktivt ägande genom att tillföra kompetens, fokus och kapital till sina bolag.

Stena Line

Stena Line är ett av världens största färjerederier med färjelinjer i Skandinavien, runt Storbritannien och i Baltikum. Stena Line har en omsättning på 10000M SEK och har idag runt 6000 anställda. De uppger att deras starka marknadsposition är resultatet av innovativ företagskultur som stimulerar service- och produktutveckling i kombination med strategiska företagsförvärv.

Bolag X

Anonymt bolag.

Referenslista

Andersson, S. (1979) *Positivism kontra hermeneutik*. Göteborg: Korpen.

Angwin, D. (2007) *Mergers and acquisitions*. Blackwell: Oxford.

Angwin, D. (2007) Motive Archetypes in Mergers and Acquisitions (M&A): The Implications of a Configurational Approach to Performance. *Advances in Mergers & Acquisitions*, Vol. 6, s.77-105.

Arbnor, I och Bjerke, B (1994) *Företagsekonomisk Metodlära*. 2 Uppl. Lund: Studentlitteratur

Banal-Estañol, A. och Seldeslachts, J. (2011) Merger Failures. *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 20, s. 589–624.

Barney, J. (2002) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. 2. Uppl. Pennsylvania: Pearson Higher Education.

Bazerman, M.H. och Moore, D.A. (2009) *Judgment in Managerial Decision Making*. 7 Uppl. Cornell University: Wiley.

Bellinger, L. och Hillman, A. (2000) Does Tolerance Lead to Better Partnering?: The Relationship between Diversity Management and M&A Success. *Business & Society*, vol. 39, no. 3, s. 323-337.

Blunck, B.W. (2009) *Creating and Appropriating Value from Mergers and Acquisitions – A Merger Wave Perspective: A Dissertation*. Aarhus: The Faculty of Social Sciences, University of Aarhus.

Brealey, R, Myers, S och Allen, F. (2008) *Principles of Corporate Finance*. 9 Uppl. Irwin: McGraw-Hill.

Brouthers, K, van Hastenburg, P och van den Ven, J. (1998) If most mergers fail why are they so popular? Long range planning. *Elsevier Science*, vol. 31, no. 3, s. 347-353.

Bruner, R (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*. 1 Uppl. Hoboken: Wiley.

Bryman, A. (2009) *Samhällsvetenskapliga metoder*. Stockholm: Liber.

Bryman, A. och Bell, E. (2013) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Stockholm: Liber.

Chakravorty, J.N. (2012) Why do Mergers and Acquisitions quite often Fail? *Journal of Advances In Management*, vol. 5, no. 5, s. 21-28.

Das, T.K. and Teng, B. (2000) A Resource-Based Theory of Strategic Alliances. *Journal of Management*, vol. 26, s. 31- 61.

DePamphilis, D.M. (2008) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. 4 Uppl. Salt Lake City: Academic Press.

Gaughan, P. (2007) *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. 4 Uppl. Hoboken: Wiley.

Goold, M. och Campbell, A. (1998) Desperately Seeking Synergy. *Harvard Business Review*, vol. 76, no. 5, s. 131-143.

Graneheim, U. H, och Lundman, B. (2004) Qualitative content analysis in nursing research: concepts, procedures and measures to achieve trustworthiness. *Nurse education today*, vol. 2, no. 24, s. 104-112.

Gugler, K, Mueller, D, Yurtoglu, B och Zulehner, C. (2003) The Effects of Mergers: An International Comparison. *International Journal of Industrial Organization*, vol. 21, s. 625-653.

Hariharan, P.S. (2005) Pitfalls in Mergers, Acquisitions and Takeovers (A-Z of Merger Failures). *The Management Accountant*, vol. 40, no. 10, s. 763-766.

Hendrikse, G. (2003) *Economics and Management of Organizations – Co-ordination, Motivation and Strategy*. 1 Uppl. Irwin: McGraw-Hill.

Herath, J och Jahera, J. (2002) Real options: valuing flexibility in strategic mergers and acquisitions as an exchange ratio swap. *Managerial Finance*, vol. 28, no. 12, s. 44-62.

Jacobsen, D.I. och Thorsvik, J. (2002) *Hvordan organisationer fungerer – indføring I organization og ledelse*. Köpenhamn: Hans Reitzels Forlag.

Jacobsen, I. J. (2007) *Vad, Hur och Varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Malmö: Studentlitteratur.

Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, s. 323-329.

Jensen, M.C. och Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, s. 305-360.

Jones, T. (2004) *Business economics and managerial decision making*. West Sussex: J. Wiley.

Kahneman, D. och Tversky, A. (1973) On the Psychology of Prediction. *Psychological Review*, vol. 80, s. 237- 251.

Klayman, J, Soll, J, González-Vallejo, C och Barlas, S. (1999) Overconfidence: It Depends on How, What, and Whom You Ask. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 79, no. 3, s. 216-247.

Maitra, D. (1996) Mega Money Mergers. *Business Today*, vol. 5, no. 23, s. 82-93.

Malmendier, U. och Tate, G. (2005) CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, vol. 60, no. 6, s. 2661-2700.

Roche, R. P. (2002) A winner's guide to M&A planning. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, vol. 13, s. 3–9.

Roll, R. (1986) The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, vol. 59, no. 2, s. 197-216.

Prayag, A. (2005) M&Aing It Work. *Praxis-Business Line's Journal on Management*, vol. 6, no. 2, s. 34-41.

Scharfstein, D.S. och Stein, J.C. (1990) Herd Behavior and Investment. *The American Economic Review*, vol. 8, no. 3, s. 465-479.

Shefrin, H. (2007) *Behavioral Corporate Finance – Decisions that Create Value*. 1 Uppl. Irwin: McGraw-Hill.

Shleifer, A. och Vishny, R.W. (1989) Management Entrenchment – The Case of Manager-specific Investments. *Journal of Finance Economics*, vol. 25, s. 123-139.

Stracca, L. (2002) Behavioral Finance and Aggregate Market Behavior: Where do we stand? *Discussion Papers in Economics*, vol. 10, no. 2, s. 1-35.

Sudarsanam, S. (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions – The Challenges*. 1 Uppl. Pennsylvania: Pearson.

Vazirani, N (2012) Mergers and Acquisitions Performance Evaluation - A Literature Review', *SIES Journal Of Management*, vol. 8, no. 2, s. 37-42.

Walter, G. och Jay, B. (1990) Management Objectives in Mergers and Acquisitions. *Strategic Management Journal*, vol. 11, no. 1, s. 79-86.

Weston, F., Mitchell, M. and Mulherin, H. (2004) *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. 4 Uppl. Pennsylvania: Pearson

Internet

Alla bolag (2013) Mellby Gaard Holding AB.

http://www.allabolag.se/5565630323/Mellby_Gard_Holding_AB (Hämtad 3 januari, 2014)

Avantus (2014) Om Avantus. <http://www.avantus.se/om-avantus/> (Hämtad 3 januari, 2014)

Capman (2013) Nyheter och material. https://www.capman.com/capman-group/news-and-materials/releases/release/t=CapMan+strengthens+its+Buyout+operations+in+Sweden+and+Denmark/id=18516617/cm_language=sv_SE (Hämtad 3 januari, 2014)

Lifco (2013) Om Lifco. <http://lifco.se/about/> (Hämtad 3 januari, 2014)

Mellby Gård AB (2013) Om oss. http://s10.se/mellby_gaard/?page_id=17 (Hämtad 3 januari, 2014)

Indutrade (2013) Om Indutrade. <http://indutrade.se/Om-Indutrade/Forvarvsprocessen/> (Hämtad 3 januari, 2014)

Nolato (2014) Nolatokoncernen. <http://www.nolato.se/page/2/html/nolatokoncernen.html> (Hämtad 3 januari, 2014)

Segulah (2013) Om Segulah. <http://www.segulah.se/om-segulah.aspx> (Hämtad 3 januari, 2014)

Stena Line (2013) Om oss. <http://www.stenaline.se/om-oss> (Hämtad 3 januari, 2014)

Personlig kommunikation

Fardell, Guy, f.d. VD och Ägare AB GTF. Intervju, 10 Dec 2013.