



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Högre pris på grund av kris?

En kvalitativ studie om Covid-19-pandemins påverkan på förvärvspremier

Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell Ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Vårterminen 2021

Handledare: Jon Williamsson

Författare:

Augustsson Ida

Lilja Therese

Förord

Vi vill tacka vår handledare Jon Williamsson för kontinuerligt stöd genom hela skrivprocessen och värdefulla insikter under processens gång. Vidare vill vi tacka vår opponentgrupp för viktiga synpunkter och förbättringsförslag under seminarier under arbetets gång.

Slutligen vill vi rikta ett stort tack till de respondenter som ställde upp på intervjuer och som bidrog med sin tid och engagemang samt värdefull information och intressanta iakttagelser.

Göteborg 2021-05-26

Ida Augustsson

Therese Lilja

Sammanfattning

- Titel:** Högre pris på grund av kris? - En kvalitativ studie om Covid-19 påverkan på förvärvspremier
- Författare:** Ida Augustsson och Therese Lilja
- Handledare:** Jon Williamsson
- Lärosäte:** Företagsekonomiska Institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
- Nyckelord:** Företagsförvärv, M&A, förvärvspremie, Covid-19, kris.
- Bakgrund:** Företagsförvärv utgör en central företeelse i näringslivet och trots att 2020 var ett år präglat av en pandemi som Covid-19 så har förvärvsmarknaden fortsatt växa. En viktig del i ett förvärv är dess värdering och prissättning vilket riskerar att påverkas under en kris som Covid-19 där prognoser blir mer osäkra. Det är anmärkningsvärt att företag väljer att fortsätta genomföra förvärv som inkluderar förvärvspremier trots en pågående pandemi. Den lågkonjunktur som en kris för med sig kan skapa möjligheter till fördelaktiga investeringar samtidigt som den ökade osäkerheten antas öka risken för en förlustaffär. Det är därmed viktigt att kunna genomföra grundliga analyser för att motivera det satta priset och därmed förvärvspremier.
- Syfte:** Uppsatsen syftar till att identifiera vilka faktorer som påverkar förvärvspremier under en kris som Covid-19, samt hur de olika parterna i ett företagsförvärv kan gynnas eller missgynnas under en kris som Covid-19.
- Metod:** Uppsatsen har genomförts med en kvalitativ ansats där empiri har samlats in genom kvalitativa intervjuer. Intervjuer har genomförts med sju respondenter som alla utgör väsentliga parter vid företagsförvärv. Intervjuerna följde en semi-struktur där respondenterna fick möjlighet att utveckla och ge exempel utifrån egna erfarenheter. Intervjuerna kompletterades med forskning inom företagsförvärv för att möjliggöra en jämförelse mellan praktikers perspektiv och forskning som gjorts inom ämnet för att bidra med en utvecklad syn på förvärvspremier.
- Slutsatser:** Generellt sett är det samma faktorer som påverkar en förvärvspremie under en kris som Covid-19 som under normala förhållanden. Däremot har omständigheter som finansiering och konkurrens påverkats av krisen som därmed har haft effekter på förvärvspremiers storlek. Ingen part tycks ha gynnats eller missgynnats av krisen, utan det är högst beroende på vilken bransch företaget befinner sig i.

Abstract

- Title:** Higher prices because of a crisis? - A qualitative study on the impact of Covid-19 on acquisition premiums
- Authors:** Ida Augustsson and Therese Lilja
- Supervisor:** Jon Williamsson
- University:** Department of Business administration, School of Business, Economics and Law at the University of Gothenburg
- Keywords:** Acquisition, M&A, acquisition premium, Covid-19, crisis
- Background:** Acquisitions are a central phenomenon in the business market and despite the fact that 2020 was a year including a pandemic such as Covid-19, the acquisition market has continued to grow. An important part of an acquisition is the valuation and pricing, which risks being affected during a crisis such as Covid-19, where forecasts become more uncertain. It is remarkable that companies continue to make acquisitions including premiums despite an ongoing pandemic. The recession that a crisis brings can create opportunities for profitable investments, at the same time as the increased uncertainty is assumed to increase the risk of a loss-making transaction. It is therefore important to be able to carry out thorough analyses of what justifies the set price and thus acquisition premiums.
- Purpose:** The thesis aims to identify the factors that affect acquisition premiums during a crisis such as Covid-19, and how the various parties in an acquisition might experience advantages or disadvantages during a crisis such as Covid-19.
- Method:** The thesis has a qualitative character where the empirical evidence has been collected through qualitative interviews. Interviews were conducted with seven respondents, all of whom constitute essential parties in an acquisition. The interviews followed a semi-structure where the respondents had the opportunity to evolve their answers and give examples based on their own experiences. The interviews were supplemented with research within acquisitions to contribute with an extended view on acquisition premiums.
- Conclusion:** In general, these are the same factors that affect an acquisition premium during a crisis such as Covid-19 as under normal conditions. On the other hand, circumstances such as financing and competition have been affected by the crisis, which thus has influenced the size of acquisition premiums. No party seems to have experienced any advantages or disadvantages by the crisis, but it is highly dependent on which industry the company is in.

Begrepp och definitioner

Uppsatsen har som fokus att undersöka en företeelse inom företagsförvärv, nämligen förvärvspremie, och för att få en grundläggande förståelse för företeelsen kommer företagsförvärv över lag diskuteras samtidigt. Ett flertal av artiklarna och litteraturen som används i uppsatsen kopplar samman förvärv, fusion och övertag, därmed kommer även dessa beröras i samband med förvärvspremier.

Nedan förklaras centrala begrepp inom området företagsförvärv som behandlas i uppsatsen.

Företagsförvärv - "När ett företag köper ett företag av ett företag rör det sig om företagsförvärv" (Sevenius, 2011, s. 32).

Förvärvande företag/köpare - Företag som har för avsikt att förvärva ett målföretag.

Förvärvspremie/Premiumbud - Delen av priset som överstiger marknadsvärdet av målföretaget (Corporate Finance Institute, u.å.-a). I ett onoterat bolag gäller det priset över det bokförda värdet.

M&A - Mergers and Acquisitions, det vill säga fusioner och företagsförvärv

Marknadsvärde - Ett företags antal aktier multiplicerat med aktiepriset.

Multipel - Värderingsmodell som passar börsnoterade bolag. Kräver att man har tillgång till liknande företags värderingar. En multipel är medelvärdet av liknande företag där nyckeltal som P/E-tal och EV/S-tal används för beräkningen (Calculate, u.å.).

Målföretag - Företag som det förvärvande företaget har för avsikt att förvärva.

Synergi - Aktiviteter i syfte att driva ekonomiska fördelar som stordriftsfördelar, ökad beläggning vid produktionsanläggningar, lägre ränta på finansiering, korsförsäljning etcetera (PwC, u.å.). Värdet av en synergi beräknas genom det sammanslagna värdet på det köpande företaget och målföretaget subtraherat med de individuella värdena på de två företagen (Ross et al., 2009).

Run-up - Aktiens kumulativa abnormala avkastning på målföretagets aktie en period före ett tillkännagivande/offentliggörande av bud (Schwert, 1996).

The winner's curse - The winner's curse innebär att det vinnande budet i en budgivning överstiger det verkliga värdet på objektet. Klyftan kan bero på ofullständig information, känslor eller andra subjektiva faktorerers påverkan (Investopedia, 2021).

Tillväxt - Ökning över tiden av produktionen av varor och tjänster (NE, u.å.-a).

Toehold position - Köp av mindre än fem procent av utestående stamaktier i ett företag, i syfte att vid ett senare tillfälle köpa en mycket större andel (Corporate Finance Institute, u.å.-b).

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Syfte	5
1.4 Frågeställningar	5
1.5 Avgränsningar	5
2. Metod och metodval	6
2.1 Metodansats	6
2.2 Litteratur	6
2.3 Kvalitativa intervjuer	7
2.3.1 Val av respondenter	8
2.4 Tolkning av data	12
2.5 Källkritik och trovärdighet	12
2.6 Etiska aspekter	13
3. Teoretisk referensram och resultat av litteraturstudier	15
3.1 Vad är företagsförvärv?	15
3.1.1 Processen	15
3.1.2 Betalningsmetod	16
3.1.3 Parter, aktörer och intressenter	16
3.2 Hur går värderingen till vid förvärv?	17
3.3 Vad är en förvärvspremie?	17
3.4 Vad säger forskning om förvärvspremier?	18
3.4.1 Förvärvspremiens storlek	18
3.4.2 Bakomliggande faktorer	19
3.4.3 Aktieägarnas kontroll	21
3.4.4 Betalning med aktier	21
3.4.5 Finansiella kriser	23
3.5 Sammanfattning av teori	25
4. Empiri	26
4.1 Allmänt om företagsförvärv	26
4.2 Faktorer som påverkar förvärvspremie	27
4.3 Covid-19 påverkan på förvärvspremie	30

4.4 Gynnar krisen någon part?	31
5. Analys	33
5.1 Faktorer som påverkar förvärvspremie	33
5.2 Covid-19 påverkan på förvärvspremie	35
5.3 Gynnar krisen någon part?	36
6. Diskussion	38
6.1 Diskussion om analys	38
6.2 Metodkritik	40
7. Slutsatser och vidare forskning	42
7.1 Slutsatser	42
7.2 Vidare forskning	43
8. Referenser	44
9. Bilagor	48
9.1 Intervjuunderlag	48

1. Inledning

Inledningen bidrar med en introduktion till ämnet företagsförvärv och ger en övergripande beskrivning av förvärvspremier. Vidare diskuteras ämnets relevans och aktualitet med hänsyn till Covid-19, samt vilka problem som kan uppkomma i samband med företagsförvärv och förvärvspremier under en kris. Fortsättningsvis tydliggörs vilka parter som är involverade i företagsförvärv och hur de eventuellt kan gynnas av att genomföra förvärv under krisartade förhållanden. Slutligen presenteras uppsatsens syfte och frågeställningar.

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv är ett fenomen som får mycket uppmärksamhet i näringslivet. De uppfattas som viktiga händelser eftersom de långsiktigt förändrar förutsättningarna för alla inblandade parter, såväl aktieägare som kunder, leverantörer och konkurrenter. Företagsförvärv är därför tillika förknippat med risker då det i praktiken ofta är svårt att avgöra om fördelarna överväger nackdelarna (Sevenius, 2011). Dessutom är det en ständigt aktuell företeelse eftersom det konstant påverkar näringslivet och bidrar till skapandet av nya möjligheter.

I många företag är företagsförvärv en del av affärsverksamheten, i flertalet utgör företagsförvärv till och med en aktivitet för att uppnå strategiska mål (ibid). I och med att företagsförvärv är en relativt vanligt förekommande företeelse i svenskt näringsliv finns det en stor marknad med flera aktörer som erbjuder olika typer av expertis inom området för att ge stöd i processen och genomförandet av företagsförvärv. I ett företagsförvärv finns det primärt två parter, en köpare och en säljare. Köparen utgör den part som har som målsättning att förvärva genom att till exempel placera bud på målföretaget, medan säljaren utgör den part som äger målföretaget, och beslutar om att acceptera budet och genomföra transaktionen (ibid). Andra aktörer som är involverade i ett företagsförvärv är styrelse, rådgivare, konsulter, jurister, finansiärer, med flera (ibid). Vidare utgör företagsförvärv en central del i affärsidén i en del företag, vilket innebär att den huvudsakliga affärsverksamheten innebär att avyttra och förvärva affärsenheter och företag (ibid).

De flesta företag som genomför företagsförvärv har som motivering att addera värde i företaget, som investerare inte själva kan addera (Berk & DeMarzo, 2017). En typ av värdeökande faktor som företag vill inkludera är skalfördelar, vilket möjliggörs vid en utökning av företagets

storlek. Skalfördelar inkluderar bland annat besparingar i produktion, sammanslagning av marknadsföring samt distribution av produkter (Berk & DeMarzo, 2017). En nackdel är den ökade kostnaden i och med den ökade storleken eftersom chefer ofta upplever svårigheter med att kontrollera den nyfunna storleken på företaget (ibid). Utöver skalfördelar finns ytterligare bakomliggande faktorer som motiverar företagsförvärv, exempelvis addering av expertis till företaget, monopol fördelar, effektivitets fördelar genom eliminering av dupliceringar samt diversifiering (ibid). Dessutom nämner Berk och DeMarzo (2017) att chefer kan ha personliga agendor att genomföra ett företagsförvärv.

Det finns ett flertal faktorer att ta hänsyn till vid ett företagsförvärv. En central del i processen är värderingen av företaget, då det kan bidra till uppkomsten av en del problem. Värderingen av målföretaget är av väsentlig betydelse eftersom det innebär stora kostnader, således krävs en så rättvis värderingen som möjligt för att köparen inte ska gå med förlust (ibid). Genomförandet kräver därför noggranna finansiella analyser och innebär att köparen undersöker både de operationella aspekterna såväl som de framtida kassaflöden som investeringen inkluderar (ibid).

1.2 Problemdiskussion

Något som förekommer vid företagsförvärv är förvärvspremie, vilket definieras som skillnaden mellan företagets marknadsvärde och det pris köparen betalar (Corporate Finance Institute, u.å.-a). Förvärvspremier definieras vanligtvis även som goodwill och tillhör företagets immateriella tillgångar. Således stämmer inte alltid det pris som betalas vid ett företagsförvärv överens med det bokförda värdet av målföretaget, istället överstiger det pris som betalas det bokförda värdet, det vill säga att en förvärvspremie uppstår (Ross et al., 2009). När ett erbjudande om köp uppstår är det inte givet att erbjudandet accepteras vid budets pris eftersom både styrelse och aktieägare kan begränsa köpet genom att inte acceptera det placerade budet (Berk & DeMarzo, 2017). Det medför i sin tur att köparen kan behöva betala en premie för att affären ska godkännas (ibid).

Tidigare uppsatser (Bergh & Neergaard, 2011; Fardell & Ekelius, 2013) fokuserar på att utvärdera prestationen av företagsförvärv och undersöker bakomliggande faktorer till lyckade respektive misslyckade företagsförvärv. Bergh & Neergaard (2011) konstaterar i sin studie att synergier beror på anledningen till ett förvärv och att värdet av synergier skapar ett intervall

för förvärvspremier. Fardell och Ekelius (2013) finner i sin studie att överprisering är en möjlig orsak till varför förvärv misslyckas. Eftersom priset är en central del i ett förvärv är det överraskande att så pass få studier undersökt de bakomliggande faktorerna till en förvärvspremie. Fu et al. (2013) visar att övervärderade bud tenderar att resultera i sämre framtida prestation i företaget än bud som inte är övervärderade. Vidare kan övervärderade bud leda till så pass höga premier att de genererar negativa synergier, när målet är att generera positiva synergier. Resultatet blir således att det köpande företaget hade varit bättre utan ett förvärv som genomförs vid överpris (ibid). Det är därför viktigt att de bud som placeras av köpare vid ett förvärv är väl genomtänkta och utvärderade för att inte orsaka negativa effekter för företaget. Utöver Fralich och Papadopoulos (2018) studie, som undersöker sambandet mellan förvärvspremier och den finansiella krisen 2008, föreligger det brist på forskning om hur förvärvspremier ter sig under olika omständigheter, som exempelvis vid kriser. Därav är det aktuellt att undersöka förekomsten av förvärvspremier och framförallt hur företagsledningen påverkas under en kris som exempelvis Covid-19.

Årligen sker tusentals företagsförvärv i Sverige (Sevenius, 2011) och 2020 var inget undantag, trots ett år präglad av en världslig kris i form av Covid-19-pandemin (Svd, 2021). Det är dock inte första gången världen genomlider en pandemi, för nästan 100 år sedan, 1918, drabbade Spanska sjukan hela världen (NE, u.å.-b). När Spanska sjukan slog till i Sverige drabbades produktion såväl som ekonomin hårt (Karlsson et al. 2014), näringslivet utsattes för negativa konsekvenser och förmodligen påverkades även förvärvsmarknaden. Däremot började den andra vågen av förvärv i USA 1919 vilket alltså pågick under Spanska sjukans andra halva (CleverISM, 2019). Att en pandemi har negativa påföljder är otvivelaktigt, däremot saknas grundliga studier på hur en pandemi påverkar förvärvsmarknaden. Covid-19-pandemin har haft stor påverkan i näringslivet under det senaste året och inte minst på antalet företagsförvärv som skedde i världen, ytterligare har det även påverkat det totala värdet av de företagsförvärv som genomfördes (Svd, 2021). Sedan starten av Covid-19-pandemin, mars 2021, har Sverige utmärkt sig med sina unika hanteringsmetoder och fortsatte att utmärka sig även på förvärvsmarknaden (ibid). Som följd av Covid-19-pandemin har flertalet företag drabbats ekonomiskt (ECHR, u.å), vidare kan detta även antas ha en möjlig negativ påverkan på företags bokförda värden. Följaktligen kan låga värderingar av företag bidra till lägre priser vid företagsförvärv och eventuellt ligga till grund för den ökning av antal företagsförvärv i Sverige det senaste året.

Majoriteten av de företagsförvärv som genomförs årligen överstiger målföretagets marknadsvärde (Dionne et al., 2015). Följaktligen är det intressant att företag fortsätter att genomföra företagsförvärv trots en pågående pandemi och lågkonjunktur, som dessutom inkluderar förvärvspremier. Att genomföra ett företagsförvärv under en lågkonjunktur har visat sig vara till fördel för det köpande företaget då de genererar högre avkastning än om förvärvet sker under en högkonjunktur (Pangarkar & Lie, 2004), eftersom en kris ofta medför en lågkonjunktur kan en pandemi därmed förutspå gynna företag som väljer att förvärva. En kris försvårar emellertid företagsvärderingen vid förvärv då prognoser förväntas bli mer osäkra än vanligt, vilket i sin tur ökar risken för köparen att ingå i en förlustaffär. Att ta risker under osäkra förutsättningar kan ge extrema följder som köpare eller säljare antingen gynnas eller missgynnas av. Det finns alltid en risk på marknaden när företag väljer att göra investeringar, men under en kris antas risken vara betydligt högre, vilket kan sluta i konkurser såväl som framgångsrika investeringar. Den ökade risken syntes tydligt i mars 2020 då börsen hade sitt mest hastiga ras jämfört med tidigare börskrascher (Söderberg & Partners, 2020). Därmed antas de som lyckats generera positiv avkastning under pandemin gynnats mer än vanligt, medan de som inte lyckats missgynnats betydligt mycket mer än vanligt.

Den osäkerhet en kris innebär skapar osäkerheter hos parterna i ett företagsförvärv (Fralich & Papadopoulos, 2018), för att lättare kunna fatta beslut är det av stor betydelse med tillgänglig forskning och undersökningar som praktiker skulle kunna använda sig av. Därav är det relevant att förstå om det är samma bakomliggande faktorer till förvärvspremie under en pandemi som i vanliga fall eller om det finns skillnader. Det är viktigt för både köpare och säljare att förstå varför en förvärvspremie uppstår, då köparen kan undvika onödiga kostnader vid betalning av överpriser och säljaren kan taktiskt sett öka priset. Sevenius (2011) skriver att tidigare kriser, som finanskriser, haft stor påverkan på både antalet och storleken av förvärv som sker under den perioden. Följaktligen är det aktuellt att komma underfund med huruvida Covid-19-pandemin skulle kunna påverka och eventuellt gynna det köpande företaget, genom att sänka det bokförda värdet på målföretaget, och isåfall om det köpande företaget därmed kan betala en förvärvspremie till ett lägre pris än under normala omständigheter, det vill säga när världen inte befinner sig i ett krisläge.

1.3 Syfte

Uppsatsen syftar till att identifiera vilka faktorer som påverkar förvärvspremier under en kris som Covid-19, samt hur de olika parterna i ett företagsförvärv kan gynnas eller missgynnas under en kris som Covid-19.

1.4 Frågeställningar

Genom att besvara följande frågeställningar skapas en förståelse för vilken påverkan Covid-19 har på förvärvspremier och de involverade parterna.

- Vilka faktorer påverkar en förvärvspremie under en kris som Covid-19 och hur?
- Hur kan en kris som Covid-19 gynna eller missgynna de olika parterna i ett företagsförvärv?

1.5 Avgränsningar

Genom att göra avgränsningar ger uppsatsen en djupare och mer detaljerad analys av det berörda ämnet (Bryman & Bell, 2017). Eftersom en stor del av den forskning som tidigare gjorts inom området förvärvspremier inte skiljer mellan börsnoterade och icke börsnoterade bolag, skiljer inte heller uppsatsen mellan dessa. Vidare tas inte heller hänsyn till branschtillhörighet, då uppsatsen behandlar företagsförvärv på en mer generell nivå.

2. Metod och metodval

För att besvara frågeställningarna så utförligt som möjligt har data samlats in på två huvudsakliga sätt, dels genom litteraturstudier, dels genom kvalitativa intervjuer. I avsnittet beskrivs hur urval av tidigare forskning samt tolkning av insamlad data har gått till. Kvalitativa intervjuer har genomförts med sju respondenter som utgör olika parter inom företagsförvärv, följaktligen redogörs respektive respondents roll samt relevans i uppsatsen följt av källkritik och analys av etiska aspekter.

2.1 Metodansats

Uppsatsen följer en deduktiv metodansats, vilket innebär att slutsatser dras utifrån verkligheten baserat på befintliga teorier (Patel & Davidson, 2011). På så sätt ökar objektiviteten genom att paralleller dras till befintlig forskning (ibid). Denna metodansats ansågs lämplig för att besvara uppsatsens syfte och frågeställningar, då dessa ämnar att undersöka hur företeelsen förvärvspremier ter sig i verkligheten under särskilda omständigheter.

2.2 Litteratur

Litteratur hämtades in och användes i uppsatsen för att bidra med tidigare forskning inom ämnet. Tidigare forskning som bearbetats har således bidragit med ett djupare perspektiv på förvärvspremier som företeelse, dess beståndsdelar och påverkande faktorer, samt tidigare krisers effekt på förvärvspremier.

För att få en inblick i redan befintlig forskning inom ämnet och bilda sig en uppfattning kring ämnet i sin helhet presenteras ett flertal forskningsartiklar, vilket skapade en grundläggande förståelse för företagsförvärv och förvärvspremie. Primärt inhämtades litteratur från databasen Business Source Premier med sökordet "Acquisition premium" med filtreringen *in all text*. Sökningen begränsades genom att forskningen skulle vara publicerade efter 2010 för att generera det senaste inom ämnet och samtidigt inte utesluta forskning som är relaterad till finanskrisen 2008. Ytterligare begränsningar var peer reviewed och enbart publikationer på engelska. Denna sökning resulterade i 113 resultat varav två ansågs vara relaterade till uppsatsens frågeställningar.

Därefter genomfördes ytterligare en sökning för att få en bredare förståelse för förvärvspremie. Denna sökning gjordes med sökorden "Acquisition premium" och "overpayment" följt av

tidigare begränsningar, vilket gav ett resultat på 22 artiklar varav tre var relaterade till uppsatsens frågeställningar. En tredje sökning genomfördes för att hitta forskning relaterad till kriser där sökorden var “Acquisition premium” och “financial crisis” OR “crisis” på Google Scholar, följt av tidigare begränsningar. Sökningen resulterade i en artikel som var relaterad till uppsatsens frågeställningar.

Vidare har litteratur inhämtats via tidigare använda artiklars referenser för en djupare inblick. De senare artiklarna har inhämtats via databaserna Business Source Premier eller Göteborgs universitetsbibliotek supersök och uppfyller kravet om peer reviewed. Den senare litteraturen har inte varit begränsad till att vara publicerad efter 2010 och därför förekommer ett flertal artiklar publicerade innan 2010. Det beror på att uppsatsen inte ska utelämna tidigare artiklar och forskning som är betydande för ämnet och uppsatsens syfte.

2.3 Kvalitativa intervjuer

Intervjuer är användbara för att ge en fördjupad inblick och en ökad förståelse för det valda ämnet (Bryman & Bell, 2017). Kvalitativa intervjuer gör det möjligt för respondenten att utveckla sina svar samt beskriva med verkliga exempel vilket bidrar till en uppfattning om hur praktiker tänker och varför de agerar som de gör (Patel & Davidson, 2011). Att respondenten får möjlighet att bidra med egna erfarenheter skapar en nyanserad helhetsbild som kan jämföras med den forskning som gjorts inom ämnet.

Genom att använda semistrukturerade intervjuer säkerställdes att alla respondenter fick samma huvudsakliga frågor i samma ordningsföljd och på så sätt samma utgångsläge (ibid). Det möjliggjorde en rättvisande jämförelse mellan respondenternas svar samt säkerställde att intervjuerna höll en röd tråd. Vidare lämnar metoden utrymme för följdfrågor som kan bidra med ytterligare svar som fördjupar sig i ämnet (ibid). Frågorna utformades utifrån tre huvuddelar, allmänt om företagsförvärv, förvärvspremie samt parterna i företagsförvärv. Samtliga delar innehöll underfrågor med fokus på Covid-19-pandemins påverkan. Huvuddelarna grundar sig i både uppsatsens frågeställningar samt tidigare forskning, som enligt Dr. Hoyos och Dr. Barnes (2012) utgör en bra grund till frågor för kvalitativa intervjuer. Frågorna följer en “tratt-teknik” med inledande frågor som berör allmänt om förvärv för att sedan fördjupa sig i förvärvspremie och därefter Covid-19, detta för att respondenterna successivt skulle känna sig bekväma med att verbalisera sig fritt (Patel & Davidson, 2011).

Frågorna utformades även för att undvika fasta svarsalternativ då det är omöjligt att förutse alla alternativa svar en respondent kan bidra med (ibid).

Intervjuunderlaget granskades av handledaren för att verifiera frågornas tydlighet och relevans till uppsatsens frågeställningar och syfte. Vid förfrågan om respondenterna kunde och ville ställa upp på intervju presenterades uppsatsen syfte och författare, vilket följer Patel och Davidsons (2011) metod för kvalitativa intervjuer. Intervjuunderlaget skickades till alla respondenter innan den faktiska intervjun för att respondenterna skulle få möjlighet fundera på frågorna i förhand och således förbereda sig inför intervjun. Följaktligen finns det en risk med användningen av semistrukturerade intervjuer då respondenten ges för mycket utrymme att tolka fritt vilket kan leda till missförstånd eller feltolkningar. För att undvika detta definierades begrepp som *företagsförvärv* och *förvärvspremie* i början av intervjun för att alla parter skulle ha samma utgångspunkt under intervjun och för att öka validiteten. Båda författarna till uppsatsen ställde huvudfrågor och eventuella följdfrågor under intervjuerna, vilket är vanligt vid semistrukturerade intervjuer enligt Bryman och Bell (2017). Samtliga intervjuer spelades in och transkriberades i efterhand, detta för att undvika feltolkningar och inte gå miste om viktiga detaljer som framkom under intervjuerna (ibid). Eftersom allt som framkom under intervjuerna inte var relevant för uppsatsens syfte exkluderades detta material och därför presenteras inte heller det transkriberade materialet i bilagor.

2.3.1 Val av respondenter

Uppsatsen strävar efter att kunna bidra med flera perspektiv i ett företagsförvärv och därför inkluderades flera aktörer som är verksamma under ett förvärv. Eftersom företagsförvärv är en så pass komplex process och förekomsten av förvärvspremier har många förklaringar är det fördelaktigt att inkludera flera perspektiv för att besvara uppsatsens frågeställningar på ett så rättvisande sätt som möjligt. Respondenter bör väljas utifrån kompetens och erfarenhet inom ämnet för att inkludera respondenter som representerar viktiga parter vid ett företagsförvärv (Patel & Davidson, 2011), vilket motiverar valet av samtliga respondenter i uppsatsen. De aktörer som valts att inkluderas i uppsatsen är rådgivare, konsulter, en advokat, investmentföretag samt förvärvande företag med lång erfarenhet av företagsförvärv. Således exkluderar uppsatsen aktörer som medarbetare, kunder och leverantörer, som visserligen är inkluderade i ett företagsförvärv men som inte anses aktuella för att kunna besvara uppsatsens frågeställningar.

Aktieanalytiker är exkluderade från uppsatsen men hade inkluderats om det funnits utrymme i form av tid. Aktieanalytiker är verksamma i företagsförvärv som inkluderar börsnoterade bolag och har som roll i företagsförvärv att hjälpa till med värderingen för att ge råd om aktiekursens påverkan vilket i sin tur påverkar avkastningen. Eftersom uppsatsen inte tar ställning till börsnoterade eller icke-börsnoterade bolag prioriterades inte denna respondentgrupp. Styrelse är ytterligare en aktör som inte inkluderades men som hade varit aktuell att inkludera, då de är högst verksamma i besluttaganden kring företagsförvärv och inte minst företagsvärderingen. På grund av den tidsbegränsning som fanns var det inte möjligt att intervjua styrelsemedlemmar från företag som förvärvar, det kan däremot vara förslag för vidare forskning för att ge ett bredare perspektiv inifrån företag. Uppsatsen fokuserar främst på yttre aktörers, exempelvis rådgivares, syn på förvärvspremie.

För att hitta relevanta respondenter googlades "Företagsförvärv" vilket genererade två respondenter som ansågs lämpliga för uppsatsens frågeställningar. Vidare utvecklades sökningen genom att inriktas mer juridiskt, vilket resulterade i en advokatfirma med fokus på affärsjuridik. Ytterligare hittades rådgivare med erfarenhet av företagsförvärv genom sökning på google samt övriga respondenter genom personliga kontakter. Kontaktande av respondenterna skedde via telefonsamtal och mejl där uppsatsens syfte samt en förfrågan om intervju med en lämplig anställd presenterades. Totalt kontaktades 13 företag för intervjuer varav sju ställde upp, övriga svarade att de inte hade tid på grund av en hektisk period just nu och några valde att inte svara alls. Forskning (Galvin, 2015) visar att tolv intervjuer är tillräckligt vid en kvalitativ metodansats, vilket uppsatsen strävade efter men inte lyckades uppnå. De som inte hade möjlighet att ställa upp eller inte svarade var specialister inom företagsförvärv samt rådgivare. Eftersom respondenterna arbetar med olika typer av förvärv, både börsnoterade och icke-börsnoterade, kommer uppsatsen inte att skilja på de här utan behandlar alla företagsförvärv och förvärvspremier lika. Respondenterna är majoriteten rådgivare som verkar inom flera branscher vilket betyder att uppsatsen inte heller fokuserar på någon specifik bransch utan redogör för marknaden ur ett mer generellt perspektiv.

Rådgivare

Uppsatsen inkluderar fyra intervjuer med fyra rådgivare från tre revisionsbyråer samt ett rådgivande företag. Gemensamt för alla rådgivare är att de har lång erfarenhet inom företagsförvärv och arbetar inom branschen på heltid i dagsläget vilket gör att de har goda insikter i hur företag genomför företagsförvärv från start till slut. Dessutom har de haft

möjlighet att uppleva hur Covid-19 har förändrat förutsättningarna i ett företagsförvärv, vilket gör dem lämpliga att involvera i uppsatsen för att besvara frågeställningarna.

Första intervjun som genomfördes med en rådgivare var med Anna Murray, Head of M&A på Grant Thornton i Stockholm. Intervjun genomfördes den 19 april 2021 via den digitala plattformen Zoom där samtalet spelades in för att senare transkriberas. Murray har arbetat på Grant Thornton i ungefär elva år och haft sin nuvarande roll i företaget de två senaste åren. Murrays roll involverar arbete med företagsförvärv dagligen och innefattar rådgivning till företag som genomför förvärv.

Andra intervjun som genomfördes med en rådgivare var med Fredrik Handspik Dahlänger, analytiker på Strategy and Transactions på EY i Göteborg. Intervjun genomfördes den 22 april 2021 via den digitala plattformen Zoom där samtalet spelades in för att senare transkriberas. Dahlänger har arbetat på EY i snart fyra år, varav nio månader med fokus på M&A och tidigare tre år på revisionsavdelningen. Dahlänger arbetar dagligen med rådgivning till företag som genomför förvärv.

Tredje intervjun som genomfördes med en rådgivare var med Andreas Ek, Senior Manager på M&A på PwC i Göteborg. Intervjun genomfördes den 26 april 2021 via den digitala plattformen Zoom där samtalet spelades in för att senare transkriberas. Ek har arbetat på PwC i åtta år med fokus på M&A under hela tiden med ökande ansvar under åren. Ek arbetar mestadels med säljsidan i företagsförvärv och hjälper till i stora delar av förvärvsprocessen med rådgivning.

Ytterligare en rådgivare som inkluderades i uppsatsen var Claes-Henrik Bjuhrberger från Corptrade. Claes-Henrik Bjuhrberger är grundare till företaget Corptrade som existerat i drygt tre år och som fokuserar på rådgivning till företagare som letar efter en förändring i sitt företagsägande. Utöver sin roll som verkställande direktör och grundare är Bjuhrberger även delaktig som projektledare i försäljningsprocesserna. Intervjun genomfördes den 23 april 2021 via den digitala plattformen Zoom där samtalet spelades in för att senare transkriberas.

Advokat

Advokater inom M&A är mycket involverade i företagsförvärv och har som fokus att utvärdera de legala aspekter som uppkommer under värderingsprocessen, genomförandet och avslutandet

av ett företagsförvärv. Advokater inom M&A utvärderar de legala riskerna i en transaktion och bistår med vägledning i avtalsskrivandet och överlåtelseavtalet. De är därmed inte huvudsakligen involverade i värderingen och prissättningen, men kommer i kontakt med priset under sitt arbete vilket gör att de kan ha bidragande insikter till uppsatsen. Vidare bidrog advokaten med insikter kring hur M&A marknaden ser ut och hur de legala aspekterna har påverkats under Covid-19-pandemin.

Advokaten som intervjuades i uppsatsen arbetar huvudsakligen med privata M&A och önskas hållas anonym och kommer därmed refereras som "Advokaten" i uppsatsen. Advokaten har arbetat inom M&A i flera år med icke-börsnoterade företagsförvärv. Advokaten arbetar även med incitamentsprogram, omstruktureringar och re-finansieringar. Intervjun genomfördes den 20 april 2021 via den digitala plattformen Zoom där samtalet spelades in för att senare transkriberas. Advokaten fick även två extra frågor under intervjun som var specificerade till juridikens roll i ett företagsförvärv.

Förvärvande företag

För att få en förståelse för hur det är att vara en av parterna i ett företagsförvärv involverades en intervju med ett företag som har lång erfarenhet av att förvärva företag. Följaktligen genomfördes en intervju med en projektledare, från ett företag med lång erfarenhet av att förvärva, den 20 april 2021 via den digitala plattformen Zoom där samtalet spelades in för att senare transkriberas. Personen önskas hållas anonym i uppsatsen och kommer därmed bli refererad som "Projektledaren" i uppsatsen. Projektledaren har arbetat med företagsförvärv sedan 2008 och har en tidigare bakgrund som Chief Financial Officer. I dagsläget arbetar Projektledaren uteslutande med företagsförvärv och är därmed förvärvsansvarig samt arbetar med affärsutveckling på företaget.

Vidare genomfördes en intervju med verkställande direktör på Pegroco Invest, ett investmentbolag med fokus på icke-börsnoterade bolag, för att få ett investmentbolags perspektiv på förvärvspremier och Covid-19-pandemins påverkan. Intervjun genomfördes den 26 april 2021 med Victor Örn, verkställande direktör, via den digitala plattformen Zoom där samtalet spelades in för att senare transkriberas. Örn har arbetat på Pegroco sedan 2007, både som portföljbolags-VD och nu som koncernchef sedan två år tillbaka.

2.4 Tolkning av data

Uppsatsen följer en kvalitativ metod och därmed finns det inga standardiserade analystekniker för analysering av data, således kategoriserades det empiriska materialet utifrån uppsatsens frågeställningar för att identifiera teman och mönster (Grönmo, 2004; Kvale & Brinkmann, 2014). Den information som gavs från respondenterna tolkades ordagrant och inga egna tolkningar gjordes utöver det som sades, däremot söktes det efter teman i svaren som angavs för att försöka förstå varje respondents inriktning över lag till ämnet. Hur svaren presenterades av respondenterna togs även i beaktning vid analysen av den transkriberade texten. Den information som angavs av respondenterna tolkades ordagrant för att säkerställa reliabiliteten för uppsatsen. Analysprocessen i uppsatsen följde Dr. Hoyos & Dr. Barnes (2012) modell för analysering av kvalitativ data. Först inhämtades materialet i form av intervjuer för att sedan transkriberas och organiseras. Efter transkriberingen gjordes ett urval av information som framkommit under intervjuerna för att endast inkludera information kopplad till uppsatsens frågeställningar. Vid analysering av data identifierades likheter mellan intervjuerna vilket resulterade i tre teman som följer uppsatsens frågeställningar och som utgör strukturen i empiri- och analysavsnittet. Vidare strävar uppsatsen efter att nå en balans mellan kommenterande text och citat för att ge läsaren en behaglig läsning (Patel & Davidsson, 2011). För att möjliggöra en välstrukturerad analys jämfördes likheter och olikheter mellan den information som framkom under intervjuerna tillsammans med den forskning som presenterats inom ämnet utifrån uppsatsens frågeställningar.

2.5 Källkritik och trovärdighet

För att säkerställa uppsatsens validitet genomfördes all datainsamling i enlighet med ett källkritiskt perspektiv, vidare genomfördes datainsamlingen på ett selektivt och sakligt sätt för att fastställa uppsatsens tillförlitlighet. Detta förhållningssätt säkerställer ett objektiva synsätt och således studiens reliabilitet (Patel & Davidson, 2011). Extern reliabilitet är relativt svårt att säkerställa i denna uppsats (Bryman & Bell, 2017), eftersom alla kriser är unika och får därmed unika utfall. Studien är möjlig att upprepa inom en kort tidsperiod där det med högsta sannolikhet kommer presenteras samma eller liknande resultat om det genomförs med en liknande metod. Respondenternas svar grundar sig i egna erfarenheter och personliga reflektioner, och är därmed inte fakta som presenteras, vilket kan innebära att svaren skiljer sig om man frågar andra respondenter inom samma ämnesområde.

Validitet innebär att det som mäts är stadigt, vilket betyder att resultatet är möjligt att uppnå vid upprepande av studien (Ejvegård, 2003). För att öka uppsatsens validitet valdes respondenterna baserat på deras bakgrund inom området och kompetens inom ämnet. Då intervjuerna genomfördes digitalt var det svårare att göra intervjuerna personliga med respondenterna, men eftersom plattformen Zoom användes gav det möjlighet till användningen av kamera som gjorde intervjuerna mer personliga än ett telefonsamtal, där ansiktsuttryck och gestikuleringar bidrog till uppfattningen av respondenternas svar. Vid eventuella tveksamheter eller missförstånd från intervjuerna fanns det goda möjligheter att kontakta samtliga respondenter i efterhand för att säkerställa att den information som framgår i uppsatsen är korrekt.

2.6 Etiska aspekter

Samhällsvetenskaplig forskning har fyra etikregler som bör följas vid forskning inom detta område, där de fyra reglerna är informationskravet, samtyckeskravet, konfidentialitetskravet och nyttjandekravet (Patel & Davidsson, 2011). Det första kravet kring information innebär att de som bedriver undersökningen ska informera om uppsatsens syfte (ibid) vilket fastställdes genom det primära mejlet som skickades ut till respondenterna. Samtyckeskravet innefattar att respondenterna godkänner sin medverkan i uppsatsen (ibid), vilket fastställdes genom att respondenterna frivilligt ställde upp på intervjuer vid förfrågan.

Konfidentialitetskravet innebär att respondenternas privata information inte ska presenteras så att obehöriga kan ta del av dem (ibid). Konfidentialiteten skiljer sig mellan respondenterna då vissa önskades att hållas anonyma och andra godkände att namn, titel och företag inkluderades. Således uppfylls detta krav genom att uppsatsen inte inkluderar känslig information kring företagsförvärv och förvärvspremier då information kring enstaka transaktioner och affärer inte framkommer. Respondenternas svar utgår från deras egna erfarenheter och kopplas inte samman med specifika händelser. De respondenter som angivits vid namn har gett godkännande gällande inkludering av namn och företag i uppsatsen och de som önskat hållas anonyma har respekterats och benämns därmed endast med pseudonymer. Eftersom uppsatsen behandlar ett ämne som kan vara känsligt då det inkluderar stora summor pengar har information endast angetts på en generell nivå för att säkerställa att ingen ska kunna gynnas eller missgynnas av någon information som framkommer i uppsatsen.

Sista kravet handlar om nyttjande, vilket betyder att det insamlade materialet enbart används i forskningssyfte (ibid) och fastställdes genom att det inspelade materialet raderas efter transkribering och svaren som uppkom under intervjuerna enbart används i uppsatsen.

3. Teoretisk referensram och resultat av litteraturstudier

Den teoretiska referensramen syftar till att ge läsaren en djupare inblick i förvärvspremier genom att presentera tidigare relevant forskning inom ämnet. Vidare ger den teoretiska referensramen en överblick över flera olika perspektiv utifrån olika forskare för att läsaren ska förstå att det finns flera olika synsätt och åsikter kring framförallt uppkomsten av förvärvspremier. Den teoretiska referensramen inleds med att presentera företagsförvärv och hur de går till i genomförandet samt värderingen. Därefter presenteras olika faktorer som påverkar förvärvspremier, samt hur företeteelsen berörs av en kris.

3.1 Vad är företagsförvärv?

För att förstå företagsförvärv kan man dela in olika typer av förvärv i olika kategorier. Brealey et al. (2011) gör en ansats att närmare förklara innebörden av företagsförvärv genom att kategorisera förvärv i tre olika kategorier baserat på om de är branschöverskridande eller inte. Dels finns det vertikala förvärv, vilket innebär att det köpande företaget befinner sig i en annan del av produktionen än målföretaget, detta sker vanligtvis då det köpande företaget vill gå bakåt i produktionskedjan (ibid). Dels finns det horisontella förvärv, vilket betyder att både det köpande företaget och målföretaget befinner sig i samma bransch och samma del av produktionen (ibid). Vidare finns det förvärv av konglomerat som innebär att det köpande företaget och målföretaget befinner sig i branscher helt skilda från varandra (ibid). Företagsförvärv av den sistnämnda typen har historiskt sett minskat på grund av svårigheten att skapa värde i sammanslagningen av två företag i icke-närstående branscher (Berk & DeMarzo, 2017).

3.1.1 Processen

Det första steget i processen vid ett företagsförvärv är att det köpande företaget identifierar ett, eller flera, potentiella målföretag (Roll, 1986). I det andra steget genomförs en företagsvärdering av målföretaget, vilket innefattar framtida förväntade kassaflöden, synergier och eventuella ekonomiska fördelar kopplat till dessa, eventuella bedömningar av svagt ledarskap i företaget, med mera (ibid). De finansiella analyserna genomförs i syfte att undersöka målföretagets marknadsvärde och eventuellt identifiera faktorer som bidrar till ett rabatterat pris på målföretaget. I det sista steget jämförs den värdering som gjorts i föregående steg med det aktuella marknadsvärdet på målföretaget (ibid). Om företagsvärderingen resulterar i ett högre värde än marknadsvärdet offentliggörs ett bud på målföretaget, om

värderingen däremot resulterar i ett lägre pris än marknadsvärdet överges budet (Roll, 1986). I det fall ett bud läggs är det nödvändigtvis inte samma som det värde företagsvärderingen resulterade i, eftersom det angivna priset i en budgivning även tar hänsyn till rivaliserande bud, framtida förhandlingar samt eventuella värderingsfel (ibid).

3.1.2 Betalningsmetod

Företagsförvärvets karaktär varierar beroende på vilken betalningsmetod som används. Berk och DeMarzo (2017) skriver att de två huvudsakliga betalningsalternativen är via aktieköp eller kontant betalning, vidare kan ersättningen som betalas till målföretaget vara mycket komplex och inkludera bland annat skuldinstrument, optioner, alternativt en kombination av aktier och kontanter.

3.1.3 Parter, aktörer och intressenter

Ett företagsförvärv inkluderar ett flertal aktörer som var och en har sin roll i förvärvet. Både det köpande företaget och det säljande företaget har fyra gemensamma aktörer i transaktionen, nämligen styrelse, företagsledning, revisor och rådgivare (Sevenius, 2011). Köparens sida inkluderar även en viktig femte aktör, vilken är deras finansiär (ibid).

Rådgivare i ett företagsförvärv består av ekonomer, jurister samt aktuella konsulter för det specifika förvärvet, som exempelvis patentkonsulter, tekniska konsulter, företagsmäklare och så vidare. Anledningen till att anlita rådgivare och konsulter vid ett företagsförvärv är på grund av deras kompetens och personella resurser. En annan anledning är för att både det köpande företaget och målföretaget (säljaren) behöver fortsätta bedriva sina verksamheter under tiden förvärvet sker och kan på så sätt inte tillbringa sin fulla tid och resurser till att genomföra förvärvet utan utomstående hjälp (ibid).

Revisorerna är ansvariga för företagets ekonomiska ställning och hanterar företagsbesiktningen, företagsvärderingen och skatterådgivningen. Juristerna är ansvariga för förhandlingen och kontraktskrivningen, men kan även vara aktiva i andra delar som företagsbesiktningen (ibid).

Andra utomstående aktörer som också är involverade i ett förvärv är skattespecialister, investmentbanker, kunder, anställda, aktieanalytiker, kreditgivare med flera. Varje aktör har sin egen specifika roll i förvärvet och är antingen berörd av förvärvets effekter eller agerar i

utförandet av förvärvet (Sevenius, 2011). Alla olika intressenter i ett företagsförvärv har sitt eget motiv. Styrelse, aktieägare och aktieanalytiker har fokus på aktiepris, resultattillväxt och förutsägbara prognoser. Kreditgivare fokuserar på kvalitet, hur förutsägbart det framtida kassaflödet är och säkerheter. Både företagsledningen och anställda vill säkra upp arbetstryggheten och företagsledningen fokuserar även på karriärutveckling. Slutligen har kunderna intresse av den framtida produktkvalitet och dess prissättning (ibid).

3.2 Hur går värderingen till vid förvärv?

Forskning tyder på att det finns flera sätt att genomföra en värdering vid ett förvärv. Den vanligaste värderingsmetoden innebär att köparen genomför finansiella beräkningar i syfte att uppskatta ifall de två företagen som slås samman kommer öka sitt värde om de är sammanslagna snarare än individuella (Brealey et al., 2011). Den finansiella beräkningen inkluderar nettonuvärde av kassaflöden och den beräknade systematiska risken (Ross et al., 2005). Beräkningarna av nettonuvärde kan bli mer komplicerade om förvärvet sker med aktier som betalmedel. Vilken betalningsmetod köparen väljer beror generellt på priset, men varierar från företag till företag (ibid). Värdet på de flesta förvärv är högst beroende av deras humanitära tillgångar, det vill säga målföretagets anställda (Brealey et al., 2011).

Kang et al. (2018) menar att valet av värderingsmetod kan påverkas utifrån två socio-politiska perspektiv, osäkerhet och kontroversialitet. Med osäkerhet menas svårigheten att utforma rättvisande prognoser för användningen i uträkningen av nettonuvärde som är grundläggande för beslutsfattandet (ibid). Kang et al. refererar till Weick (1979), Coff (1999) och Burton et al. (2015) som menar att kontroversialitet uppstår när konkurrerande målsättningar kolliderar. Forskning (Kang et al., 2018) visar att det även kan finnas flera orsaker till valet av metod för värdering vid förvärv. Dessa orsaker kan vara företagets storlek, tidigare erfarenhet hos beslutsfattarna samt hur viktig affären är för företaget, men osäkerhet och kontroversialitet når empirisk tålighet och är applicerbar i flertal analyser. Således präglar osäkerhet och kontroversialitet företagets val av värderingsmetod av målföretag (ibid).

3.3 Vad är en förvärvspremie?

En förvärvspremie uppstår då ett förvärv genomförs till ett pris som överstiger målföretages bokförda värde (Brealey et al., 2011). Det finns primärt två orsaker till att en förvärvspremie uppstår (ibid). Den ena orsaken kan vara målföretagets materiella tillgångar, som

rörelsekapital, anläggningar eller utrustning, vilka kan bidra till ett högre försäljningspris än det bokförda värdet (Brealey et al., 2011). Den andra orsaken kan vara att målföretaget besitter höga värden av immateriella tillgångar som kan öka försäljningspriset (ibid).

När ett företag bestämmer sig för att förvärva ett annat företag använder sig det köpande företaget av "köpmetoden", vilket innebär att målföretagets tillgångar värderas till det bokförda värdet som sedan ligger till grund för priset av transaktionen (ibid). Om priset överstiger det bokförda värdet kommer överskottet benämnas som goodwill och benämns i det nya företagets balansräkning som en tillgång. Goodwill är därmed skillnaden mellan det bokförda värdet av målföretaget och priset på den utförda transaktionen (Ross et al., 2005).

Det finns dock ett annat perspektiv på hur en förvärvspremie beräknas. Gondhalekar et al. (2004, s.736) menar att en förvärvspremie "uppskattas som den procentuella skillnaden mellan det slutliga priset per aktie som betalas av budgivaren och målföretagets aktiekurs 40 dagar före det första tillkännagivandet om förvärvet i Wall Street Journal".

3.4 Vad säger forskning om förvärvspremier?

3.4.1 Förvärvspremiens storlek

Tidigare forskning (King et al., 2020) inom fusioner och förvärv som utforskar affärens karaktär fokuserar ofta på aktiemarknadens reaktion vid tillkännagivandet av ett förvärv. Förvärvspremier är därför ofta förknippat med hybris, eller ett antagande om att köparen har en förmåga att bättre utnyttja och förvalta förvärvets resurser (ibid). En förvärvspremie betraktas som en överbetalning och används ofta som ett mått på beslutsfattande av låg kvalitet (ibid). Förvärvspremien anses förbruka de förväntade synergierna över den prestanda som skulle behöva uppnås för att upprätthålla målföretagets marknadsvärde (Sirower, 1997). Trots detta fortsätter köpare att betala förvärvspremier motsvarande 20–30 procent av de totala förvärvsutgifterna (Walkling & Edmister, 1985).

Betton et al. (2008) finner i sin studie att medelvärdet på en förvärvspremie når 48% av marknadsvärdet när det köpande företaget har lagt sitt slutgiltiga bud, vidare har en kontinuerlig ökning av förvärvspremier skett sedan 1980-talet. Gondhalekar et al. (2004) såg en förändring i förvärvspremiens storlek under en period, där siffrorna varierar från ett minimum på 22% 1991

till ett maximum på 103% 1976. Betton et al. (2008) fann fem variabler som kan påverka förvärvspremium till att öka eller minska.

Förvärvspremien ökar om:

1. Det budgivande företaget är börsnoterat
2. Den utvalda betalningsmetoden är att betala med likvida medel
3. Ju större målföretagets "Run-up" är före det första budet

Förvärvspremien minskar däremot om:

1. Det ursprungliga budet är ett anbudsförfarande
2. Det budgivande företaget har en positiv toehold position

Minst 67% av run-up är adderat till det totala priset, vilket innebär att ju högre run-up som adderas, ju högre förvärvspremie kommer adderas till det slutgiltiga priset (Schwert, 1996).

3.4.2 Bakomliggande faktorer

Forskning (Laamanen, 2007) om bakomliggande faktorer för förvärvspremier undersöker värdering av målföretag och de faktorer som påverkar förvärvarnas bud. Följaktligen har efterfrågan och utbudsförhållanden, relativa värderingar och konkurrensen om målföretaget visat sig vara bidragande faktorer till förvärvspremier (Laamanen, 2007 refererar till Jahera & Lloyd, 1985; Shelton, 2000; Shleifer & Vishny, 2001; Slusky & Caves, 1991; Walkling & Edmister, 1985).

Vidare visar forskning (Laamanen, 2007) att informationsasymmetrier mellan de inblandade parterna kan förväntas bidra till förvärvspremier. För det första finns informationsasymmetri mellan förvärvaren och målföretaget, förvärvaren kan minska denna informationsasymmetri dels genom att använda investeringsrådgivare samt utföra omfattande analyser av potentiella målföretag, och dels genom att välja betalningsmetod som är beroende av målföretagets prestanda (Laamanen, 2007 refererar till Coff, 1999; Dierickx & Koza, 1991; Kohers & Ang, 2000). För det andra finns informationsasymmetri mellan förvärvaren och aktiemarknaden, forskning (Laamanen, 2007) visar att valet av betalningsmedel sänder olika signaler. Enligt den asymmetriska informationshypotesen betraktas aktiebetalning som en negativ signal (Myers & Majluf, 1984), följaktligen menar forskare (Shleifer & Vishny, 2001) att aktiebetalning innebär att förvärvaren förväntas använda sina egna aktier vid finansiering av förvärv när deras relativa

värderingar är höga. Det vill säga att övervärderade företag vanligtvis använder sig av aktiebetalning för att finansiera ett företagsförvärv (Vagenas-Nanos, 2020). Andra forskare (Brown & Ryngaert, 1991) visar att kontant betalning ger en positiv signal till marknaden för det förvärvande företags värdering. Slutligen finns informationsasymmetri mellan målföretaget och marknaden, forskare (Crawford & Lechner, 1996) visar att effektiva marknader försöker förutse det förväntade värdet av olika synergier med värdet på potentiella målföretag. Denna förväntan justeras kontinuerligt i samband med att företag i konkurrerande branscher förvärvas och förvärvssannolikheter förändras (Wallace et al. 2000). Däremot har förvärvarens förväntningar på vinster i samband med synergier inte visat sig relatera till förvärvspremier i allmänhet (Laamanen, 2007 refererar till Slusky & Caves, 1991; Varaiya, 1988).

Dionne et al. (2015) analyserar hur informationsasymmetri kan påverka förvärvspremie och finner att det existerar framförallt vid budgivning. Denna informationsasymmetri har en stark påverkan på det pris köparen kommer få betala för målföretaget. Detta på grund av att de budgivande företagen har olika information att utvärdera målföretaget med, vilket också kommer påverka den förvärvspremie som slutligen betalas för målföretaget. En budgivare som inte är väl informerad tenderar att betala en förvärvspremie som är dubbelt så stor som om budgivaren hade varit väl informerad (ibid). Det här tyder på att informationsasymmetri har en stark påverkan på förvärvspremie. Väl informerade köpare är mindre rädda för att drabbas av "the winner's curse" och kommer därmed vara mer säkra när de gör sina uppskattade beräkningar på målföretaget (ibid).

Vidare presenterar Dionne et al. (2015) market-to-book ratio som en påverkande faktor till en förvärvspremie. Eftersom en hög market-to-book ratio representerar en tillväxtpotential kommer det bidra till en högre förvärvspremie än en låg market-to-book ratio. Dionne et al. (2015) nämner även att företag som presterar sämre har en tillväxtpotential, därmed är relationen mellan prestation och förvärvspremie negativ. Sämre prestation kan även vara anknuten till ett skört finansiellt stadiet för målföretaget vilket innebär att målföretaget har svårt att förhandla med priset (ibid).

Forskning (Laamanen, 2007) visar att förvärvspremier kan vara motiverade för teknikintensiva företag på grund av de tekniska resurser målföretaget besitter. Vidare visar forskning (ibid) att målföretagets investeringar i forskning och utveckling och tillväxttaket för dessa är relaterade

till förvärvspremierna. Ju större kapital som investeras i forskning och utveckling desto större antas informationsasymmetrin vara, dessutom bidrar det till en undervärdering av företaget på grund av minskade kassaflöden (Laamanen, 2007). Vid förvärv av teknikintensiva företag innebär det således att förvärvaren antas värdera målföretaget och dess ackumulerade investeringar i forskning och utveckling systematiskt högre än aktiemarknaden (ibid). Om målföretagets aktieägare vidare antas känna till målföretagets potential är de inte beredda att sälja sina aktier till marknadsvärdet, vilket kan förväntas bidra till uppkomsten av förvärvspremie (ibid). Fortsättningsvis är förvärvspremier inte relaterade till förstörelse av aktieägarvärden och premien i sig leder nödvändigtvis inte till negativa konsekvenser för aktieägarna av målföretaget.

3.4.3 Aktieägarnas kontroll

Sundarsanam och Sorwar (2010) säger att aktieägarna för målföretaget har stor kontroll vid ett förvärv och besitter därmed en kontrollpremie över de aktieägare som är budgivare till målföretagets aktier. Följaktligen beskriver författarna att en kontrollpremie kan påverka förvärvet och förväntas generera en förvärvspremie. Vidare anser forskarna (ibid) att det finns ytterligare faktorer som påverkar en förvärvspremie. För det första kan målföretagets aktier vara undervärderade innan ett bud läggs, efter tillkännagivandet av budet genomförs en värdering av företaget som en fristående enhet, baserat på finansiell information. En annan orsak till förvärvspremie kan vara att budgivaren kommer rekonstruera målföretaget till en egen operationell enhet (ibid). Ytterligare en orsak kan vara att budgivare anses besitta hybris eller överdriven självsäkerhet (Malmendier & Tate, 2005), vilket innebär en vinst för målföretagets aktieägare.

3.4.4 Betalning med aktier

Under den tid budet ligger ute för målföretagets aktieägare att fatta beslut om genomförandet av förvärvet, innebär det också att de har möjlighet till en säljoption genom att sälja sina privata aktier till det erbjudna priset (Sundarsanam & Sorwar, 2010).

Ur budgivarens perspektiv representerar detta säljalternativ den tilläggspremie som budgivaren erbjuder utöver premien baserat på det verkliga värdet av målet som en fristående verksamhet i jämförelse med dess pris före för-budet. Den sistnämnda premien är en återspeglning av eventuell förvärdering av undervärdering av det mål som nu korrigerats genom att ny information i budet offentliggörs. (Sundarsanam & Sorwar, 2010, s.692)

Storleken på denna säljoption kommer vara beroende av köparens motivering, som nämndes tidigare, till budet (Sundarsanam & Sorwar, 2010). Värdet på denna säljoption är skillnaden mellan aktiens sanna värde och det värde på aktien köparen är villig att betala. Sundarsanam och Sorwar (2010) menar att budgivaren inte kommer uppleva en förlust på denna premium-säljoption under förutsättningen att den är synergirelaterad. Vidare förtydligar Sundarsanam och Sorwar (2010) att det kan krävas av budgivaren att erbjuda detta premium för att få sitt bud att vinna budgivningen.

Dong och Wang (2014) håller däremot inte med utan menar att överprisering inte kommer att uppstå i en budgivning mellan två aktörer eftersom synergier omfattar privat information. Något annat som kan påverka priset på denna säljoption och orsaka ännu större premier är om förvärvet sker via ett fientligt övertag eller om det finns flera intresserade köpare (Sundarsanam & Sorwar, 2010). Priset vid ett fientligt förvärv är högre än vid ett så kallat vänligt, eftersom det fientliga involverar mer osäkerhet och komplexitet. Priset på aktien kommer att stiga dagen efter tillkännagivandet av förvärvet i jämförelse med dagen innan tillkännagivandet. Orsaken bakom denna ökning kan härledas till den så kallade "True bid premium" som innebär en värdering som baseras på enskild basis för företaget (ibid). Marknaden kommer därefter omvärdera aktiepriset, vilket vidare kommer bidra till att budgivare erbjuder avsevärt högre bud som även kommer överstiga det så kallade sanna värdet på företaget (ibid). Denna överprisering kommer gynna målföretagets aktieägare genom att kapital överförs från budgivaren till aktieägaren (ibid). Om överprisering sker på grund av budgivare som har hybris eller är överdrivet självsäker kommer det drabba det köpande företagets aktieägare, då det innebär en förlust för dem när det överprisade kapitalet överförs till målföretagets aktieägare. Fu et al. (2013) fann i sin studie att företag med övervärderade aktier tenderar att betala högre förvärvspremie än företag som inte har övervärderade aktier.

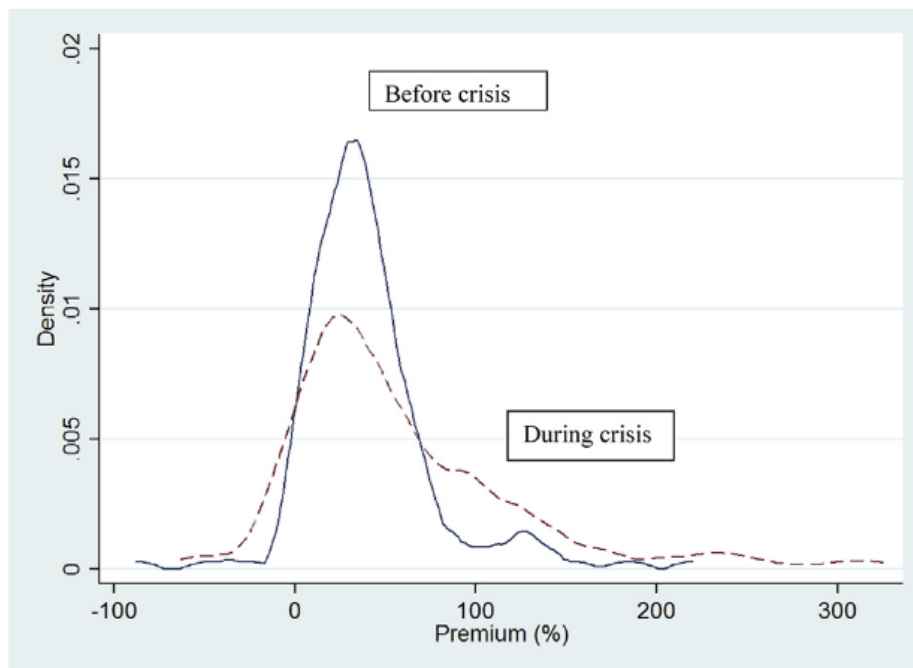
I det fall en budgivare drar tillbaka sitt erbjudande påverkas målföretagets aktievärde likväl då en omvärdering av det sanna värdet har genomförts som grundar sig på "stand alone" värdet, trots att den premien som erbjudits på grund av synergier kan försvinna (Sundarsanam & Sorwar, 2010). Det innebär att aktiepriset kommer öka och överstiga det faktiska värdet på företaget och kan även innebära en ökning som överstiger det ursprungliga budet. Priset reflekterar marknadens förväntningar på företagets prestation och dess synergier som inkluderas vid ett förvärv (ibid). Skulle priset på aktien understiga marknadens förväntningar kommer det innebära att budet på företaget högst sannolikt kommer falla igenom (ibid).

Forskning (Dong & Wang, 2014) visar att målföretaget kommer försöka nå det bästa priset vid ett förvärv som ofta innebär att det köpande företaget kommer behöva betala en förvärvspremie. Det här sker enbart om målföretaget kontinuerligt får erbjudanden av potentiella köpare.

Sundarsanam och Sorwar (2010) hänvisar till en studie genomförd av Lambrecht (2004) som gör ett försök att förklara den våg av sammanslagningar och förvärv som skett under det senaste årtiondet. Lambrecht (2004) modell antar att förvärv som sker av större företag, på en osäker marknad, är mer sannolika att erbjuda förvärvspremie. Sundarsanam och Sorwar (2010) bekräftar därefter denna teori med sin egen studie. Gondhaleker et al. (2004) anser att målföretagets skuldsättning har en effekt på förvärvspremien, en hög skuld är mindre attraktiv för det köpande företaget vilket kommer generera bud med en lägre förvärvspremie jämfört med målföretag som inte är högt skuldsatta.

3.4.5 Finansiella kriser

Forskning (Fralich & Papadopoulos, 2018) ser att verkställande direktörer på företag har en stor inverkan på förvärvspremien i ett företagsförvärv. Det finns två starka faktorer som påverkar verkställande direktörer under en kris, osäker information och informationsasymmetri (ibid). Eftersom den verkställande direktören har ett stort inflytande på priset vid förvärv kommer den också ha en påverkan om det kommer uppstå en förvärvspremie. Den verkställande direktören kan hantera osäkerhet kring information genom att övertala styrelsen till att bli mer risk-aversa i sina beslut och beteende. Informationsasymmetrin hanterar verkställande direktörer genom att bedöma målföretagets värde som är grundad på information från verkställande direktörens personliga nätverk, personliga erfarenheter och expertis (ibid). Eftersom den verkställande direktörer har tillgång till alla dessa hjälpmedel vid svåra beslut, när de befinner sig i en situation med informationsasymmetri, så kan den grunda sina utvärderingar på målföretagets värde mer säkert. Slutligen är starka verkställande direktörer skickligare på att extrahera rabatterade priser vid förvärv under en kris (ibid). Svaga verkställande direktörer tenderar att lägga bud som är övervärderade under kriser och skapar på så sätt en stor förvärvspremie (ibid).



Figur 1. Acquisition premium distributions before and during the crisis (Fralich & Papadopoulos, 2018, s.214).

Figur 1 visar effekterna på förvärvspremier under den finansiella krisen 2008 från en studie genomförd av Fralich & Papadopoulos (2018, s.214). ”Density” (y-axel) visar sannolikheten i förhållande till förvärvspremiens storlek, ”Premium” (x-axel). Av figur 1 framgår att variansen i förvärvspremiernas storlek är större under en kris än innan, det vill säga att skillnaden i premiens storlek var större under finanskrisen 2008 jämfört med tidigare.

Fralich och Papadopoulos (2018) refererar i sin text till March & Simon (1958) och Mintzberg (1990) som säger att den ökade informationsosäkerheten vid en kris resulterar i svårare beslutsfattande. Vidare refererar Fralich och Papadopoulos (2018) till Hotchkiss och Mooradian (1998) som framför att aktiva budgivare under osäkra förhållanden söker målföretag till förmånliga priser.

Rädslan för budgivning när målföretaget har ett lågt värde samt rädslan för “the winner’s curse” kommer göra att det köpande företaget betalar en högre förvärvspremie över det rabatterade priset, orsakat av krisen, för att eliminera konkurrerande köpare (Varaiya & Ferris, 1987; Fishman, 1989).

3.5 Sammanfattning av teori

Som framgår i teorikapitlet så är företagsförvärv ett komplext fenomen som involverar ett flertal olika parter och kritiska moment. Företagsvärdering är ett viktigt moment under processen som är avgörande för det slutliga priset vid ett företagsförvärv. Forskningen belyser flera faktorer som påverkar en förvärvspremie och däribland uppmärksammas betalningsmetoden (Betton et al., 2008), budgivning (Laamanen, 2007), informationsasymmetri (ibid) samt osäkra omständigheter (Fralich & Papadopoulos, 2018). När forskningen diskuterar förvärvspremie förknippas det med hybris och nämns som ett kvalitetsmått på beslutsfattande (King et al., 2020). Vidare menar Dionne et al. (2015) att faktorer samverkar vilket således resulterar i en ökad förvärvspremie. Det är svårt att specificera exakt vilka faktorer och hur de påverkar en förvärvspremie eftersom flera faktorer samverkar och på så sätt skapar högre förvärvspremier. Detta gäller framför allt under osäkra förhållanden, vilket framkommer ur Fralich och Papadopoulos (2018) forskning där storleken på förvärvspremier varierar i större utsträckning under en kris än innan. Slutligen framkommer det inte i någon forskning som presenterats att någon part gynnas eller missgynnas vid ett företagsförvärv under en pågående kris. Däremot uppmärksammar Varaiya och Ferris (1987) "the winner's curse" som antyder att köparen riskerar att betala ett omotiverat högt pris vilket kan gynna säljaren.

4. Empiri

I följande avsnitt presenteras information som framkommit under samtliga intervjuer som genomförts. För att strukturera avsnittet på ett organiserat och tydligt sätt presenteras respondenternas olika perspektiv i en sammanvävd text under fyra olika titlar som behandlar företagsförvärv, förvärvspremier, Covid-19 påverkan samt de involverade parterna. Samtliga referenser i avsnittet refererar till intervjuer genomförda mellan den 19 april 2021 och 26 april 2021.

4.1 Allmänt om företagsförvärv

Flera av respondenterna (Murray, Ek, Advokaten, Projektledaren & Örn) ansåg att tillväxtpotential var den primära orsaken till varför företag väljer att genomföra ett förvärv. Dahlänger tillägger att det finns två olika typer av företag som genomför förvärv, dels förvärv som syftar till att stärka varumärket genom tillväxt, dels finansiella förvärv. Majoriteten av respondenterna (Murray, Dahlänger, Ek, Advokaten, Projektledaren & Örn) är överens om att tillväxten sker genom att komma åt nya marknader, nya geografiska områden, bredda sin produktportfölj samt stärka sin nuvarande marknadsposition. Murray nämner även att det kan finnas mänskliga faktorer som företag vill få tillgång till, exempelvis särskild kompetens eller specialistområden som målföretaget är "markant starkare på". Advokaten anser även att det kan finnas strategiska skäl att genomföra ett förvärv, som att finna synergier hos konkurrenter, eller att två företag som är sammanslagna inte kräver lika många anställda som de kräver separat och därmed minska på personaltrycket för att "bedriva samma verksamhet till mindre kostnader". Ytterligare strategiska skäl kan vara att man ser hur en konkurrent växer vilket gör att det köpande företaget vill "vara med på den resan", alternativt finns enbart finansiella fördelar. Den andra typen av förvärvare, som både Dahlänger och Ek berättar om, är finansiella köpare vars affärsmodell inkluderar företagsförvärv, exempelvis Private Equity bolag där syftet är att förvärva en viss typ av bolag som lämpar sig i deras fond och fokuserar på att skapa en avkastning på det investerade kapitalet.

Murray och Bjuhrberger ser även till säljarens perspektiv och varför ett företag väljer att sälja. Murray ser att det finns två orsaker till varför ett företag väljer att sälja. Det första Murray nämner är entreprenörer som har grundat och drivit upp ett framgångsrikt företag men som inte vet hur de ska ta det till nästa nivå, därmed behövs ytterligare kompetens eller kapital. Därför väljer entreprenörerna att ta in utomstående investerare som exempelvis riskkapitalbolag eller

investmentbolag, vilket innebär att säljarna ofta finns kvar i företaget som ägare men inte som en majoritet. Den andra kategorin som Murray nämner är generationsskifte och då säljs ofta hela företaget. Bjuhrberger anser att åldrande av företaget är en primär orsak till försäljning och där ägarna vill ha en förändring i sitt liv, förändring av ansvar som exempelvis personalansvar, som ägare eller som en post i styrelsen. Bjuhrberger förtydligar att ägarna “helt enkelt vill avlasta, frigöra tid till annat och naturligtvis få en slant för det man skapat”.

Covid-19 tog världen med storm och alla respondenter såg plötsliga effekter av pandemin på förvärvsmarknaden. Alla respondenter märkte ett stopp i förvärvs-transaktioner i början av 2020 och Advokaten upplevde att “folk blev nervösa och slutade göra affärer i princip”. Advokaten fortsätter och förklarar att företag inte visste hur effekterna av Covid-19 skulle påverka det egna företaget och osäkerheten kring verksamhetens framtida värde blev därför en begränsande faktor. Eftersom värderingen baseras på vad företaget kommer att tjäna i framtiden så innebär företagsförvärv en högre risk och därmed pausades flera transaktioner. Advokaten såg en vändning när “man fick ett grepp på vad det innebär och vilka effekter det skulle få” och såg även att stimulanser från regeringar, myndigheter och liknande bidrog till att affärerna tog fart igen.

Flera respondenter (Murray, Dahlänger, Ek, Bjuhrberger, Advokaten & Projektledaren) ser att marknaden är otroligt intensiv just nu och Murray menar att det i princip har “blivit lite dubbelt” med alla transaktioner som skulle blivit klara under våren i kombination med alla nya transaktioner som skulle genomföras under hösten. Enligt Advokaten har det varit hög aktivitet i vissa särskilt utsatta sektorer som ett resultat av att flera företag varit tvungna att ta in pengar eller konsolidera en sektor för att överleva under pandemin. Dahlänger tror att den höga aktiviteten både kan bero på Covid-19, och en kombination av pandemin tillsammans med låga räntor, mycket stimulanspengar från staten, låg inflation och förväntningarna framöver.

4.2 Faktorer som påverkar förvärvspremie

Respondenterna ser många olika anledningar till varför en förvärvspremie uppstår och har flera olika perspektiv på fenomenet, men alla är överens om att det i princip alltid uppstår en förvärvspremie vid ett företagsförvärv. Bjuhrberger menar att säljaren inte har något ekonomiskt motiv att sälja om de inte ser en förvärvspremie uppstå, vidare nämner Ek att de då sannolikt istället skulle välja att likvidera bolaget. Därför behöver säljaren hitta ett finansiellt

läge där företaget gynnas av ett ägarbyte enligt Bjuhrberger. Vidare säger Bjuhrberger att förvärvspremie uppstår om man lyckats med förberedelserna inför en försäljningsprocess. För att lyckas med förberedelserna genomför säljarna och dess rådgivare en simulerad företagsbesiktning samt letar efter potentiella "röda flaggor" som kan korrigeras innan företaget släpps på marknaden för försäljning. Projektledaren ser en enda orsak till varför en förvärvspremie inte skulle uppstå och det är i extrema situationer som exempelvis ett konkursbo där köparen endast betalar för exakt vad tillgångarna är värda.

En faktor som flera av respondenterna (Murray, Dahlänger, Advokaten & Örn) menar påverkar förvärvspremien till att öka är att köparen ser synergier i målföretaget. Dahlänger säger att köparen kanske är villig att betala lite mer för målföretaget "om man vet att man får igen det här i kostnadsbesparingar eller liknande". En annan faktor som också är kopplat till tron på målföretaget är tilliten till prognoser och framtida kassaflöden. Murray uppmärksammar hur viktigt det är med trovärdighet i målföretagets prognoser och deras "track record" som kan bidra till en högre värdering och därmed en högre förvärvspremie. Ek ser värderingen som den största faktorn till förvärvspremien som är beroende på framtida potential i företaget och dess lönsamhet. Ytterligare en faktor som Advokaten nämner påverkar förvärvspremien är betalning med revers, ett skuldebrev, och "det är möjligtvis något man ibland ser att folk gör för att kunna betala lite extra" som ofta används om man upplever en osäkerhet. Ett annat alternativ är tilläggsköpeskillning som Advokaten och Ek nämner kan öka priset i efterhand beroende på hur företaget har presterat efter förvärvet och på så sätt läggs risken även över på säljaren om det faktiskt blir ett lyckat förvärv.

En annan anledning till varför respondenterna alltid tycks se en förvärvspremie vid företagsförvärv är det bokförda värdets påverkan på priset. Murray anser inte det bokförda värdet särskilt relevant då det kan vara missvisande i förhållande till företagets verkliga värde, ett exempel är konsultverksamheter som inte har särskilt mycket i sina tillgångar men som skapar värde i form av tjänster och därmed kassaflöden. Därför anser Murray att en förvärvspremie uppstår i 100 procent av fallen på privata bolag. Advokaten instämmer i Murrays perspektiv och lägger till att priset behöver representera marknadsvärdet på företaget, vilket kan vara svårare att beräkna på privata bolag. Ek säger också att det alltid uppstår en förvärvspremie i börsnoterade bolag då aktieägarna annars inte hade varit villiga att sälja. Marknaden är även en faktor som påverkar förvärvspremier enligt Murray och Örn där tillväxt och tilltro i marknaden kan generera högre förvärvspremier. Här är även företagets egen

position på marknaden relevant då företag i starka positioner får högre förvärvspremier, vidare påverkar bankernas inställning till marknaden och finansieringsvilja, vilket i sin tur påverkar värderingen och prissättningen av förvärv och dess förvärvspremie (Murray). Örn belyser framtidstro som en central faktor vid värderingen och förklarar att det går att se vissa trender på marknaden, hållbarhet är en sådan med hög framtidstro medan fossila bränslen anses ha lägre framtidstro som i sin tur påverkar förvärvspremien.

Majoriteten av respondenterna (Dahlänger, Ek, Bjuhrberger, Advokaten & Projektledaren) ser budgivning och närvaron av konkurrenter som en bakomliggande faktor till förvärvspremien. Örn anser att budgivning är en faktor som kan "trissa upp" ett pris eftersom ett ökat intresse ofta resulterar i ett högre pris, Örn tillägger dock att det är många komponenter att ta hänsyn till och en budgivning är ingen garanti till ett högre pris eftersom det högsta budet inte alltid vinner. Både Dahlänger och Projektledaren säger att det inte alltid är priset som avgör vem som vinner den slutliga budgivningen. Dahlänger säger att säljaren kan vara intresserad av betalningsmetoden som köparna erbjuder och Projektledaren menar att det även kan finnas mjuka värden som påverkar säljarens val av köpare. Dessa mjuka värden kan vara om det köpande företaget väljer att behålla bolagets identitet och inte byter ut ledningen och så vidare. Ek, Örn och Bjuhrberger håller med Dahlänger om att betalningsmetoden har en påverkan på förvärvspremien där den både kan stiga om det köpande företaget väljer att betala med aktier eller minska om betalningen sker kontant. Bjuhrberger tillägger även att förutsättningar inom målföretaget kan ha en påverkan på förvärvspremien, exempelvis avsaknaden av en korrekt GDPR policy eller reseförbud för anställda kan påverka en förvärvspremie negativt.

Örns syn på förvärvspremier skiljer sig något från övriga respondenters, istället utgår Örn från en multipel vid prissättningen av ett bolag vilket lägger grunden för det pris som betalas. Flera av respondenterna (Murray, Dahlänger, Projektledaren & Advokaten) nämner multiplar som ett verktyg vid värdering av bolag. Förklaringen är att balansräkningen inte alltid speglar substansvärdet i bolaget och därför inte ger en rättvisande värdering. Fritt kassaflöde är en viktig faktor som ökar betalningsviljan eftersom det möjliggör en högre belåning och därmed högre avkastning på det egna kapitalet (Örn).

4.3 Covid-19 påverkan på förvärvspremie

Den generella uppfattningen hos respondenterna (Murray, Ek, Advokaten & Örn) är att förvärvsmarknaden i dagsläget präglas av hög aktivitet och att den varit hög sedan i somras, efter en plötslig paus vid samma tidpunkt som Covid-19 slog till under våren 2020. Respondenterna är eniga om att det är svårt att uttala sig om vilka effekter Covid-19 haft på marknaden, orsaken är att det är så pass branschspecifikt hur olika företag har påverkats av pandemin. Ek beskriver att vissa företag har sett en ökad förvärvspremie jämfört med tidigare och därmed fått en gynnsam effekt av den ökade efterfrågan till följd av Covid-19. Advokaten tillägger att växande företag med starka positioner kan erhålla högre betalningar i jämförelse med innan Covid-19. Murray nämner teknikindustrin som ett exempel på en bransch som präglats av hög tillväxt och därmed höga värderingar det senaste året. Dahlänger tillägger att branscher som påverkats negativt av Covid-19 kan förvänta sig lägre förvärvspremier eftersom företagen inte är lika attraktiva under rådande förhållanden med viss osäkerhet på marknaden kring deras utveckling. Vidare menar Dahlänger att Covid-19 också kan ha motsatt effekt, företag som drabbats hårt ekonomiskt av Covid-19 men som har en stark ekonomisk historik köps till högre förvärvspremier än tidigare eftersom det slutliga priset ändå anses "billigare" än tidigare.

Projektledaren berättar att det fanns en förväntan precis i början av pandemin om att företagsvinster skulle påverkas dramatiskt av Covid-19, men att så inte har varit fallet. Istället har många företag kunnat sänka sina kostnader. Även Murray ser att de högre priserna är ett resultat av lägre kostnader, till följd av inställda resor och personalaktiviteter, och därmed högre värderingar sett till resultat- och balansräkningar. Projektledaren är däremot tveksam till om lägre kostnader har haft någon effekt på förvärvspremien. En faktor som kan ha påverkat förvärvspremierna under pandemin är bankernas finansieringsvilja. Initialt såg Murray en mer restriktiv finansiering från bankerna, troligen som följd av den osäkerhet i marknaden Covid-19 bidrog med. Örn tycker sig se en hög tillgång på kapital på marknaden i dagsläget, vilket till viss del förklaras av ökad "aptit" på börsen. Murray tycker sig också i dagsläget se en alltmer generös finansiering på marknaden.

Osäkerhet är något som flera respondenter (Murray, Dahlänger & Bjuhrberger) sett öka i och med Covid-19, vilket kan ha en effekt på förvärvspremier, där Bjuhrberger påpekar att framförallt kassaflödet påverkats negativt. Murray menar däremot att osäkerheten kan skapa

en viss trygghet, då det köpande företaget får en ökad tillförsikt i sin analys än om analysen baseras på “tio år med bara högkonjunktur, då det är ganska lätt för bolaget att takta på bra”. Att genomföra en analys på ett bolag som genomgått en kris skapar således en viss trygghet i hur bolaget står sig trots osäkra förhållanden. Slutligen konstaterar Murray att de bakomliggande faktorerna till förvärvspremier är samma som innan Covid-19.

4.4 Gynnar krisen någon part?

Det finns en tydlig uppfattning hos respondenterna att Covid-19 medfört fördelar såväl som nackdelar för alla inblandade parter i företagsförvärv, det är däremot svårt att generalisera om någon part har gynnats eller missgynnats mer än någon annan. Respondenterna har en delad syn om att effekterna av Covid-19 i hög grad är branschspecifika, där vissa branscher drabbats mer negativt än andra.

Ek och Dahlänger påpekar att Covid-19 har skapat en osäkerhet på marknaden vilket kan drabba företag negativt och således resultera i lägre värderingar och priser vid förvärv, på det sättet gynnas köpare som har råd att ta högre risker. Dahlänger menar att köpare som kan nyttja sin starka position på marknaden och “förvärva mindre spelare som inte har samma finansiella styrka” till viss del har gynnats. Samtidigt menar Murray att pandemin inneburit färre attraktiva objekt på marknaden i kombination med ett ökat intresse för förvärv, vilket har skapat en gynnsam situation för säljarna. Fortsättningsvis har Bjuhrberger sett svårigheter för köpare i form av minskad omsättning eller lönsamhet som följd av Covid-19, vilket har bidragit till minskat intresse för att köpa ytterligare marknadsandelar i form av bolag. Dessutom ser Bjuhrberger att företag som haft problem med likviditet anses vara billigare att förvärva jämfört med tidigare, som har resulterat i en låg eller obefintlig förvärvspremie, vilket följaktligen är fördelaktigt för köpare. Enligt Projektledarens erfarenhet har riskkapitalfonder som bildats i lågkonjunktur genererat bättre avkastning än de som bildats i högkonjunktur, vilket stärker Bjuhrbergers bild av att det är mer fördelaktigt för köpare att genomföra vissa förvärv i lågkonjunktur. Projektledaren tillägger dock att det inte nödvändigtvis betyder att det är billigare att köpa vid konjunkturavvikelse, eftersom ägarna ofta har en tydlig uppfattning kring vad deras företag är värt. Advokaten nämner att de som gjort noggranna analyser och varit väl pålästa har minskat risken för att genomföra en sämre affär under krisen.

Murray tillägger att det trots Covid-19 har funnits en finansieringsvilja och köpvilja på marknaden, vilket enligt Dahlänger till viss del har gynnat köparna eftersom det har medfört större möjligheter att vidga vyerna. Däremot tydliggör Dahlänger att ett ökat intresse ofta resulterar i högre priser, vilket anses fördelaktigt för säljarna. Örn framhåller att effekterna av Covid-19 endast återspeglas i prislappen, vilket innebär att “om du kan göra en bättre affär om det är lite krisartat så kan det ju finnas fördelar”. Vidare förklarar Örn dock att det generellt sett handlar om köparens framtidstro i målföretaget och branschen, därmed kommer Covid-19 inte påverka värderingarna nämnvärt i dagsläget.

5. Analys

Analysen grundar sig i att jämföra samband och skiljaktigheter mellan praktikers perspektiv och tidigare forskning gällande vilka faktorer som påverkar förvärvspremier i ett företagsförvärv. Vidare analyseras hur bakomliggande faktorer till förvärvspremier har påverkats av Covid-19 utifrån praktikers observationer och erfarenheter, samt vad kriser har för påverkan på förvärvsmarknaden baserat på tidigare forskning.

5.1 Faktorer som påverkar förvärvspremie

Forskningen (Dionne et al., 2015) och alla respondenter är överens om att förvärvspremier uppstår i majoriteten av förvärvstransaktioner och att uppkomsten av denna förvärvspremie kan bero på flera olika faktorer. Bjuhrberger nämner även att ett säljande företag inte kommer genomföra ett förvärv om det inte finns en förvärvspremie att uppnå. Ek tillägger att företaget i så fall skulle välja att likvidera bolaget om förvärvet inte skapar en vinst för ägarna. I börsnoterade företag har även aktieägare en påverkan, dels i att ens acceptera en försäljning, dels då de har möjlighet att sälja privat till köparen genom en säljoption (Sundarsanam & Sorwar, 2010). King et al. (2020) har en annan syn på förvärvspremien, där den betraktas som en överbetalning samt ett mått på kvaliteten av beslutsfattandet.

Enligt Brealey et al. (2011) finns det huvudsakligen två orsaker bakom uppkomsten av förvärvspremier, målföretagets materiella tillgångar och hög värdering av målföretagets immateriella tillgångar. Respondenterna (Murray, Ek, Advokaten, Projektledaren & Örn) ansåg att tillväxt är den huvudsakliga anledningen till att genomföra ett förvärv, där det köpande företaget slår sig samman med målföretaget och deras tillgångar för att skapa fördelar som inte funnits i företagen separat. Genom att slå samman företagen kan köparen mer kostnadseffektivt bedriva en gemensam verksamhet (Dahlänger). Respondenterna (Murray, Dahlänger, Ek, Advokaten, Projektledaren & Örn) är överens om att tillväxten sker genom att komma åt nya marknader, nya geografiska områden, bredda sin produktportfölj samt stärka sin nuvarande marknadsposition. Murray nämner även att det kan finnas mänskliga faktorer som företag vill få tillgång till, exempelvis särskild kompetens. Forskning (Laamanen, 2007) nämner även tekniska resurser och investeringar i forskning och utveckling som en faktor som påverkar tillväxttakten i ett företag, vilket på så sätt även kan påverka en förvärvspremie.

Forskare (Crawford & Lechner, 1996) säger att de potentiella synergier som kan uppstå vid förvärv är ett motiv till varför företag väljer att placera bud som klassas som en förvärvspremie. Här nämns även att effektiviteten på marknaden och framtida förväntningar påverkar företag att ta beslutet och dess förvärvspremie. Andra forskare (Laamanen, 2007) är däremot inte helt överens om att synergier i allmänhet driver upp en förvärvspremie. Företag kan även ha strategiska skäl att genomföra förvärv (Advokaten), såsom möjligheten till synergier (Murray, Advokaten, Dahlänger & Örn) där exempelvis potentiella kostnadsbesparingar är involverade i beslutet. En hög market-to-book ratio kan tolkas som stora tillväxtmöjligheter för en köpare vilket kan bidra till en ökad förvärvspremie jämfört med om företaget hade haft en låg market-to-book ratio (Dionne et al., 2015). Murray ser liknande på situationen och anser att det bokförda värdet är svårt att utgå ifrån vid värderingen då det oftast är en missvisande representation av vad företaget har för möjligheter och förväntade framtida vinster.

Betalningsmetoden vid ett förvärv är en faktor som kan bidra till såväl en ökad som en minskad förvärvspremie. Forskning (Brown & Ryngaert, 1991) visar att betalning med likvida medel har en positiv effekt på marknaden avseende det köpande företags värdering och Betton et al. (2008) visar att kontant betalning är förknippat med en ökad förvärvspremie. Bjuhrberger och Dahlänger är eniga om att betalningsmetoden har en inverkan på priset och således förvärvspremien, de säger däremot att den tenderar att minska vid kontant betalning och öka vid aktiebetalning. Flera respondenter nämner även andra betalningsmetoder som sannolikt har en ökande effekt på förvärvspremien, exempelvis tilläggsköpeskillning och revers. Advokaten och Ek nämner att en tilläggsköpeskillning är beroende av hur målföretaget presterar och att förvärvspremien ökar i samband med att målföretaget anses lyckas prestera efter förvärvet. Vidare förklarar Advokaten att betalning med revers ofta tillämpas när omständigheterna upplevs som osäkra, eftersom betalningsmetoden utgör en viss säkerhet.

En faktor som både forskningen (Sundarsanam & Sorwar, 2010) och respondenterna (Dahlänger, Ek, Bjuhrberger, Örn, Advokaten & Projektledaren) nämner som en påverkande faktor är närvaron av konkurrenter vid ett företagsförvärv, det vill säga en budgivning. Forskningen ser erbjudandet av premier som ett sätt för köparen att vinna budgivningen (Sundarsanam & Sorwar, 2010; Dong & Wang, 2014), vidare kan efterfrågan och utbudsförhållanden och därmed konkurrensen öka en förvärvspremie (Laamanen, 2007). Men alla forskare är inte helt överens om detta perspektiv, Dong och Wang (2014) menar att en premie inte kommer uppstå i en budgivning eftersom synergier omfattar privat information.

Örn förklarar att budgivning kan “trissa upp” ett pris vid det ökade intresset för målföretaget, men priset är inte den enda komponenten som säljaren tar hänsyn till vid försäljningen vilket innebär att ett högt pris inte garanterar att köparen vinner budgivningen.

Andra komponenter som säljaren kan vara intresserad av är exempelvis betalningsmetoden (Dahlänger) eller mjuka värden, som att köparen behåller företagets identitet eller bibehåller den nuvarande ledningen (Projektledaren). Ytterligare en faktor som framträder i forskningen (King et al., 2020) som bidragande till högre förvärvspremier är hybris hos köparen, som anser sig besitta en förmåga att på ett bättre sätt utnyttja målföretagets resurser. Malmendier och Tate (2005) tillägger att hybris och överdriven självsäkerhet kan vara en bidragande faktor till att en budgivning trissas upp. Sist ser forskningen informationsasymmetrier mellan de inblandade parterna som en orsak och förklaring till förvärvspremiens storlek (Laamanen, 2007). Informationsasymmetrin mellan marknaden och köparen kan ge effekter på priset och således förvärvspremien. Murray och Örn är överens om att marknaden kan påverka tron på tillväxt i företag och därmed generera högre förvärvspremier.

5.2 Covid-19 påverkan på förvärvspremie

Samtliga respondenter delar samma uppfattning kring svårigheten att uttrycka sig om Covid-19 effekter på marknaden och vad som är orsaken och vad som är följden. Något alla respondenter också är överens om är hur branschspecifikt påverkningarna har varit där vissa marknader har klarat sig bättre än andra. Samtliga respondenter har sett en viss ökning av förvärvspremie, flera har även sett en stor ökning jämfört med tidigare, i de branscher som pandemin haft en gynnsam effekt i form av ökad efterfrågan. Advokaten tillägger att växande företag med starka positioner kan utvinna höga premier nu i jämförelse med innan Covid-19. Dahlänger påpekar däremot att i de branscher som påverkats negativt av pandemin, har även förvärvspremien påverkats negativt med tanke på osäkerheten på marknaden och branschens utveckling jämfört med innan Covid-19. Forskning visar emellertid att värdet på förvärvspremier i en kris kan ha stora variationer, se figur 1 (Fralich & Papadopoulos, 2018). Denna forskning nämner inte branschens påverkan under en kris men nämner däremot verkställande direktörers personlighet som en påverkande faktor (ibid). Starka verkställande direktörer har hög potential att påverka priset vid förvärv och tenderar att betala lägre premier till målföretaget än svaga verkställande direktörer (ibid). Det finns primärt två faktorer som

påverkar en verkställande direktör i en kris, osäker information och informationsasymmetri (Fralich & Papadopoulos, 2018).

Samtliga respondenter såg ingen förändring i vilka faktorer som påverkar förvärvspremier under Covid-19 jämfört med tidigare. Men två respondenter tycker sig ändå se en omständighet som har påverkats under Covid-19 och som påverkat både köpare och säljare på förvärvsmarknaden. Denna omständighet är bankernas finansieringsvilja där Murray såg en mer restriktiv finansiering från bankerna i början av pandemin på grund av den då rådande osäkerheten, men som nu upplevs mindre restriktiv och istället mer generösa banker än tidigare. Örn tycker sig se en ökad "aptit" på börsen där det finns stor tillgång på kapital som "vill arbeta". Murray nämner även att det kan finnas viss press hos framförallt riskkapitalbolag som förväntas genomföra vissa investeringar, men som tvingades pausa pågående affärer vid tidpunkten då Covid-19 bröt ut och som nu behöver återupptas. Denna press och förväntan kan således antas bidra till den ökade köpviljan under den senaste tiden trots den pågående pandemin. Ytterligare kan pressen eventuellt ha en negativ påverkan på de analyser och prognoser som utförs inför ett förvärv eftersom de blir mer osäkra och därmed mindre trovärdiga.

Forskning (Lambrecht, 2004) visar att osäkerhet på marknaden är en bidragande faktor till förhöjda förvärvspremier, denna faktor är starkt förknippad med kriser. Andra forskare (Sundarsanam & Sorwar, 2010) håller med om att osäkerhet är en viktig faktor vid prissättningen och att den har stor effekt på en förvärvspremie. Respondenterna (Murray & Dahlänger) tycker sig också se en ökad osäkerhet under Covid-19 vilket har påverkat marknaden i sin helhet, de har däremot svårt att förutse vilka effekter det får på en förvärvspremie. Bjuhrberger menar även att osäkerhet i kassaflöden kan påverka en förvärvspremie till det sämre. Däremot ser Murray osäkerheten även som något positivt för ett köpande företag eftersom de får en ökad tillförsikt i sin analys då den inkluderar både hög- och lågkonjunktur samt ger möjlighet att se hur bolaget presterar i osäkra förhållanden.

5.3 Gynnar krisen någon part?

Det finns en gemensam uppfattning hos respondenterna att Covid-19 har involverat både fördelar och nackdelar för de inblandade parterna vid ett företagsförvärv. Varje förvärv är unikt vilket medför olika följder för alla inblandade parter. Det råder konsensus bland respondenterna

att effekterna av Covid-19 i hög grad är branschspecifik. Det är emellertid svårt att generalisera huruvida någon part har gynnats eller missgynnats mer än någon annan. Följaktligen är det svårt att förutse vilken part som sannolikt gynnas av en kris eftersom det i allra högsta grad beror på var krisen slår hårdast.

Forskning (Dionne et al., 2015) visar att låg informationsasymmetri innebär en minskad risk för “the winner's curse”, och således en mindre risk för överbetalning och en omotiverat hög förvärvspremie. Eftersom Advokaten nämner noggranna analyser som en viktig del i värderingen inför ett förvärv så kan det tolkas som ett försök till att minimera informationsasymmetrin och således undvika “the winner's curse”.

Vidare visar forskning att starka verkställande direktörer tenderar att prestera bättre under kris avseende förvärvspremien medan svaga verkställande direktörer presterar sämre och är mer benägna att lägga övervärderade bud under kris (Fralich & Papadopoulos, 2018). Det tyder på att företag med en stark ledning gynnas av en kris i större utsträckning än företag med svag ledning som med större sannolikhet missgynnas av en kris. Dock är det svårt att helt utreda huruvida någon part har gynnats eller missgynnats till följd av Covid-19, eftersom det är beroende på fall till fall vilket även respondenterna är överens om.

6. Diskussion

I följande avsnitt presenteras en sammanfattning och egna slutsatser kring den information som framkommit i analysen. Diskussionen reflekterar kring vilka faktorer som är av betydelse under en kris som Covid-19. Avsnittet inkluderar även studiens bidrag till forskningen samt ger förslag på situationer då studien är relevant och användbar. Avslutningsvis ifrågasätts timingen av studien och vad det har för betydelse för resultatet.

6.1 Diskussion om analys

I analysen framgår det att Covid-19 inte har haft någon betydande påverkan på de faktorer som är involverade i uppkomsten av en förvärvspremie och att det är fåtal omständigheter som förändrats på förvärvsmarknaden. Respondenterna är i stor utsträckning överens med den forskning som presenterats och ser samma påverkande faktorer till en förvärvspremie. Det är därför väsentligt att förstå konsekvenserna av Covid-19 och varför det inte haft en särskilt stor påverkan. Covid-19 är en sjukdom som i sig inte påverkar företag och därmed inte heller förvärv, utan det är agerandet från stater och myndigheter tillsammans med restriktioner som påverkar marknaden och dess framtidsförväntningar. Detta är förmodligen grunden till varför Covid-19 inte påverkat förvärvsmarknaden avsevärt och dess priser till det sämre. Respondenter har sett en positiv uppgång senaste tiden vilket de menar kan vara en följd av Covid-19 som bland annat medfört kostnadsbesparingar för vissa typer av företag och kan därmed ha en inverkan på förvärvspremien. Respondenternas svar stödjer därmed Fralich & Papadopoulos (2018) fynd i sin studie där de ser större variation bland förvärvspremier under en kris jämfört med tidigare. Respondenterna menar att det är högst branschspecifikt och därmed kan vissa förvärvspremier vara små eller obefintliga och andra mycket stora.

Trovärdigheten kring prognoser är en orsak till en hög förvärvspremie enligt Murray, och därmed kan slutsatsen dras att ett företag som är duktiga på att skapa relativt rättvisande prognoser under normala omständigheter rubbas något under en kris som Covid-19. Men när oförutsedda omständigheter påverkar ett företag som är relativt dåligt på att prognostisera framtiden bör det även innebära ännu större negativa konsekvenser vilket kan påverka en förvärvspremie till det sämre, medan ett duktigt företag kan tjäna på det. Att genomföra noggranna analyser är alltid användbart, men extra viktigt under en kris som Covid-19 där det fanns investerare som genomförde transaktioner trots den ökade risken vilket innebar att de kunde förlora mer än tidigare, men eftersom Covid-19 inte påverkade marknaden avsevärt

gjorde investerarna en gynnsam affär. Osäkerhet är en faktor som tidigare tagits upp inom forskningen (Kang et al., 2018) som en påverkande faktor, vilket är nära kopplat till en pandemi där framtiden är osäker och oförutsägbar, vilket innebär att Covid-19 därmed kan påverka förvärvspremien.

Det slutliga resultatet av uppsatsen kan därmed vara användbart för framtiden och om det uppstår liknande situationer, för att veta hur marknaden kan agera och hur man kan gynnas av kunskapen från tidigare utfall. Resultatet är användbart att jämföra med tidigare pandemier som Spanska sjukan under 1920-talet samt finansiella kriser som Finanskrisen 2008. Varje kris är självklart unik och har därmed unika utfall, men det går också att finna likheter och tydliga skillnader mellan de olika kriserna som är användbart för att förutspå framtidens agerande. Praktiker kan tänkas gynnas av att använda tidigare forskning i sina framtida beslutsfattanden samt i analyser eftersom yttre omständigheter alltid är osäkra, men ju mer garderad och informationstät man är desto större är sannolikheten att fatta lyckade beslut.

Forskning (King et al, 2020; Fralich & Papadopoulos, 2018) belyser egenskaper hos verkställande direktörer som en påverkande faktor till förvärvspremier där hybrida och svaga verkställande direktörer tenderar att resultera i höga förvärvspremier. Då är frågan om marknaden just nu besitter flera verkställande direktörer som har hybrida över sin potential i målföretaget eller att de anses vara svaga och okunniga om hur prissättningen ska gå rätt till. Respondenternas svar skiljer sig från denna forskning och menar däremot att i princip hela grunden för förvärvspremien utgörs av noggranna analyser och grundligt genomförda värderingar. Här är frågan om respondenterna inte är medverkande i de situationer hybrida uppstår hos verkställande direktörer eller om det helt enkelt inte existerar på den marknaden som respondenterna befinner sig på.

Eftersom vissa branscher är mer utsatta än andra av Covid-19 kan variationen i förvärvspremiers storlek antas ha ökat. Detta är även något som kan uppfattas från samtliga respondenternas svar då vissa premier varit högre än tidigare medan andra varit lägre än tidigare på grund av pandemin. Forskning (Fralich & Papadopoulos, 2018) visar även att förvärvspremiers storlek varierade mer under finanskrisen 2008 än under normala förhållanden. Således kan kriser, oavsett om det är en finanskris eller en pandemi, antas påverka framförallt variationen i förvärvspremiers storlek.

6.2 Metodkritik

Det slutgiltiga resultatet går alltid tolka på olika sätt och se ur olika perspektiv. Uppsatsen hade som fokus att generellt intervjua rådgivare inom företagsförvärv vilket innebär att de har en utomstående inblick i företagets förvärv och är inte själva berörda av det slutgiltiga resultatet. Resultatet hade kunnat skilja sig vid intervjuer med andra aktörer som är aktiva under ett förvärv, men på grund av tidsramen var detta inte möjligt. Genom att inkludera Projektledaren fick uppsatsen en inblick ett förvärvande företag, vilket bidrog till en mer detaljerad syn på det berörda företaget. Dock är det enbart en av sju intervjuer som har detta perspektiv och därför hade uppsatsen kunnat utvecklas med fler respondenter från den här synvinkeln. Majoriteten av respondenterna utgörs av den säljande parten i ett förvärv, det hade således varit av intresse att utveckla den köpande sidans perspektiv genom ytterligare intervjuer med specialister som representerar den köpande parten. Ett ytterligare perspektiv som hade bidragit till en mer nyanserad helhetsbild i uppsatsen är att se från verkställande direktörer i företag som antingen är köpare eller säljare i ett förvärv. Forskningen nämner hur en verkställande direktör kan ha en stark påverkan i prissättningen i flera aspekter, som känslor eller egenskaper, vilket därmed gör dem aktuella att inkludera i en studie som denna. Vidare upplyser Dr. Hoyos och Dr. Barnes (2012) om att det kan finnas problem med användningen av en kvalitativ metod, då det riskerar att undvika information som är svåråtkomlig. Eftersom delar av teorin, som exempelvis hybris, kan vara svåra få presenterat av respondenterna riskerar faktorer som denna exkluderas i de genomförda intervjuerna.

Eftersom företagsförvärv inkluderar många olika parter hade uppsatsen kunnat kompletteras med flera perspektiv inom ämnet för att få en bredare och djupare förståelse för förvärvspremien. Valet av respondenter hade därmed kunnat utvidgats för att addera flera dimensioner i uppsatsen, vilket hade gett utrymme för ytterligare generaliseringar och därmed kunnat vara användbar för en bredare publik. En aspekt som hade kunnat göra uppsatsen mer användbar för specifika parter hade varit att anpassa den till en särskild bransch för att därefter kunna jämföra mer utsatta branscher under Covid-19 med mindre utsatta. Vidare hade det även varit intressant att skilja mellan börsnoterade bolag och icke-börsnoterade bolag och således kunna applicera resultaten på specifika företag.

Timing av studien är diskuterbar då den är genomförd ett år efter starten av Covid-19 vilket innebär att förvärvsmarknaden har varit starkt präglad av en kris under det senaste året. Vidare

innebär det att respondenterna är väl insatta i situationen och har hunnit samla på sig nya erfarenheter under det senaste året och har därmed möjlighet att se vilka förändringar som skett under utvecklingen av pandemin. Timingen var dock även till en nackdel för uppsatsen då flera företag som kontaktades för intervju inte hade möjlighet att ställa upp då de befinner sig i en intensiv tid på förvärvsmarknaden. Det innebär att om studien genomförts vid ett senare tillfälle hade det troligtvis funnits större möjlighet att bredda intervjupersonernas perspektiv och möjligheten att även inkludera fler specialister inom företagsförvärv. Om studien däremot genomförts tidigare hade den inte haft tillgång till att se den förändring som skett under det senaste året och förväntningarna på framtiden hade med största sannolikhet sett mer negativa ut, speciellt under mars 2020 då det i princip var stopp på förvärvsmarknaden.

7. Slutsatser och vidare forskning

Slutsatsen svarar på de frågeställningar som uppsatsen grundar sig på. De frågeställningar som uppsatsen hade som syfte att besvara var "Vilka faktorer påverkar en förvärvspremie under en kris som Covid-19 och hur?" samt "Hur kan en kris som Covid-19 gynna eller missgynna de olika parterna i ett företagsförvärv?".

7.1 Slutsatser

Varken respondenter eller forskning ser någon större skillnad mellan de påverkande faktorerna till en förvärvspremie under en kris jämfört med innan. Generellt sett menar samtliga respondenter att det är samma faktorer som påverkar under Covid-19, däremot förändrade krisen förutsättningarna för att genomföra ett förvärv vilket i sig kan ha påverkat förvärvspremier. En omständighet som enligt respondenter förändrades under Covid-19 var banker och finansiärer och deras inställning till marknaden samt finansieringsvilja. Effekten blev en strängare finansiering av bankerna på grund av den osäkerhet krisen skapade vilket i sin tur till viss del stannade upp förvärvsmarknaden under en period. En oförutsedd effekt av Covid-19 var dess ökning på förvärvsmarknaden då den är som mest intensiv just nu följt av ett år präglad av en kris. Respondenter medger att det är svårt att säga om det enbart är krisen att tacka, då det förmodligen är en kombination av krisens effekter samt de makroekonomiska omständigheter som också kan ligga till grund, som exempelvis den låga räntan, lågkonjunkturen med mera. Denna kombination har påverkat utbudet och ökat antalet konkurrenter som finns på marknaden vilket i sig har bidragit till en upplevd ökning av förvärvspremier. Både forskning och respondenter ser att osäkerhet är en faktor som ökat under Covid-19 och som förmodligen haft en inverkan på förvärvspremier det senaste året.

Ingen respondent tycker sig se att Covid-19 har gynnat en part mer än den andra, men säger däremot att det kan finnas fördelar och nackdelar för parterna i olika branscher då Covid-19 haft olika effekter på olika branscher. Covid-19 kan ha gynnat köparna i branscher där Covid-19 har slagit hårdare och därmed skapat låga priser med låga förvärvspremier. Men Covid-19 krisen kan även ha gynnat säljarna då den i flera branscher har ökat antalet konkurrenter vilket driver upp priserna och därmed förvärvspremien. Därför är det svårt att dra en generell slutsats om vem som gynnas i ett företagsförvärv under en kris likt Covid-19 eftersom det är högst beroende av vilken bransch man talar om.

7.2 Vidare forskning

Det finns mycket forskning om just företagsförvärv och olika aspekter och synvinklar kopplat till ämnet, däribland krisers perspektiv. Däremot saknas det forskning om kopplingen mellan kriser och prissättningen vid ett förvärv, där enbart en forskningsartikel hittades som var relevant för uppsatsen. Därmed skulle forskning om krisers påverkan på specifika branscher ge en utvecklad och nyanserad inblick på hur en osäker marknad kan påverka företagsförvärv olika beroende på bransch. Genom att få en förståelse för hur företagsförvärv påverkas i olika branscher i en kris kan det bidra till insikter som är användbara vid beslutsfattande för praktiker för att genomföra ett så lyckat förvärv som möjligt.

8. Referenser

Artiklar

- Betton, S., B. E. Eckbo & K. S. Thorburn. 2008. *Corporate takeovers*. In Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, vol. 2, ed. B. E. Eckbo.
- Brown, D., & Ryngaert, M. 1991. *The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information*. Journal of Finance, 46(2), 653-669.
- Coff, Russell W. 1999. *How buyers cope with uncertainty when acquiring firms in knowledge-intensive industries: Caveat Emptor*. Organization Science, 10(2), 144-161.
- Crawford, D., & Lechner, T. 1996. *Takeover Premiums and Anticipated Merger Gains in the US Market for Corporate Control*. Journal of Business Finance & Accounting, 23(5-6), 807-829.
- Dierickx, I. & Koza, M.P. 1991. *Information asymmetries: how not to buy a lemon in negotiating mergers and acquisitions*. European Management Journal, 9: 229 – 234.
- Dionne, G., La Haye, M. & Bergeres, A.S. 2015. *Does asymmetric information affect the premium in mergers and acquisitions?* Canadian Journal of Economics. Vol. 48, No. 3, pp. 819-852
- Dong, B. & Wang, F.Y. 2014. *A pre-emption model of mergers*. Journal of Economics, 113(2). pp. 187-204.
- Fishman, M.J., 1989. *Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions*. Journal of Finance, 44(1), 41-57.
- Fralich, R., & Papadopoulos, A. 2018. *The financial crisis, acquisition premiums and the moderating effect of CEO power*. Long Range Planning, 51(2), 204-218.
- Fu, F., Lin L. & Officer, M. 2013. *Acquisitions Driven by Stock Overvaluation: Are They Good Deals?* Journal of Financial Economics, 109, 24–39.
- Galvin, R. 2015. *How many interviews are enough? Do qualitative interviews in building energy consumption research produce reliable knowledge?* Journal of Building Engineering, 1, 2-12.
- Gondhalekar, V., Raymond Sant, R. & Ferris, S. 2004. *The price of corporate acquisition: determinants of cash takeover premia*. Applied Economics Letters, 11(12), 735-739.
- Hotchkiss, E.S. & Mooradian, R.M. 1998. *Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11*. Journal of Financial Intermediation, 7(3), 240-262.
- Jahera JS, Lloyd WP. 1985. *An empirical inquiry into the premiums for controlling interests*. Quarterly Review of Business and Economics, 24: 67–77.
- Kang, H., Woo, W., Burton, R., & Mitchell, M. 2018. *Constructing M&A valuation: How do merger evaluation methods differ as uncertainty and controversy vary?* Journal of Organization Design, 7(1), 1-46.
- Karlsson, M., Nilsson, T., & Pichler, S. 2014. *The impact of the 1918 Spanish flu epidemic on economic performance in Sweden*. Journal of Health Economics, 36(1), 1-19.
- King R. D., Wang G., Samimi M. & Cortes A. F. 2020. *A Meta-Analytic Integration of Acquisition Performance Prediction*. Journal of Management Studies, 0:1 Month 2020.
- Kohers, N. & Ang, J. 2000. *Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay*. The Journal of Business, 73(3), 445-476.

- Laamanen, T. 2007. *On the role of acquisition premium in acquisition research*. Strategic Management Journal, 28: 1359–1369
- Lambrecht, B. M. 2004. *The Timing and Terms of Mergers Motivated by Economies of Scales Stock Returns in Mergers and Acquisitions*. Journal of Financial Economics, Vol. 72, No. 1, pp. 41–62.
- Mintzberg, H., 1990. *The design school: reconsidering the basic premises of strategic management*. Strategic Management Journal, 11. 171-195
- Malmendier, U. & Tate, G. 2005. *CEO Overconfidence and Corporate Investment*. Journal of Finance, Vol. 60, No. 6, pp. 2661-700
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984. *Corporate financing decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics. 13: 187-221.
- Pangarkar, N., & Lie, J. R. 2004. *The impact of market cycle on the performance of Singapore acquirers*. Strategic Management Journal, 25(12), 1209-1216.
- Roll, R. 1986. *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. The Journal of Business, Vol. 59, No. 2, Part 1, Apr. 1986, pp. 197-216.
- Schwert, G. W. 1996. *Markup pricing in mergers and acquisitions*. Journal of Financial Economics, 41(2), 153–92
- Shelton LM. 2000. *Merger market dynamics: insights into the behavior of target and bidder firms*. Journal of Economic Behavior and Organization, 41(4): 363 – 383.
- Shleifer, A., & Vishny, R. 2001. *Stock Market Driven Acquisitions*. Working Paper Series, 8439. National Bureau of Economic Research, Cambridge MA.
- Slusky AR, Caves RE. 1991. *Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers*. Journal of Industrial Economics, 34: 277–296.
- Sudarsanam, S., & Sorwar, G. 2010. *Determinants of Takeover Premium in Cash Offers: An Option Pricing Approach*. Journal of Business Finance & Accounting, 37(5-6), 687-714.
- Varaiya, N. 1988. *The 'Winner's Curse' Hypothesis and Corporate Takeovers*. Managerial and Decision Economics, 9(3), 209.
- Varaiya, N.P. & Ferris, K.R., 1987. *Overpaying in corporate takeovers: the Winner's curse*. Financial Analysts Journal, 43(3), 64-70.
- Vagenas-Nanos, E. 2020. *The Benefits of Overvaluation: Evidence from Mergers and Acquisitions*. Financial Management, 49(1), 91-133.
- Wallace, N., Song, M.H. & Walkling, R.A. 2000. *Abnormal returns to rivals of acquisition targets: a test of the acquisition probability hypothesis*. Journal of Financial Economics, 55(2): 143–171
- Walkling, R.A. & Edmister, R.D. 1985. *Determinants of tender offer premiums*. Financial Analysts Journal, 41(1): 27–37.

Böcker

- Berk, J. & DeMarzo, P. 2017. *Corporate Finance*. Global Edition. Pearson Education Limited.
- Bryman, A. & Bell, E. 2017. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Stockholm: Liber AB.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. 2011. *Principles of corporate finance*. 10.th ed., Gardners Books.

- Burton, R.M., Obel, B. & Håkonsson, D. 2015. *Organizational design: a step-by-step approach*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Ejvegård, R. 2009. *Vetenskaplig metod*. Upplaga 4. Lund: Studentlitteratur.
- Grönmo, S. 2006. *Metoder i samhällsvetenskap*. Malmö: Liber.
- Kvale, S. & Brinkmann, S. 2014. *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Upplaga 3. Lund: Studentlitteratur AB.
- March, J.G. & Simon, H.A., 1958. *Organizations*. New York: John Wiley & Sons.
- Patel, R. & Davidson, B. 2011. *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Upplaga 4. Lund: Studentlitteratur AB.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. 2005. *Corporate finance*. 9.th ed., The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Sevenius, R. 2011. *Företagsförvärv: En introduktion*. Upplaga 2:1. Lund: Studentlitteratur AB.
- Sirower, M.L. 1997. *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: Free Press.
- Weick, K.E. 1979. *The social psychology of organizing*. 2nd edn. McGraw-Hill, New York.

Elektroniska källor

- Bergh, J. & Neergaard, J. 2011. *Valuing synergies*.
https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/26855/1/gupea_2077_26855_1.pdf [Hämtad 25 maj 2021]
- Calculate. (u.å.). *Företagsvärdering*. <https://calculate.se/foretagsvardering#Section2> [Hämtad 4 maj 2021]
- CleverISM (23 september 2019). *A historical analysis of M&A waves*.
<https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>
 [Hämtad 7 maj 2021]
- Corporate Finance Institute. (u.å.-a). *Acquisition Premium*.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/acquisition-premium/> [Hämtad 29 mars 2021]
- Corporate Finance Institute. (u.å.-b). *Toehold Position/Purchase*.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/toehold-position-purchase/> [Hämtad 6 maj 2021]
- Dr. Hoyos, M. & Dr. Barnes, S-A. 2012. *Analysing Interview Data* [PowerPoint slides].
 Warwick Institute for Employment Research.

https://warwick.ac.uk/fac/cross_fac/esrcdct/coretrainingmodules/quals/analysing_inter_view_data_1_-_w6.pdf

ECHR. (u.å.). *Sysselsättning och ekonomi under coronapandemin.*
https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic_sv [Hämtad 5 april 2021]

Fardell, T. & Ekelius, G. 2013. *Varför misslyckas Mergers & Acquisitions.*
https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/36359/1/gupea_2077_36359_1.pdf [Hämtad 24 maj 2021]

Investopedia. (10 februari 2021). *The winner's curse.*
<https://www.investopedia.com/terms/w/winnercurse.asp> [Hämtad 4 maj 2021]

NE. (u.å.-a). *Tillväxt.*
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/tillv%C3%A4xt> [Hämtad 4 maj 2021]

NE. (u.å.-b). *Spanska sjukan.*
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/spanska-sjukan> [Hämtad 17 maj 2021]

SVD Näringsliv. (1 januari 2021). *Fler svenska företagsaffärer trots pandemin.*
<https://www.svd.se/fler-svenska-foretagsaffarer-trots-pandemin> [Hämtad 5 april 2021]

Söderberg & Partners. (8 juni 2020) *Vad kan vi lära oss från tidigare borsfall.*
<https://www.soderbergpartners.se/newsroom/finans/vad-kan-vi-lara-oss-fran-tidigare-borsfall/> [Hämtad 27 april 2021]

PwC. (u.å.). *Hur blir förvärv en succé med hjälp av synergier?*
<https://www.pwc.se/sv/deals/synergi.html> [Hämtad 5 april 2021]

9. Bilagor

9.1 Intervjuunderlag

1. Vad ser ni som de primära faktorerna till varför företag genomför ett förvärv?
2. Har ni sett någon förändring (ökning eller minskning) i antal företagsförvärv under Covid-19?
3. Hur vanligt förekommande är det att förvärvspremier uppstår vid företagsförvärv?
 - Har ni sett någon förändring nu under Covid-19 jämfört med tidigare, både i antal och värde på förvärvspremier?
4. Vilka faktorer bidrar till uppkomsten av förvärvspremier vid företagsförvärv?
 - Finns det andra faktorer som påverkar förvärvspremier under Covid-19 eller samma som tidigare?
5. Hur har Covid-19 påverkat de olika parterna (köpare och säljare) i ett förvärv?

Specifika frågor till advokat

1. Finns det någon lagstiftning kopplat till kriser som kan komma att påverka vid företagsförvärv?
2. Hur tar ni hänsyn till exempelvis budgivning och informationsasymmetri när kontrakt för företagsförvärv skrivs?
 - Hur har Covid-19 påverkat?