

Introduktion till företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen

Kompendium för 10 p kurs i Företagsöverlåtelser i praktik och teori

18 september 2002

Författare: Robert Sevenius
Juridicum, Stockholms universitet

Förord

Detta kompendium har tillkommit för kursdeltagarna på kursen Företagsöverlåtelser i praktik och teori som ges inom Handelsrätten på Stockholms universitet.

Kompendiet syftar till att läsarna ska få en första introduktion till företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen. Introduktionen ska fungera som en vägledning till vidare studier av de materiella delarna av företagsöverlåtelser på egen hand. Kompendiet är inte i första hand ett vetenskapligt arbete istället utan en beskrivning av en praktisk företeelse som den kan observeras i näringslivet. Följaktligen ingår generella resonemang och åsikter för att åskådliggöra snarare än att exakt bestämma företeelsen.

Innehållet baseras på erfarenheter jag gjort under mitt praktiska arbete med företagsöverlåtelser – erfarenheter jag gjort tillsammans med kollegor, klienter och motparter – samt sådant jag läst eller hört. Jag vill trycka på att en transaktionsprocess inte följer någon fastställd standard eller överhuvudtaget kan beskrivas på endast ett sätt. Därför innehåller kompendiet genomgående skrivningar som ”många gånger”, ”ofta”, ”vanligtvis”, ”normalt ” och ”ibland” snarare än helt definitiva uttalanden. Ett konstruktivt sätt att ta till vara på denna osäkerhet är att vid varje sådan skrivning stanna upp och ställa sig frågan: *På vilket annat sätt skulle det rimligen kunna vara här?*

Under mitt arbete med kompendiet har jag haft förmånen att få kloka och värdefulla synpunkter på framställningen från Christina Källenfors, Enrique Patrickson, Niklas Sandell, Carina Strid, Carl-Magnus Ugglå, Magnus Wernersson och Jesper Öberg.

För felaktigheter och andra tillkortakommanden är tyvärr författaren ensam ansvarig. Jag tar gärna emot ytterligare synpunkter på kompendiet.

Med hopp om inspirerande läsning!

Robert Sevenius

Lidingö, september 2002

Innehåll

1	Inledning	1
2	Hur vanliga är företagsöverlåtelser?	9
2.1	Företagsöverlåtelser i statistiken.....	9
2.2	Studier av företagsöverlåtelser	12
2.3	Sammanfattning	14
3	Varför görs företagsöverlåtelser?	15
3.1	Motiv till företagsöverlåtelser	15
3.2	Strategisk analys.....	19
3.3	Sammanfattning	23
4	Hur hittar man företag att köpa?	24
4.1	Kriterier för målföretag	24
4.2	Extern informationssökning.....	25
4.3	Planering och förberedelse inför företagsöverlåtelse	27
4.4	Sammanfattning	31
5	Vad är ett företag värt?	32
5.1	Värde och pris.....	32
5.2	Värderingsmetoder	34
5.3	Sammanfattning	42
6	Är det (verkligen) rätt företag att köpa?	43
6.1	Förutsättningarna	44
6.2	Metod och arbetssätt vid företagsbesiktning	46
6.3	Resultatet av företagsbesiktningen	50
6.4	Sammanfattning	51
7	Hur läggs företagsöverlåtelsern upp?	52
7.1	Skatter	53
7.2	Betalning och finansiering	55
7.3	Redovisning	57
7.4	Transaktionsrättsliga regler	59
7.5	Övrig anpassning till tvingande regler	61
7.6	Sammanfattning	61
8	Hur kommer säljare och köpare överens?	63
8.1	Transaktionsavtal	63
8.2	Förhandling	69
8.3	Sammanfattning	72
9	Hur samarbetar man efteråt?	74
9.1	Åtgärder direkt efter tillträdet	75
9.2	Integrationsprogram	77
9.3	Sammanfattning	78
10	Sammanfattning	79
	Appendix A: Referenser i urval	84
	Appendix B: Ordlista i korthet	85

1 Inledning

Kapitlet ger en inledande beskrivning av företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen som översikt till kompendiets kommande kapitel. Vidare förklaras syftet och avgränsningarna i framställningen.

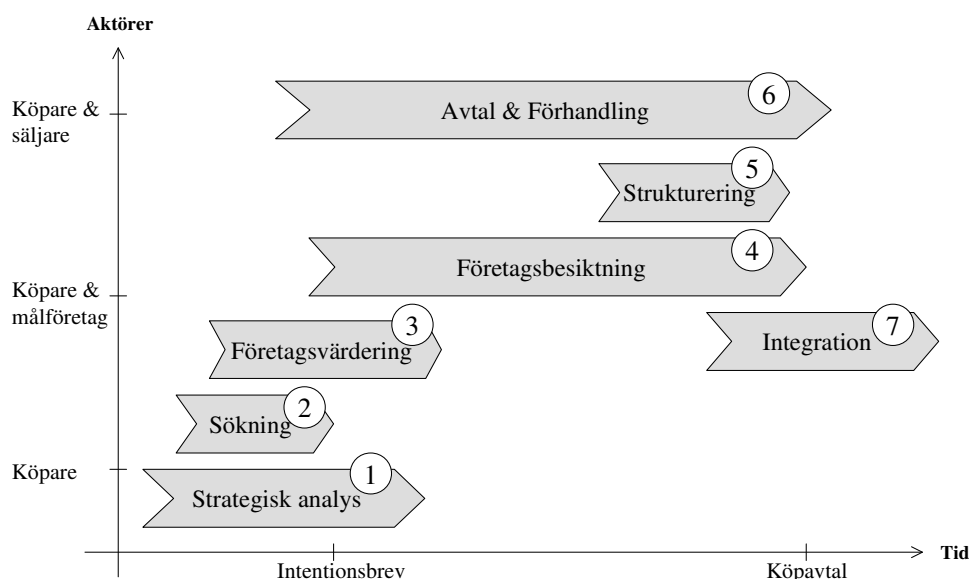
Detta kompendium har tillkommit i syfte att ge studenter på kursen "Företagsöverlåtelser i praktik och teori" en ram för att förstå företeelsen företagsöverlåtelser i syfte att ge en vägledning för vidare studier och informationsinhämtning kring ämnet företagsöverlåtelser.

Kompendiet är i stort uppbyggt kring den transaktionsprocess som ofta kan observeras i praktiken. Det ska dock redan inledningsvis sägas att det är sällan en företagsöverlåtelse eller transaktionsprocess är exakt lik en annan. Varje företagsöverlåtelse präglas av bl a egenskaperna hos inblandade företag och personer samt av rådande marknadsklimat. Företagsöverlåtelser kan delas in på många sätt; noterade kontra onoterade, finansiella kontra industriella, inhemska kontra internationella, vertikal kontra horisontella för att bara nämna några möjliga indelningsgrunder (se ordlista i appendix B). Men företagsöverlåtelserna visar också enhetliga drag, särskilt då i de processer och moment som ingår vid genomförandet. Det är dessa gemensamma drag som främst kommer att behandlas i kompendiet, med särskild betoning den "verktygslåda" som kommer till användning vid genomförandet. Detta kompendium ska framförallt beskriva syfte och användning av de verktyg som i praktiken finns att tillgå för företagsöverlåtelserns parter.

Verktygen hör nära samman med transaktionsprocessen. Det är vanligt att beskriva företagsöverlåtelserna som en process eller ett flödesschema med olika moment som leder till nästa moment i en linjär beskrivning. Verkligheten är ofta en annan där momenten är parallella, iterativa eller kanske helt enkelt saknas. En otydlig process kan bli konsekvensen av exempelvis tidspress eller bristande kompetens, men kanske framförallt på grund av att många företagsöverlåtelser har en stor komplexitet som gör den svår att överblicka. Företagsöverlåtelser är en företeelse med många iblandade personer, som har olika målsättningar och egenskaper, vilket medför att transaktionsprocessen inte kan förväntas vara helt logiskt eller sekventiellt uppbyggd. I

de flesta fall är det trots detta en fördel att arbeta igenom transaktionsprocessens alla moment även om detta inte behöver ske i samma följd eller med samma djup som beskrivs i detta kompendium. Uppfattningen om företagsöverlåtelser som en rationell och linjär process i praktiken är dock en villfarelse, även om en sådan beskrivning kan underlätta förståelsen. En schematisk illustration av transaktionsprocessen som förekommer i många framställningar med vissa variationer ser ut som i Figur 1.

Figur 1: Transaktionsprocessen.



En typisk förvärvsprocess kan förenklat beskrivas på följande sätt, jfr Figur 1: Den inledande fasen består av köparens analyser och aktiviteter som leder fram till kontakt med säljaren samt olika föravtal mellan köpare och säljare. Det första momentet i denna fas innebär många gånger en analys av köparens målsättningar, behov och alternativ i form av en **strategisk analys**. I nästa moment sker sökning, identifiering och preliminär utvärdering av enskilda företag som kan bli målföretag, här kallas momentet **sökning**. Utvärderingen sker vanligen på basis av publika informationskällor och eventuellt översiktlig information från den nuvarande ägaren. Ett viktigt moment för köparens fortsatta intresse av målföretaget är **företagsvärderingen**, som inleds under den första fasen av transaktionsprocessen. Företagsvärderingen ligger bl a till grund för bud och förhandling om köpeskillingen. I samband med inledande kontakter mellan köparen och ägaren till målföretaget som följer efter den inledande fasen undertecknar parterna vanligen olika former av

föravtal, bl a intentionsbrev (*letter of intent*). När intentionsbrevet är undertecknat påbörjas vanligen en mer intensiv fas med informationsöverföring från säljaren och målföretag till köparen. Ett viktigt moment är **företagsbesiktningen** som sker i syfte att ge köparen en fördjupad kännedom om huruvida målföretaget överensstämmer med uppställda förväntningar. Om företagsöverlåtelserna slutgiltigt ska genomföras måste även själva transaktionens struktur planeras noggrant, bl a med hänsyn till skattekonsekvenser, i ett moment som ibland kallas **strukturering**. Efter att företagsbesiktningen har slutförts och avrapporterats är köparen bättre informerad om målföretaget varvid **förhandlingar** om pris och **köpvaktal** kan slutföras. I många fall ska köparföretaget och målföretaget dessutom på något sätt samordnas efter tillträdet. Denna **integration** är ett väsentligt moment i transaktionsprocessen eftersom det är då det förväntade värdet av företagsöverlåtelserna ska realiseras.

Efter att ha visat en schematisk bild av transaktionsprocessen kan vi ta ett steg tillbaka för några allmänna ord om företagsöverlåtelser. Företagsöverlåtelser är en del av den ordinarie affärsverksamheten i många större bolag, i vissa bolag är det dessutom en vital del av affärsidén. Företag som exempelvis säkerhetskoncernen Securitas har under många år framgångsrikt tillämpat en utpräglat förvärvsinriktad tillväxtstrategi på den internationella scenen med ett 40-tal transaktioner sedan 1991. En annan kategori företag har blivit regelbundna köpare och säljare av verksamheter kanske främst på grund av sin storlek. Här kan nämnas vitvarutillverkaren Electrolux som varit involverad i sålt 18 verksamheter sedan 1996 som ett led av en långsiktig renodling men även förvärvade två verksamheter under 2001. En tredje kategori kan vara bolag som endast ägnar sig åt ”strukturaffärer” i form av företagsöverlåtelser vid utvalda tillfällen, däribland det teknikkonsultföretaget Sweco som 2001 förvärvat två andra konsultbolag samt mindre poster i ytterligare två konkurrenter. En fjärde kategori kan vara företag som regelbundet köper och säljer företag utan inbördes industriell koppling. Ett exempel är investmentbolaget Ratos med cirka 20 företag i sin portfölj 2002 och avyttring av Hilton, Esselte, Exceed och Kronans Droghandel under första halvåret 2002.

Företagsöverlåtelserna är inte en sammanhållen med en bestämd definition. Det som kanske primärt förknippas med begreppet är ett köp av samtliga aktier i ett aktiebolag

som är noterat på börs. Men företagsöverlåtelse bör inte begränsas till dessa ändå relativt ovanliga situationer. De flesta företagsöverlåtelse sker med onoterade innehav eller sådana som endast berör börsbolags dotterbolag eller delägda företag. Transaktionen behöver inte heller omfatta samtliga aktier för att behandlas som en företagsöverlåtelse. Även investeringar, strategiska samarbeten eller finansiering av företag sker genom olika former av transaktioner där transaktionsprocessen vid företagsöverlåtelse kan utnyttjas i stor utsträckning.

Kompendiet beskriver varje moment av transaktionsprocessen för sig. Vissa avgränsningar är dock nödvändiga för att kunna ge en någotsånär samlad bild av företagsöverlåtelse och transaktionsprocessen. I huvudsak är framställningen avgränsad enligt följande:

- Transaktionsprocessen som beskrivs här är till stor del en *köpar driven* process, d v s det antas att det är köparen som tar initiativet till processen och driver den framåt. Det är minst lika vanligt att transaktionsprocesser är *säljardrivna*, med en ägare som aktivt söker köpare till företag de vill avyttra. En sådan säljardriven process sker ofta genom att säljaren försöker skapa en konkurrenssituation på så sätt att flera köparkandidater bjuds in till ett auktionsliknande förfarande. Utöver detta moment följer dock i huvudsak en säljardriven process samma transaktionsmoment som beskrivs i detta kompendium.
- Framställningen utgår från att involverade företag – såväl köpare, säljare och målföretag – är svenska aktiebolag och att själva köpobjektet företrädesvis är aktier. Dessutom antas att transaktionen omfattar fullständig överlåtelse av alla utestående aktier. I kapitel 7 öppnas avgränsningen något för att beskriva andra möjliga transaktionsstrukturer, bl a inkråmsförvärv. Privatpersoner som säljare eller köpare av företag behandlas inte uttryckligen i kompendiet. Många av aktiviteterna som beskrivs i kompendiet är dock generellt tillämpliga och bidrar till förståelse även av företagsöverlåtelse som inte direkt faller under dessa grundantaganden.

- De transaktioner som beskrivs är primärt sådana som sker på kommersiell grund. Det finns även flera typer av företagsöverlåtelser som visar ett visst mått av gemenskap mellan säljare och köpare, exempelvis koncerninterna transaktioner och transaktioner i samband med generationsskiftet i ägarledda företag. Sådana företagsöverlåtelser innehåller inte alltid alla moment som beskrivs här utan kan göras med enklare beslutsunderlag.
- Transaktionsförloppet som beskrivs är framförallt baserat på förvärv av onoterade målföretag. I dessa förvärv kan vanligen en ingående process genomföras som bl a involverar målföretagets aktiva deltagande. Vid företagsöverlåtelser som sker med noterade företag över börs begränsas parternas frihet att utforma och delta i transaktionsprocessen, exempelvis genom inverkan av värdepappersnormer, t ex börsens inregistreringskontrakt och NBK:s rekommendationer. De moment som beskrivs i kompendiet är dock i allt väsentligt överensstämmande med de överväganden som måste göras inför företagsöverlåtelser på börsnivå.

Den främsta begränsningen av kompendiets framställning av transaktionsprocessen är dock utrymmet. Kompendiet avser att förmedla en känsla för helhetsbilden vid företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen, vilket medfört att bredare penseldrag prioriterats framför detaljer.

Ambitionen med kompendiet är att beskriva företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen från ett praktiskt perspektiv som de faktiskt ser ut i näringslivet. Den teoretiska och materiella påbyggnaden är som läsaren snart kommer förstå alltför omfattande och komplex för att en översiktlig framställning ska göra den rättvisa. Läsaren bör dock här vinna insikt i de delar och det flöde som kännetecknar en väl genomarbetad företagsöverlåtelse och på den grunden kommer läsaren vara förberedd för att fördjupa sina studier av företagsöverlåtelserns enskilda delar samt även att praktiskt medverka i en transaktionsprocess.

Avslutningsvis bör kanske något även sägas om själva ordet ”företagsöverlåtelse”. Kärt barn har många namn och det finns andra ord som ofta används för att beteckna i stort sett samma sak som det som beskrivs i kompendiet. Företagsförvärv eller

företagsköp är ord som kanske mer väljer ett köparperspektiv på företagsövertagelsen och särskilt det senare används vanligen i massmedia. Fusion är ett ord som i allmänhet används för att beteckna en företagsöverlåtelse som leder till nära samordning av verksamheterna, men känns något olycklig särskilt för jurister som genast tänker på 14 kapitlet i aktiebolagslagen. Sammanslagning kan ibland lite löst användas för att beskriva en företagsöverlåtelse. Även konsolidering av en bransch kan vara ett sätt att uttrycka ett antal företagsöverlåtelser. Kännetecknande för de senare termerna är att de mer syftar till det som händer i slutet av transaktionsprocessen.

Sammanfattningsvis behandlar kompendiets kapitel följande aspekter av företagsöverlåtelse indelade i moment av transaktionsprocessen:

Tabell 1: Översikt av kompendiets kapitel och innehåll.

Nr	Rubrik	Moment	Innehåll
1	Inledning	-	Kompendiets syfte och avgränsningar. Allmän bakgrund till studier av företagsöverlåtelse.
2	Hur vanliga är företagsöverlåtelse?	-	Svensk och utländsk statistik om företagsöverlåtelse. Kapitlet behandlar även några noteringar från teoretiska undersökningar av företagsöverlåtelse.
3	Varför görs företagsöverlåtelse?	1: Strategisk analys	Det finns många uttalade och outtalade motiv för att genomföra företagsöverlåtelse. På grundval av strategiska analysmetoder beskriver kapitlet de vanligaste motiven.
4	Hur hittar man företag att köpa?	2: Sökning	Att hitta rätt målföretag är en process som normalt måste ske på basis av offentligt tillgänglig information. Kapitlet behandlar metodik verktyg och informationskällor.
5	Vad är ett företag värt?	3: Företagsvärdering	Företagsvärderingen har utvecklats från redovisningsbaserade substansvärderingar till kassaflödesbaserade avkastningsvärderingar. Kapitlet beskriver de vanligaste metoderna.
6	Är det (verkligen) rätt företag att köpa?	4: Företagsbesiktning	Företagsbesiktning är numera en av de viktigaste aktiviteterna i företagsöverlåtelse. Kapitlet beskriver företagsbesiktningens syfte, metodik och resultat.
7	Hur läggs företagsöverlåtelsen upp?	5: Strukturering	En viktig del av transaktionsprocessen är momentet då företagsöverlåtelsens struktur anpassas till olika regelverk, bl a skattelagstiftningen, och andra typer av normer eller restriktioner, bl a finansieringskostnader.
8	Hur kommer parterna överens?	6: Avtal och förhandling	Kapitlet behandlar när juridisk bundenhet vid företagsöverlåtelse. Under transaktionsprocessen upprättas en mängd juridiska dokument och avtal. Det viktigaste är själva köpavtalet. Förhandlingar pågår ofta i någon form under hela transaktionsprocessen.
9	Hur samarbetar man efteråt?	7: Integration	Integrationen är kanske den viktigaste delen av en företagsöverlåtelse även om den ligger efter själva transaktionen. Här beskrivs olika delar av målföretagets införlivande i köparens organisation.

10	Sammanfattning	-	Sammanfattning av kompendiet samt några slutord.
----	----------------	---	--

2 Hur vanliga är företagsöverlåtelse?

Kapitlet ger en övergripande bild av förekomsten av företagsöverlåtelse i svenskt näringsliv. Syftet är att skapa en uppfattning om hur vanliga företagsöverlåtelse är. Vidare kommer kapitlet in på den relativt omfattande forskning som gjorts inom området företagsöverlåtelse.

Företagsöverlåtelse är tacksamma ämnen i massmedia. En företagsöverlåtelse, även av relativt obetydlig storlek, kommer många gånger få utrymme i Dagens Industri, Veckans affärer och Affärsvärlden och kanske även internationella motsvarigheter som Financial Times och Wall Street Journal. Vissa svenska företag är mycket transaktionsintensiva både i kraft av sin affärsmodell och av sin storlek samt företagsledningens aktivitet. Företagsöverlåtelse har blivit en enkel väg att få namn om sig i media och vinna rykte som en dådkraftig företagsledare. Samtidigt finns det inom underhållningsmedia en närmast mytisk bild av företagsöverlåtelse som de största och viktigaste affärshändelserna i näringslivet. Böcker, film och teve har det senaste årtiondet sköljts över av mer eller mindre fiktiva dramatiseringar av företagsöverlåtelse som bakgrund för klassiska konfrontationer mellan gott och ont. Det är lätt att få uppfattningen att företag när som helst kan utsättas för ett fientligt företagsförvärf av någon moraliskt dubiös företagspirat klädd i svart. Ett exempel från 1987 är filmen *Wall Street*, regisserad av Oliver Stone.

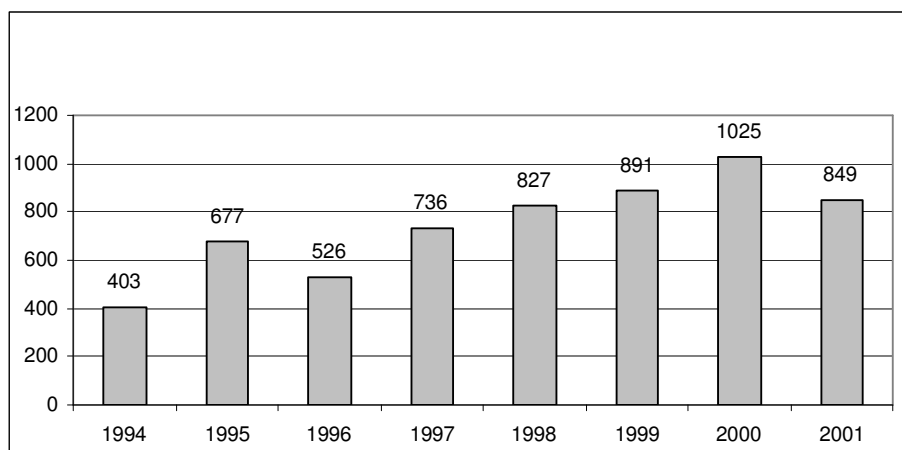
Verkligheten bakom företagsöverlåtelse är både tråkigare och mer spännande, samtidigt. Många personer i näringslivet – i företagen, på investmentbankernas förvärvsavdelningar, hos konsultbyråer och hos andra initiativtagare – ägnar stora resurser åt att hitta nya tänkbara konstellationer av företag som ska generera ett ökat värde. Idéer uppstår, prövas och förkastas ständigt. De få företagsöverlåtelseförslag som faktiskt genomförs är egentligen relativt få med tanke på den ständiga idé tillströmningen.

2.1 Företagsöverlåtelse i statistiken

Företagsöverlåtelse är en vanlig förekomst i svenskt näringsliv även om den svenska marknaden inte är lika transaktionsintensiv jämfört med USA och Storbritannien, som torde visa det relativt sett största antal företagsöverlåtelse i världen. Det finns skäl att klargöra att företagsöverlåtelse nu är en del av normal affärsverksamhet i många bolag, vid sidan av andra vanliga affärsprocesser som t ex forskning- och utveckling,

inköp och produktion. Tidigare sågs kanske företagsöverlåtelser som en aktivitet vilken endast större industrikoncerner hade erfarenhet och resurser att genomföra. Idag är det viktigt för varje företag att överväga företagsöverlåtelser som en del av deras strategiska palett för att uppnå sina mål. Som ett tecken på detta har antalet företagsöverlåtelser ständigt ökat i Sverige under senaste decenniet.

Figur 2: Antal förvärv i Sverige med svenska intressenter



Källa: Förvärv & fusioner förlag

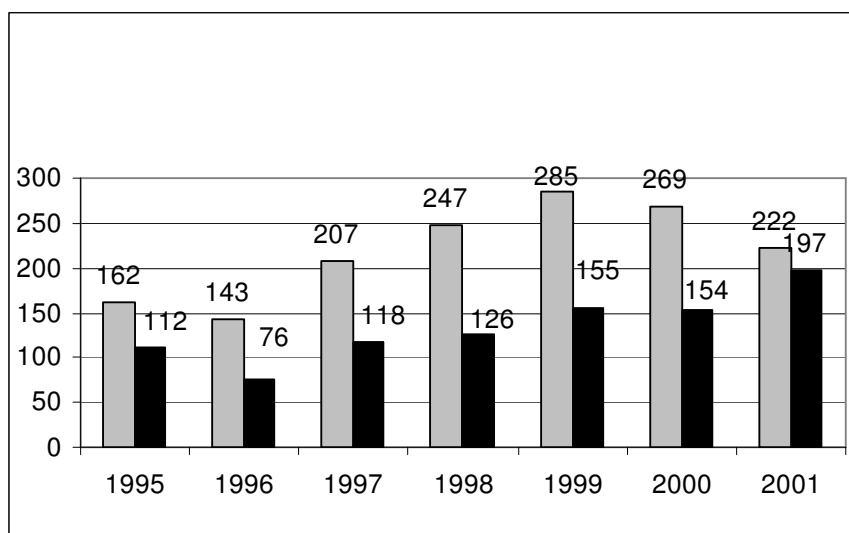
Antalet förvärv i Sverige har under åtta år drygt fördubblats. Trenden bröts 2001 vilket har samband med den defaitism som generellt präglade näringslivet det året. Ett stort antal företagsöverlåtelser under 2000 var relaterade till den eufori som präglade en snabbväxande IT-sektor. Den redovisade statistiken fångar inte upp alla transaktioner som sker på mikronivå, exempelvis i samband med generationsskiften och koncerninterna transaktioner. Enligt en undersökning av KPMG och Dealogic har antalet transaktioner minskat med 40 procent första halvåret 2002 jämfört med motsvarande period året innan.

I USA talas om att företagsöverlåtelser uppträder i vågor (*mergerwaves*) och man har räknat till den femte vågen sedan 1900-talets begynnelse. Varje sådan våg tillmäts särskiljande egenskaper och analyseras på basis av enskilda händelser som utlöser och avslutar vågen. Det är särskilt den fjärde vågen, 1981 – 1989, som gav mycket av den karaktär som omger företagsöverlåtelser idag. Den fjärde vågen bar med sig många företeelser som också kan observeras här i Sverige under 1990-talet och framåt: en sofistikerad transaktionsprocess, proaktiva finansiella konsulter och investmentbanker, högt belånade förvärv, fientliga företagsköp, aktiva aktieägare, specialiserad

lagstiftning, företagsledarutköp och gränsöverskridande företagsöverlåtelser. Den största företagsöverlåtelser som hittills utförts under 2002 är den svenskrelaterade transaktionen inom läkemedelsindustrin där Pfizer förvärvade Pharmacia genom en nyemission till Pharmacias ägare. En nyemission som uppgick till ett värde om cirka 590 miljarder kronor. Detta vara ändå en relativt blygsam transaktion jämfört med telekomföretaget MCI WorldComs förvärv av konkurrenten Sprint för cirka 1 290 miljarder kronor 1999. En transaktion med ett köparföretag som 2002 även blev föremål för ett rekordartat redovisningsbedrägeri.

Gränsöverskridande (*crossborder*) företagsöverlåtelser är relativt vanliga även i en jämförelsevis liten ekonomi som Sverige. Det är många svenska företag som har en global närvaro och söker köpobjekt runt om i världen. Därutöver har svensk forskning och utveckling ofta rönt intresse från utländska företag, till exempel inom informations- och bioteknik. Sammantaget har detta medfört ökande gränsöverskridande företagsöverlåtelser.

Figur 3: Antal svenska förvärv utomlands (vänster stapel) respektive utländska förvärv i Sverige.



Källa: Förvärv & fusioner förlag

Nedgången 2001 är tydlig även i statistiken över gränsöverskridande företagsöverlåtelser. Trenden i förvärvsriktningarna visar dock olika utveckling under perioden. Medan antalet svenska förvärv av utländska företag minskar under 2000 och

2001 har antalet utländska förvärv av svenska företag ökat i den senare delen av perioden. Under hela perioden har svenska företag nettoförvärvat utomlands (d v s svenska köp utomlands överstiger utländska köp i Sverige) men under 2001 har mellanskillnaden minskat betydligt, från 115 till 25 företagsöverlåtelser. Detta nettouppköp av utländska företag negligeras envist i den ibland högljudda debatten om att ”utlänningar köper upp anrika svenska företag”, som från tid till annan förs av politiker och, märkligt nog även, näringslivsrepresentanter.

Exempel 1: Svenskt företag som gör många transaktioner.

Securitas – ett transaktionsintensivt bolag.

Säkerhetskonglomeraten Securitas har genomfört drygt 40 företagsförvärv sedan börsnoteringen 1991, varav de flesta i Europa och USA. För att nämna några förvärv: amerikanska Burns, Smith, Doyle och APG; brittiska Pinkerton, Microroute och Security Express; och belgiska Baron Security. Securitas har idag verksamhet i mer än 30 länder, främst Europa och Nordamerika och konglomeraten har cirka 220 000 medarbetare. Under 2001 var Securitas omsättningstillväxt 48 procent varefter omsättningen uppgick till 60 364 MSEK (40 807), varav den organiska omsättningstillväxten uppgick till 7 procent.

Så här beskrivs en del av ”Securitasmodellen”:

Det första steget är att skära ner på alla onödiga omkostnader, fastställa ansvarsfördelningen och få det finansiella systemet på plats – att bygga rätt organisation. Steg två innebär att få en djup förståelse av alla detaljer i verksamheten, vilket leder till utveckling och ökad lönsamhet samt ökat förtroende hos Securitas kunder. Steg tre är att förädla och specialisera verksamheten och därmed skapa organisk tillväxt. Efter steg tre är man redo att göra nya förvärv och utvecklingen börjar om på nytt.

2.2 Studier av företagsöverlåtelser

En mörkare baksida av företagsöverlåtelser är att den minst sagt omfattande forskningen kring företagsöverlåtelser har svårt att leda i bevis att företagsöverlåtelser verkligen tillför köparföretaget något värde. Säljarföretaget tillförs dock ofta värde i form av en budpremie. I vissa sammanfattningar sägs att forskningen sammantaget visar att två av tre företagsöverlåtelser misslyckas med att förverkliga sina målsättningar eller skapa värde. En reservation till det sagda är att det alltid finns utrymme att diskuteras vilka mått som används för att mäta om en företagsöverlåtelser varit framgångsrik eller misslyckad. Det är inte alltid säkert att börsvärde eller resultattillväxt förmår fånga de gäckande framgångsfaktorerna. Målsättningarna vid företagsöverlåtelser behandlas i nästa kapitel. Sammantaget tyder undersökningarna på

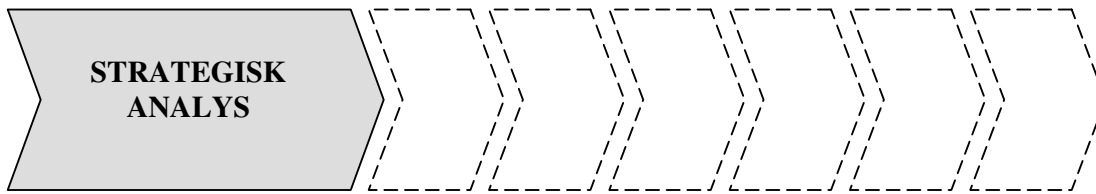
att företagsöverlåtelser är en särskilt riskfylld verksamhet för köparföretaget vilket bl a föranleder att en strukturerad transaktionsprocess ska användas.

Men forskningen kring företagsöverlåtelser är vidare än studier kring värdeproblematiken. Det förekommer forskning inom organisationsteori med bl a studier av sammanjämkningen av företagskulturer, organisationer och människor. Vidare finns strategisk forskning kring företagsöverlåtelser avseende vilka mål som kan uppnås och vilka olika typiska förvärvsmodeller som är lämpliga. Både organisations- och strategiforskningen har fokus på integrationsprocessen och de mål och medel som finns för att förverkliga ambitionerna med företagsöverlåtelser. Redovisningen av företagsöverlåtelser och är ett område innehållande många intressanta problemställningar som ofta får aktualitet eftersom uppkomsten av goodwill får effekter på köparföretagets resultat. Den juridiska doktrinen kring företagsöverlåtelser är också omfattande, inom civilrätt men kanske framförallt inom skatterätt. Forskningen inom finansiering är omfattande, särskilt den som bedrivs på börsnivå genom s k eventstudier (studier av hur olika händelser påverkat börskursutvecklingen). Den strategiska forskningen refereras i någon utsträckning i kapitel 3. Dessutom kan en mer nationalekonomiskt inriktad forskning kring maktaspekter och *corporate governance* nämnas, där företagsöverlåtelser ibland kallas ”marknaden för företagskontroll”.

2.3 Sammanfattning

Företagsöverlåtelser är inte så vanliga och dramatiska som massmedia kan få allmänheten att tro. Ändå har företagsöverlåtelser kommit att bli en etablerad affärsprocess som blivit ett normalt inslag i svenskt näringsliv, bl a på grund av utvecklade strategier, växande företag, ökad professionalism, influenser från angloamerikansk affärskultur och större extern tryck på företagsledningarna. Under perioden 1994 – 2001 ökade antalet företagsöverlåtelser i Sverige från cirka 400 till drygt 800 stycken, med en toppnotering om över 1000 företagsöverlåtelser 2000. Även antalet gränsöverskridande företagsöverlåtelser har ökat under motsvarande period. 2001 minskade både inhemska och svenska företagsöverlåtelser utomlands, men utländska företagsöverlåtelser i Sverige ökade.

Forskning kring företagsöverlåtelser innefattar skilda discipliner som strategi, organisation, ekonomi, juridik, redovisning och finansiering. Forskarna inom ekonomi har dock inte entydigt kunnat påvisa att företagsöverlåtelser tillför värde till köparföretagen, vilket visar vilken känslig och riskfylld affärsprocess företagsöverlåtelser utgör.



3 Varför görs företagsöverlåtelse?

Kapitlet är en allmän beskrivning av vanliga motiv till företagsöverlåtelse, vissa är uttalade i pressinformation från företagen och andra är outtalade. Motiven hör nära samman med en strategisk analys som är det första momentet i transaktionsprocessen. Kapitlet behandlar även några strategiska modeller som kan användas för att klarlägga strategiska aspekter på företagsöverlåtelse, både för köpare och säljare, och för att förstå strategiska alternativ.

Skälen till en företagsöverlåtelse skiftar. De finns snart sagt lika många motiv att köpa och sälja företag som det finns transaktioner. Detta visar sig bland annat i olika företags förvärvsfrekvens – vissa företag köper och säljer företag regelbundet (kanske som affärsidé), andra företag gör det sällan eller aldrig. Avgörande är bland annat attityd till och uppfattning om vad som är företagets affärsverksamhet, värdering av strategiska alternativ och riskpreferens. I förra kapitlet har vi sett att företagsöverlåtelse är en normal företeelse i Sveriges affärsliv, och att det är en möjlighet som kan övervägas i varje plan för strategisk utveckling av en specifik affärsverksamhet.

Detta kapitel behandlar de motiv som leder till att ett företag förvärvar ett annat och den strategi som ska leda till att motiven realiserar. Motiven för företagsöverlåtelse är normalt baserade på det förvärvande företagets affärsidé och en verksamhets strategiska målsättningar.

3.1 Motiv till företagsöverlåtelse

Företagsöverlåtelse beskrivs vanligtvis utåt som en del av ett företags affärsutveckling som syftar till att förverkliga affärsidén och nå företagets målsättningar. Motiven i det specifika fallet formuleras praktiskt som specifika kvalitativa och kvantitativa målsättningar för en transaktion. Den plan som ska säkerställa måluppfyllelse i praktiken utgör förvärvsstrategin.

Ett sätt att översiktligt dela in motiven till företagsöverlåtelser kan vara:

- Rörelsebetingade,
- Ägarrelaterade, och
- Ledningsrelaterade.

Den naturliga preferensen för en företagsöverlåtelse är att den ska tillgodose *rörelseändamål*, exempelvis ökade marknadsandelar eller kostnadsbesparingar. Företagsöverlåtelserna är ett sätt för expansion eller koncentration. Det är vanligt att företagsöverlåtelser externt motiveras med rörelsebetingade skäl eftersom dessa ses som mest legitima och värdedrivande. I *ägarrelaterade motiv* betraktas inte målföretaget som en rörelse utan mer som en tillgångsmassa eller intäktskälla. Målsättningen är att komma över äganderätten till materiella tillgångar eller immateriella rättigheter. Motivet är att komma åt en specifik tillgång, exempelvis varumärken, eller en tillgång som är fördelaktigt värderad, exempelvis ett undervärderat fastighetsbestånd. Företagsöverlåtelserna kan ske i spekulationssyfte med en senare avyttring som sätt att skapa värde. *Ledningsrelaterade motiv* för förvärv är sådana som har samband med ledningens arbetssätt och inflytande. Ledningen kan diversifiera sina risker genom att företaget har många olika verksamheter.

Vilka specifika fördelar förväntar sig en köpare av en företagsöverlåtelse? Det är inte möjligt att fullständigt uttömmande redogöra för alla element som kan ingå i en köparens målformulering, men följande allmänna förväntningar är ofta förekommande (motiven är inte ömsesidigt uteslutande):

- Utökning av marknadsandelarna eller säkerställning av existerande marknadsandelar
- Geografisk expansion av kärnverksamheten
- Anskaffning av näraliggande verksamhet eller produkt
- Diversifiering i ny verksamhet eller produkt
- Stabilisering av en verksamhet med säsongs- eller konjunkturvariationer
- Anskaffning av marknadsföringskanaler eller distributionsmöjligheter
- Anskaffning av särskild expertis, know-how eller teknologiska rättigheter
- Anskaffning av nyckelkomponent, -material eller -tjänst
- Anskaffning av utökad kapacitet i form av t ex produktionsanläggningar eller arbetskraft
- Kostnadssynergier i administrativa och koncerngemensamma affärsprocesser
- Utnyttjande av överkapacitet i befintlig verksamhet t ex produktion eller marknadsföring
- Rationalisering av produktionsanläggningar eller säkerställning av andra skalfördelar
- Omstrukturering av marknadsvillkor eller affärslogik i en bransch
- Stoppande eller begränsande av en konkurrents möjligheter till företagsförvärv
- Anskaffning eller utökning av finansiella resurser, likvida medel eller säkerheter
- Tillgång till marknadsställen på skyddade marknader
- Spekulativ anskaffning av tillgångar som kan avyttras till högre pris

- Tillgång till skattemässiga fördelar, exempelvis förluster för kvittningsändamål
- Anskaffning av börsnotering genom ett reverserat förvärv

I listan finner vi framförallt rörelsebetingade motiv. Listan kan göras längre med flera sådana skäl som baseras på att utnyttja olika normsystem, som t ex skattesystemet. Enligt en äldre brittisk jämförande enkät utförd av Coopers & Lybrand angavs de fem viktigaste skälen till företagsöverlåtelser i Sverige vara enligt följande:

Tabell 2: Rangordning av motiv till företagsöverlåtelser i Sverige.

Rangordning	Motiv
1	Marknadsandelar
2	Kostnadsbesparingar
3	Försäljnings- och distributionsnät
4	Teknologi
5	Produktionsanläggningar

Så långt de motiv som det offentligen talas om i relation till övriga parter, medarbetare, allmänheten och andra externa intressenter. Det finns också en viktig psykologisk sida av företagsöverlåtelser som inte bör negligeras. En viktig bevekelsegrund för företagsledare att genomföra företagsöverlåtelser – som säljare men särskilt som köpare – är att det utåt sett ses som tecken på handlingskraft och att händelsen uppmärksammas i media. Också maktaspekten på företagsöverlåtelser kan ibland bli ganska tydlig där företagsledare lägger under sig många dotterbolag med olika verksamheter utan egentliga samordningsfördelar. Uttalade konglomerat är för närvarande relativt sällsynta i Sverige men liknande tendenser kan observeras i uppköpsföretag som med riskkapital från stora svenska fonder förvärvar olika industriföretag för avyttring i en obestämd framtid. Sverige har en lång tradition av viktiga maktsfärer som drivs i form av investmentbolag, exempelvis Investor och Industrivärden.

Exempel 2: Motiv till företagsöverlåtelse

Exempel: Motiv till samgåendet mellan Telia och Sonera.

Pressmeddelandet som publicerades den 26 mars 2002 hade rubriken "Telia och Sonera går samman – skapar ett nytt ledande nordiskt telekommunikationsföretag". Följande uttalanden om motiven och de framtida målsättningarna räknas upp i pressmeddelandet:

- Företagen kommer att behålla sina lokala firmor och varumärken men att beslut om en ny övergripande firma ska fattas senare.
- Det sammanslagna företaget kommer väsentligen att stärka sin position i Baltikum.
- Det sammanslagna företaget kommer att ha tillväxtmöjligheter i ryska, östeuropeiska och asiatiska mobilverksamheter.
- Ytterligare tillväxt möjlighet finns inom carrierverksamheten.
- Företagen räknar med att uppnå betydande kostnads- och investeringssynergier med samgåendet. Kostnadssynergierna beräknas uppgå till 2 700 MSEK årligen fr o m 2005 och investeringssynergierna beräknas uppgå till som högst 900 MSEK 2004 och därefter 450 MSEK årligen. För att uppnå dessa synergier kommer företagen belastas med engångskostnader om sammanlagt 2 300 MSEK 2003.

I pressmeddelandet finns också ett antal kommentarer från personer i de båda företagsledningarna som ytterligare motiverar samgåendet (här i lösryckta satser):

Lars-Eric Petersson, styrelseordförande i Telia – "första steget av branschkonsolideringen i Norden"; "dra nytta av en mer storskalig verksamhet"; "väl positionerat inför den fortsatta utvecklingen av telekombranschen".

Tapio Hintikka, styrelseordförande i Sonera – "stark närvaro på världens mest avancerade telekommarknader"; "innovativ verksamhet för fortsatt tillväxt"; "starkt kassaflöde"; "tillväxtmöjligheter"; "aktiv roll i en framtida konsolidering av branschen".

3.2 Strategisk analys

En grundläggande fråga som bör ställas inför en företagsöverlåtelse är frågan om vad man vill åstadkomma från ett övergripande strategiskt perspektiv. Motiven till företagsöverlåtelsen härleds vanligtvis ur de målsättningar kan identifieras i den strategiska analys som föregått transaktionen (förvärvsstrategin). Förvärvsstrategin ska i sin tur harmonisera med köparföretagets övergripande affärsstrategi. Strategisk analys kan sägas ske med olika inriktning, dels den rådande strategiska situationen (strategisk nulägesanalys), dels de framtida strategiska handlingsalternativen (strategiska alternativ). Detta avsnitt beskriver översiktligt några strategiska modeller som används i samband med strategisk analys och bestämmande av alternativ för förvärvsstrategin.

Porter ställer upp fyra motiv till företagsöverlåtelser, som han anser vara legitima utifrån ett strategisk perspektiv. Motiven representerar olika grader av synergieffekter mellan företagen.

Tabell 3: Strategiska motiv till företagsöverlåtelser.

Porters motiv	Synergieffekt
Riskspridning	Låg ↕ Hög
Omstrukturering	
Kunskapsöverföring	
Aktivitetsdelning	

Riskspridningen är ett strategiskt alternativ som bygger på ett ägar- eller företagsledningssperspektiv. Att en koncern består av flera verksamheter med en konglomeratstruktur jämnar ut de rörelserisker som finns i varje enskild verksamhet. Förvärvade bolag förvaltas med ett närmast finansiellt perspektiv på ägandet. Investmentbolagen har traditionellt sett haft en strategi liknande denna, vilket kritiserats eftersom aktieägaren själv kan diversifiera sin portfölj (bl a har denna kritik gett upphov till den s k investmentbolagsrabatten). En förvärvsstrategi som siktar mot omstrukturering eller konsolidering av en bransch kräver viss styrning i dotterbolagen för att uppnå möjligheter avseende förändrade branschvillkor och affärslogik. En strategi som siktar mot kunskapsöverföring inom koncernen kräver än högre grad av integration mellan ägda företag, det finns ett aktivt utbyte av kompetens och erfarenhet mellan olika företag även om deras formella autonomi i stor utsträckning bevaras. Aktivitetsdelning är den högsta formen av samordning mellan dotterbolagen enligt Porters uppdelning som även ger de högsta synergieffekterna. Aktivitetsdelning innebär att företagens integritet i någon utsträckning suddas ut så att de inte självständigt kan realisera sitt verksamhetsändamål, exempelvis kan marknadsorganisationen och produktionen finnas i skilda företag.

Det finns ett flertal modeller som är inriktade på att analysera företags strategiska nuläge och handlingsalternativ. Nedan följer beskrivning av några vanliga strategiska modeller:

Tabell 4: Några strategiska modeller.

Modell	Faktorer	Kort beskrivning
5 konkurrensdrivkrafter	• Rivalitet mellan konkurrenter • In- och utträdeshinder • Kunders förhandlingsstyrka • Leverantörers förhandlingsstyrka • Substitutprodukter	Analyserar dynamiken i en bransch i förhållande till fem faktorer som bestämmer det förändringstryck som företagen är utsatta för.
Bostonmatrisen	• Marknadstillväxt • Marknadsandel	Analyserar i fyra fält verksamheterna i ett företag med hänsyn till deras marknadsandel och tillväxten på den marknad verksamheten befinner sig.

Tabell 4 (fortsättning): Några strategiska modeller.

Modell	Faktorer	Kort beskrivning
SWOT	• Styrkor (<i>Strengths</i>) • Svagheter (<i>Weaknesses</i>) • Möjligheter (<i>Opportunities</i>) • Hot (<i>Threats</i>)	Analyserar ett företags interna egenskaper samt omvärldsfaktorer som påverkar företagets utveckling.
PEST	• Politiska • Ekonomiska • Sociala • Teknologiska	Analyserar ett företags omvärld i form av fyra makroekonomiska utvecklingsfaktorer.
Produktlivscykeln	• Tid • Försäljningsvolym	Analyserar en produkts uppgång och fall i fem stadier: utveckling, lansering, tillväxt, mognad och nedgång.

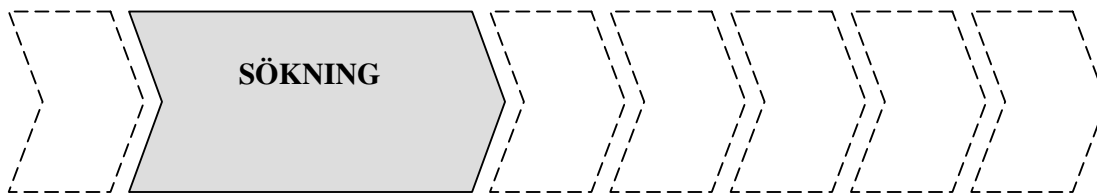
Det finns givetvis ytterligare modeller för strategisk analys men de uppräknade kan sägas utgöra de vanligaste. Viktigt i den strategiska analysen är att inte några avgörande områden förblir ouppmärksammade. Ett sätt att försäkra sig om att alla aspekter kommit fram är att använda flera metoder samtidigt genom någon form av triangulering. Å andra sidan ska inte alltför många metoder användas så att metod blir ytligt beaktad; en enstaka genomarbetad metod är ofta bättre än tre utan djup. Trianguleringen ska vara ett sätt att hitta svagheter eller känsligheter i de olika metoderna. Ett annat sätt för att tillse att analysen får ett nödvändigt djup och inte präglas av aspektblindhet är att flera personer involveras. Det är vanligt att strategisk analys sker i form av kreativa möten (s k *brainstorming*) med flera personer inom företaget med olika bakgrund och kompetens. En extern konsult kan ofta bidra med ett mer förutsättningslöst perspektiv som inte hämmas av traditioner och subjektiva hänsynstaganden. Strategisk analys är sällan beroende av exakta och mätbara faktorer som kan ordnas i kausala händelsemönster. Flexibla och holistiska resonemang kan ofta beskriva den strategiska verkligheten bättre än verifierbara uppgifter om marknadsandelar och tillväxttakt. Samtidigt finns anledning att vara försiktig med

alltför strategidrivnen verksamhetsutveckling; strategi är endast ett verktyg bland andra verktyg.

Dessutom ska det inte glömmas bort att det finns på strategisk nivå finns godtagbara alternativ till företagsöverlåtelser. I många fall kan en köpare överväga vilka av målsättningarna som kan åstadkommas genom till exempel egen intern utveckling och tillväxt (s k organisk tillväxt), strategiskt samarbete med andra företag (inom t ex FoU), samriskföretag (*joint ventures*), minoritetsposter i intressebolag etc. Det kan visa sig att sådana alternativ är mer kostnadseffektiva eller innebär en lägre risk jämfört med en företagsöverlåtelse. Det är viktigt att den strategiska och operativa handlingsfriheten efter transaktionen också bedöms i samband med företagsöverlåtelser. En transaktion kan exempelvis innebära en sämre finansiell ställning vilket begränsar valmöjligheterna längre fram.

3.3 Sammanfattning

Det finns många motiv till att genomföra företagsöverlåtelser. Översiktligt kan de indelas i rörelsebetingade (t ex ökade marknadsandelar), ägarrelaterade (t ex anskaffning av specifika tillgångar eller rättigheter) eller ledningsrelaterade (t ex ökat inflytande). De förväntningar och målsättningar som kommuniceras till anställda, kunder, leverantörer m fl visar ofta en stor grad av variation, eventuellt med tillväxt, synergi och konsolidering som framträdande ordval. I de flesta fall är motiven grundade i en strategisk analys av alternativen att utveckla köparföretagets affärsverksamhet. Det finns flera olika strategiska analysmodeller för att identifiera handlingsalternativ, bl a de fem konkurrensdrivkrafterna, Bostonmatrisen, SWOT, PEST och produktlivscykeln.



4 Hur hittar man företag att köpa?

Kapitlet beskriver hur förvärvskandidater identifieras och jämförs med andra företag på basis av externa informationskällor samt hur den fortsatta transaktionsprocessen förbereds. Den sökning som sker är det första konkreta momentet mot förverkligandet av den strategiska målsättningen.

Transaktionsprocessen inleds mer konkret genom att köparen med utgångspunkt i förvärvsstrategin undersöker omvärlden i syfte att hitta ett lämpligt målföretag. I vissa fall är målföretaget redan identifierat när transaktionsprocessen inleds. Det kan till och med vara så att hela transaktionsprocessen genomförs för att köparföretaget ska kunna underbygga en företagsöverlåtelse rörande ett sedan länge identifierat och påtalat målföretag med adekvat beslutsunderlag för presentation inför köparföretagets aktieägare.

Identifiering och branschundersökning är dock i många fall en avgörande del för transaktionsprocessen i sin helhet, exempelvis i de fall flera möjliga förvärvskandidater finns eller förvärvskandidaterna befinner sig i obekanta branscher. Många företagsöverlåtelser misslyckas på grund av köparens bristande kunskaper om branschen eller målföretaget. Informationsinhämtning och omvärldsanalys på ett tidigt stadium kan avvärja senare misstag eller klargöra behovet av olika aktiviteter i transaktionsprocessen.

4.1 Kriterier för målföretag

Den affärsstrategiska analysen i köparföretaget kan leda fram till slutsatsen att köparföretaget saknar vissa egenskaper som är nödvändiga för att realisera de strategiska målsättningarna och som kan tillskjutas från ett förvärvat företag. Det kan vara omständigheter som t ex att marknaden behöver breddas, att lönsamheten bör stärkas genom nya produkter eller att kompetens saknas inom ett visst område. Genom

sådana frågeställningar om köparföretaget kan kriterier för ett målföretag utmejslas. Kriterierna kan vara följande:

- Affärsprofil och bransch
- Aktiviteter (exempelvis distribution, tillverkning etc)
- Marknad
- Tillgångar (exempelvis fastigheter, varumärken etc)
- Geografisk utbredning
- Företagsledning
- Ägande
- Situation (exempelvis en situation där verksamheten måste rekonstrueras)

Utöver dessa kriterier ställs kvantitativa krav på en uppköpskandidat, framförallt finansiella minimiförutsättningar som lönsamhet, omsättning m m. På basis av en sammantagen kravspecifikation med både kvalitativa och kvantitativa förutsättningar kan ett kortfattat formulär ställas upp som gör det lätt att jämföra olika kandidater. Vissa måltal uppställs för de ingående kriterierna eller så konstrueras en fiktiv idealkandidat för att underlätta utvärderingen av verkliga förvärvskandidater. För att sedan hitta potentiella målföretag görs en genomlysning av en viss bransch (eller annat bredare område).

4.2 Extern informationssökning

Kvaliteten i den initiala undersökningen av branscher och företag bestäms av framförallt tidsramar, budget och sekretessnivå. I detta skede är det viktigt att undersökningarna bedrivs diskret och med en bibehållen handlingsfrihet för förvärvaren. Informationsinsamlaren är i normalfallet förvisad till källor som inte står i kontakt med de undersökta företagen eller dess ägare, s k externa informationskällor. Följande är uppslag till sådana källor:

- Personliga nätverk
- Myndigheter och offentliga organ (exempelvis Patent- och registreringsverket,

Konkurrensverket och Statistiska Centralbyrån)

- Branschorganisationer, fackföreningar, intresseorganisationer m fl
- Kapitalmarknadsinformation från företagen (årsredovisningar, pressmeddelanden, investerarrelationsavdelningar m m)
- Massmedia (särskilt affärstidningarna som t ex Affärsvärlden, Dagens Industri och Veckans Affärer och olika branschtidningar)
- Forskning och vetenskaplig litteratur
- Kommunikationsnätverk och affärsdatabaser, t ex internet, Reuters och Bloomberg
- Särskilda informationsmäklare (s k *business intelligence*)

Vid internationella förvärv blir ofta informationssökningen svårare, men är samtidigt viktigare eftersom osäkerhetsfaktorerna tilltar. De källor som ovan omtalats har dock ofta en lokal motsvarighet, men det tillkommer försvårande faktorer som fackspråk och annorlunda affärsmiljö, exempelvis vad gäller redovisningsprinciper och lagstiftning. Det kan bli aktuellt att anlita rådgivare med lokal kännedom.

Källorna måste bedömas utifrån relevans, tillförlitlighet, jämförbarhet och aktualitet. Det är naturligtvis svårt att få tag i all den information som behövs för att göra en fullgod analys av förvärvskandidaterna. Ett beslut i det här stadiet om att gå vidare i transaktionsprocessen präglas vanligen av stor osäkerhet och köparen har ofta anledning att följa flera spår samtidigt.

Slutmomentet i undersökningen är att knyta ihop kriterierna för målföretaget och den anskaffade externa informationen om förvärvskandidaterna. I detta ligger en preliminär bedömning av hur bra det köpande företaget och kandidaterna passar ihop. Vilken grad av strategisk samordning ska eftersträvas? Långtgående integration gynnas av att företagen matchar varandra. Målföretagets karakteristika ska jämföras med köparens organisation, exempelvis vad gäller företagskultur och arbetssätt. Det är därför viktigt att jämförelsen inte enbart är finansiell utan även bedömer kvalitativa kriterier och allmänt kända fakta om målföretaget.

Exempel 3: Kriterier för förvärvskandidater

Ratos kriterier för investeringsobjekt

Det börsnoterade investmentbolaget Ratos anlade 1999 en ny strategisk riktning för sin investeringsverksamhet. Investeringarna sker i ett begränsat antal företrädesvis onoterade bolag. Ratos blev därmed ett företag på den s k *private equity*-marknaden – marknaden för onoterade bolag. Ratos innehav är idag bl a Arcorus, Camfil, Capona, Dahl, DataVis, DIAB, Dynal Biotech, Gadelius, Giga Consulting, Haendig, Haglöfs, Hilding Anders, HL Display, Intervect, Lindab, Martinsson, Q-Labs och Superfos.

Investeringskriterierna i enlighet med Ratos strategi är:

- Ägarandel normalt 20 – 50%
- Investeringsintervall 250 – 1 500 MSEK
- Företrädesvis onoterade bolag
- Målföretagen ska ha branschmässiga konkurrensfördelar
- Målföretagen ska ha starka ledningar

4.3 Planering och förberedelse inför företagsöverlåtelse

Innan transaktionsprocessen fördjupas ytterligare ska det avgöras om det överhuvudtaget är möjligt att förvärva det identifierade företaget. En rad frågeställningar måste därmed övervägas, t ex:

Är det identifierade företaget till salu? Om det är till salu, finns det konkurrerande köpare? Har det gjorts försök till företagsöverlåtelse som avbrutits och, i sådant fall, varför de har avbrutits?

Vilka är de viktigaste ägarna och nyckelpersonerna i kandidatföretaget? Vilken inställning kan de tänkas ha till en företagsöverlåtelse?

Har företagets ledning skapat skyddsmekanismer mot förvärvsförsök som kan få förvärvet att misslyckas?

Finns det några tecken på att kandidatföretaget medvetet har anpassats för att attrahera köpare (s k *dress the bride*, "klä upp bruden"), exempelvis genom att redovisning och prognoser har justerats för att ge sken av att företaget är värdefullare än vad det är?

Finns det risk för att företagsöverlåtelsernas hindras av offentlighetsregler på nationellt eller europeiskt plan, exempelvis konkurrenslagstiftning eller arbetsrättslig lagstiftning.

När ett specifikt målföretag identifierats kan en mer detaljerad planläggning ta vid som beaktar detaljerna i den potentiella transaktionen. Det är viktigt att från början vara klar över målsättningarna med företagsöverlåtelserna och att planera för implementering av dessa målsättningar.

Transaktionsgruppen

Det första steget är att tillsätta en arbetsgrupp hos köparföretagets ledning som ska handha planering och verkställighet av själva företagsöverlåtelserna, en transaktionsgrupp. I större företag som regelmässigt gör företagsöverlåtelser finns vanligtvis en avdelning eller några personer som besitter erfarenhet av transaktioner och som involveras i hela transaktionsprocessen. Det är viktigt att en bestämd person utses till projektledare och därmed tar en drivande och koordinerande roll i transaktionen. För varje enskild företagsöverlåtelser bör en situationsanpassad transaktionsgrupp tillsättas, bestående bl a av personer med erfarenhet från företagsöverlåtelser och behöriga personer från företagsledningen samt personer med operativ kunskap om den verksamhet som ska förvärvas eller personer från den del av köparföretagets verksamhet som ska samordnas med målföretaget. Transaktionsgruppen bör bestå av ett fåtal personer eftersom detta effektiviserar arbetet och minskar riskerna för att konfidentiell information kommer i obehöriga händer. Säljarföretaget sätter vanligen upp motsvarande grupp för att koordinera företagsöverlåtelserna från säljarsidan.

Transaktionsgruppen fastställer stegen till transaktionens förverkligande och utarbetar en detaljerad aktionsplan där aktiviteter och tidsramar fastställs. Sammantaget planeras aktiviteter i form av ett projekt med bestämd start och sluttidpunkt, resurser och målsättningar. I företag som gör många företagsöverlåtelser finns ofta någon form av manual för stegen från idé till genomförd integration. Transaktionsgruppen måste ta ställning till kompetensbehovet för den specifika företagsöverlåtelserna och om behovet av att komplettera med specialistkompetens utifrån. I många fall behövs finansiell och

juridisk rådgivning avseende exempelvis värdering av företag och avtalsutformning. Gruppen bör företa en initial bedömning av transaktionsprocessen för att fastställa vilka närmare utredningar som behövs för att analysera och värdera företaget. På grund av denna bedömning initieras eventuellt en upphandling av tjänster från utomstående specialister.

Arbetsplan

Det inledande arbetet resulterar troligen i en rapport eller sammanfattning som baserats på allmänt tillgänglig information. Genom att i förväg planera vilken ytterligare information som bedöms vara väsentlig för företagsöverlåtelserns genomförande kan processen påskyndas och effektiviseras. Tillvägagångssättet att erhålla och bekräfta information bör organiseras så att köparens behov av relevans och tillförlitlighet tillgodoses. Viss information kan tillhandahållas direkt från förvärvsobjektets ledning medan annan information bör inhämtas genom att specialister utför en undersökning i företaget.

De finansiella förutsättningarna för affären ska bedömas på förhand i den mån det är möjligt. De resurser som krävs för köpeskilling, integration och specialisttjänster i samband med förvärvet uppskattas preliminärt. Både företagets likviditet och soliditet berörs vanligen företagsöverlåtelsern, vilket kräver noggrann finansiell planering.

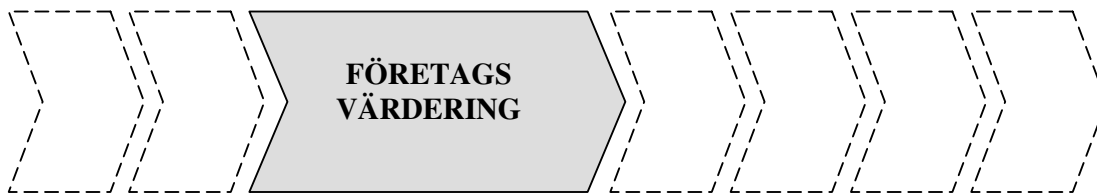
Transaktionsgruppen ska förbereda sig för kontakten och förhandlingarna med förvärvsobjektets ledning och ägare. Efter kontakt med de potentiella säljarna finns ofta möjlighet att tillgå intern information, exempelvis budgetar och prognoser. Med hjälp av den interna informationen försöker köparen verifiera den externa informationen som den initiala utvärderingen av målföretaget grundats på. Det är viktigt att en tidplan upprättas som innehåller utrymme för förvärvsprocessens fortsatta utveckling i en situation där många parter är inblandade och olika tidsramar måste jämkas. Gruppen bör besluta sig om prisintervall och övrig förhandlingstaktik. Även information kring företagsöverlåtelsern och kontakt med de anställda samt media kan förberedas på ett tidigt stadium. Förberedelse av kommunikationen sker genom att tänka över följande: pressmeddelande, frågor & svar, behöriga informationslämnare och motiveringen till företagsöverlåtelsern. Formaliteterna runt förvärvet ska

planläggas, t ex eventuella förhandlingar med fackföreningar, kontakter med Stockholmsbörsen och Konkurrensverket.

4.4 Sammanfattning

Att söka reda på en lämplig förvärvskandidat är ett moment av transaktionsprocessen som ofta sker på grundval av externa källor. Detta gör att momentet ofta präglas av osäkerhet och omfattande analysarbete. I många fall är dock ett målföretag redan identifierat när transaktionsprocessen inleds och det kan vara ett företag som köparen har relativt god kännedom om, exempelvis en konkurrent eller leverantör. Externa källorna som kan ge relevant information om förvärvskandidater är allt från personliga nätverk och myndigheter till internet och affärsdatabaser.

Planeringen inför en företagsöverlåtelse är viktig och sköts vanligen av en dedikerad förvärvsgrupp som köparen utsett. Transaktionsgruppen följer hela transaktionsprocessen från start till mål. Det är viktigt att en särskild projektledare utses som har det övergripande ansvaret och driver processen framåt samt koordinerar de olika personerna och aktiviteterna. Transaktionsgruppen kan ha behov av att komplettera sina egna medarbetares kompetens med specialister utifrån för att tillse att utredningarna inom transaktionsprocessen genomförs på ett fullgott sätt.



5 Vad är ett företag värt?

Kapitlet är en orientering om företagsvärdering och beskriver de vanligaste företagsvärderingsmodellerna (DCF-värdering och komparativ värdering) samt andra aspekter som är viktiga vid värdering i företagsöverlåtelser, t ex skillnaden mellan värde och pris.

De flesta praktiker och teoretiker brukar vara överens om att det inte går att fastställa ett objektivt värde på företag. Generellt sett beror detta på att olika intressenter har olika utgångspunkter och målsättningar för sin bedömning, vilket också gäller företagsöverlåtelser i stort. Det finns tillika många definitioner av värde och många värderingsmetoder, alla med sina förtjänster och brister. Denna vetskap till trots kan det vara nog så svårt att inte falla i fällan och tro på ett universellt värde efter att ha beräknat ett nogsamt underbyggt värde med hjälp av de detaljerade företagsvärderingsmetoder som finns att tillgå. I kapitlet kommer företagsvärdering behandlas kortfattat för att visa prov på olika värderingsmetoder.

Företagsvärdering används inte bara vid företagsöverlåtelser. Metoderna har även användning inom olika områden som optionsprogram, kreditgivning, börsintroduktion, apportemissioner, tvångsinlösen av aktier samt köp- och säljrekommendationer på aktiemarknaden.

5.1 Värde och pris

I de flesta fall ska företagsvärderingen utmynna i ett beräknat värde som representerar ett *marknadsvärde* för målföretaget. En definition av marknadsvärde som man ofta kan se i olika sammanhang är (med olika variationer) ”det förväntade pris till vilket en överlåtelse av målföretaget torde ske på en öppen och oreglerad marknad, mellan en rationell och frivillig säljare och en rationell och frivillig köpare där båda parter har tillgång till likvärdig information”. Definitionen anspelar på flera ekonomiska teorier.

En motsvarande definition med legala förtecken är ”det pris som en förnuftig köpare med rimlig tillgång till information om målföretaget är villig att betala”. Ett företags börsvärde är ofta, men inte alltid, en rimlig utgångspunkt för marknadsvärdet. Ofta används termen *verkligt värde*, särskilt av normgivare, som synonymt med marknadsvärde.

Det finns flera andra definitioner och preciseringar av värde som används i transaktionssammanhang. Här ska bara ytterligare en definition anges och det är s k *ekonomiskt värde*. Ekonomiskt värde motsvarar en form av nyttjandevärde och relateras till de förutsättningar och förväntningar en specifik part har på målföretaget. Därmed tillkommer andra faktorer än de neutrala som bildar grunden till marknadsvärdet och som härstammar från betraktarens situation, exempelvis synergieffekter, finansiering, skattebelastning och risker.

Det är viktigt i företagsöverlåtelssammanhang att skilja mellan värde och pris. Värde har ofta någon av de former som definierats ovan och räknats fram enligt metoderna som beskrivs nedan. Pris, eller köpeskilling, är istället det slutliga belopp som avtalas mellan köpare och säljare och som slutligen betalas för företaget. Priset är därför resultatet av förhandlingar mellan parterna och utgör således endast en del av den sammanlagda överenskommelsen mellan parterna.

Tabell 5: Marknadsvärde och pris.

Marknadsvärde	MV
Synergieffekter	+ s
Transaktionseffekter	$\pm t$
Kritiskt värde	KV
Förhandlingseffekter	$\pm f$
Pris	P

Det enligt någon av värderingsmetoderna beräknade marknadsvärdet utgör en utgångspunkt för parternas uppfattning om i vilket intervall prisdiskussionerna ska föras. Ett första steg bort från ett neutralt marknadsvärde mot ett värde som är rimligt i den aktuella situationen är att identifiera och värdera de synergieffekter som kan uppstå vid samordning av köparföretaget och målföretaget. Det finns även olika transaktionseffekter som påverkar det slutliga priset, exempelvis transaktionskostnader samt redovisnings- och skatteeffekter på grund av transaktionen. De samlade synergi- och transaktionseffekterna påverkar marknadsvärdet och ger ett kritiskt värde för köpare och säljare. Det kritiska värdet bildar utgångspunkt för de förhandlingar som sker mellan parterna. De inledande värdena (marknadsvärde och kritiskt värde) samt effekterna bestäms till ett värdeintervall som bibehåller ett visst förhandlingsutrymme. Genom olika taktik och styrkeförhållanden i förhandlingarna kan det slutliga priset påverkas. Priset är således det värde för företaget som avtalats av säljaren och köparen i den specifika situationen.

5.2 Värderingsmetoder

Det finns många värderingsmetoder som alla kan användas för att nå ett värde i en given situation. Generellt sett har företagsvärdering gått från redovisningsmässigt baserad substansvärdering mot kassaflödesbaserad avkastningsvärdering. Här ska fyra värderingsmetoder i korthet beskrivas. Vanligtvis används flera av metoderna för att

fastställa ett företags värde. Beskrivningen här syftar inte till att en fullödig värdeberäkning ska kunna göras utifrån denna utan endast till att presentera några grundläggande principer och antaganden i de olika metoderna. Som antytts ovan, kan det alltid finnas invändningar mot ett företags värde beräknat i enlighet med någondra av värderingsmetoderna. En känslighetsanalys är därför alltid viktig så att man kan veta vilka faktorer som är särskilt avgörande i en viss värdering. Ofta är det inte bara själva värdet utan processen att värdera företaget som ger beslutsunderlag för parterna. Värderingsprocessen skapar en känsla för vilka faktorer som är de viktigaste värddrivarna i företaget. Företagsvärderingsprocessen handlar om att komma till en rimlig uppfattning om ett företags värde och att samla argument för att kunna försvara det i en förhandling.

Ett avgörande steg i varje företagsvärdering är den finansiella analysen av målföretaget som föregår den egentliga värderingen. Finansiell analys baseras i huvudsak på historisk redovisningsinformation och överlappar i någon mån den preliminära utvärderingen av målföretaget som gjorts i de inledande momenten av transaktionsprocessen. Finansiell analys utgörs bl a av beräkning och bedömning av olika nyckeltal som rörelsemarginal, avkastning på sysselsatt kapital, soliditet, räntetäckningsgrad m m. Undersökning av trender i nyckeltalens utveckling under målföretagets närmaste historia kan utgöra en grund för bedömningen av relevanta värderingsantaganden.

Diskonterade kassaflöden

Den troligen mest spridda värderingsmetoden, som idag också vanligen uppfattas som den mest teoretiskt korrekta, är värdering av målföretagets framtida kassaflöde. Metoden kallas ofta DCF (efter *discounted cash-flow*). Metoden är särskilt användbar för värdering av större företag i mogna branscher som har positiva kassaflöden men metoden är inte begränsad till denna situation.

DCF baseras på en prognos av de fria kassaflöden som ägare och andra finansiärer kan förfoga över efter företagsöverlåtelsen. Framtida kassaflöden är dock exponerade för risk och ska därför diskonteras enligt en bedömd kalkylränta, på samma sätt som vid en sedvanlig investeringsbedömning som bedömer värdet av de sammanlagda

utbetalningarna och inbetalningarna på grund av investeringen. Därför finns tre särskilt viktiga delar i värderingen: uppskattning av det fria kassaflödet under en prognosperiod, uppskattning av kassaflödet efter prognosperioden och bedömning av kalkylräntan.

Även om DCF inte ska påverkas av redovisningsmässig bias så beräknas kassaflödet i stort sätt med utgångspunkt från redovisningsinformation. Beräkningen av det fria kassaflödet görs i enlighet med följande uppställning:

Tabell 6: Beräkning av fritt kassaflöde.

Post	Beräkningssätt
Rörelseresultat före avskrivningar	+
Skatt på rörelseresultatet	-
Investeringar	-
Förändring av rörelsekapital	±
Fritt kassaflöde	=

Det fria kassaflödet utgår alltså från rörelseresultatet före avskrivningar. Avskrivningar ska inte ingå i beräkningen eftersom detta är en rent redovisningsmässig post som inte har någon kassaflödespåverkande effekt. Skatten på rörelseresultatet beräknas vanligen schablonmässigt med 28 procents bolagsskatt. Den verkliga skatten är en annan eftersom den beräknas på en annan resultatnivå (resultat efter finansnetto och bokslutsdispositioner). Det är dessutom viktigt att beakta skattemässiga underskottsavdrag. Investeringar är utgifter som aktiveras i balansräkningen, i beräkningen sker inget avdrag för avskrivningar. Förändring av rörelsekapital ska fånga upp det rörelsekapital som är nödvändigt för att driva verksamheten och inkluderar operativa likvida medel, kundfordringar, varulager, leverantörsskulder och övriga räntefria rörelseskulder. Rörelsekapitalförändringen kan även uppfattas som en

post som korregerar rörelseresultatet för att detta ska visa det verkliga kassaflödet från rörelsen.

Det fria kassaflödet ska i enlighet med värderingsmodellen prognostiseras under en viss period som vanligen är tre till fem år. En prognos om framtiden präglas alltid av osäkerhet och är en svår uppgift utom för personer med god insyn i den ifrågavarande branschen, eller stora utredningsresurser. Prognoserna är därmed ofta en källa till osäkerhet i denna värderingsmetod. Ibland görs prognosen i två eller flera perioder, varje med olika antaganden om bl a tillväxt och resultatutveckling. Längden på prognosperioden påverkas av bl a konjunktur- och produktlivscyklar.

Den andra uppsättningen antaganden sträcker sig från den explicita prognosperioden och framåt in i oändligheten. För denna period uppskattas ett kassaflöde som kan bedömas vara uthålligt. Detta föranleder svåra avväganden om vad som på lång sikt är en rimlig nivå för företagets tillväxt, rörelsemarginal, investeringar och rörelsekapital. Det finns andra metoder för uppskattning av ett sådant s k residualvärde men de har liknande osäkerhetsmoment.

Den tredje uppsättningen antaganden som krävs för att göra en beräkning av ett diskonterat kassaflödesvärde är att bedöma vilken kalkylränta de prognostiserade kassaflödena ska diskonteras med. Utgångspunkten för kalkylräntan är vanligen en optimal kapitalstruktur som maximerar värdet av företagets rörelse med hänsyn till avkastningskrav och skatteeffekter för olika finansieringsformer. Kalkylräntan utgörs då av den genomsnittliga kostnaden för de sammanvägda kostnaderna av finansieringen genom eget kapital och lån, s k. WACC (*weighed average cost of capital*). Kostnaden för finansiering genom eget kapital är den avkastning som krävs av aktieägare, vilken i sin tur baseras på den risk som dessa intressenter tar genom att investera i ett företag. Avkastningskravet är avhängigt av framförallt följande faktorer:

- Riskfri ränta.
- Marknadsriskpremien (den generella riskpremie finansiärer på aktiemarknaden kan tillgodoräkna sig).

- Branschrisk (den avkastning som finansiärer i den aktuella branschen kräver utöver marknadsriskpremien).
- Företagsspecifik riskpremie (avkastningskrav som kan uppställas med hänsyn till eventuella företagsspecifika faktorer).

Beräkningen av den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden sker på följande sätt:

$$(1) \quad WACC = S/(S+E) \times R_S \times (1 - \text{skattesats}) + E/(S+E) \times R_e$$

S = räntebärande skulder

E = eget kapital

R_S = skuldränta

R_e = avkastningskrav på eget kapital

På basis av dessa tre kategorier av antaganden kan ett avkastningsvärde på det fria kassaflödet beräknas. Kassaflödena från prognosperioden och residualvärdet diskonteras med hjälp av kalkylräntan till nuvärde vid dagen för företagsöverlåtelsen. Nuvärdet kan behöva justeras med hänsyn till räntebärande skulder och värdet på rörelsefrämmande tillgångar.

Komparativ värdering

Komparativ värdering (kallas även jämförande värdering, multipelvärdering eller relativvärdering) är liksom den föregående metoden en avkastningsvärdering. Komparativ värdering baseras på en jämförelse mellan fakta om det värderade företaget och marknadspriser på aktier i jämförbara företag. Marknadspriserna kan hämtas från börskurser eller från transaktionspriser vid företagsöverlåtelse.

Komparativ värdering genomförs genom att beräkna olika mått som relaterar jämförelseföretagens basegenskaper till det priset på jämförelseföretagens aktier. Dess mått, värdemultiplar, appliceras därefter på målföretaget. I den komparativa

värderingsmetodens enklaste form beräknas värdet genom att ta den genomsnittliga värdemultiplern och multiplicera den med motsvarande basegenskap hos målföretaget.

Tabell 7: Vanliga värdemultiplar.

Förkortning	Faktorer	Förklaring
P/e	<i>Price/earnings</i>	Priset på företagets samtliga utestående aktier dividerat med resultatet efter skatt.
P/S	<i>Price/Sales</i>	Priset på företagets samtliga utestående aktier plus företagets finansiella nettoskuld. Summan divideras med omsättningen.
P/EBIT	<i>Price/Earnings Before Interests and Taxes</i>	Priset på företagets samtliga utestående aktier plus företagets finansiella nettoskuld. Summan divideras med resultatet efter avskrivningar.
P/BV	<i>Price/Book value (of equity)</i>	Priset på företagets samtliga aktier dividerat med redovisat eget kapital.

De mest användbara värdemultiplarna är dock de som har mer branschspecifik prägel, vilka inte nödvändigtvis är av finansiell karaktär, aktiepriset kan exempelvis relateras till antal anställda i konsultföretag, till kilowattimmar i kraftbolag, till hyra per m² i fastighetsbolag eller till antal användare i internetföretag. Värdemultipeln baseras då på det som bedöms vara de affärsprocesser som är väsentliga för företagets framtida kassaflöde.

Det känsliga momentet i en komparativ värdering är att hitta jämförbara företag. Det är många faktorer som kan skilja jämförelseföretagen och värderingsobjektet åt förutom verksamheterna, exempelvis affärsrisk, tillväxtpotential, skuldsättningsgrad, kapitalbindning, rörelsemarginaler och personalomsättning. En komparativ värdering baserad på transaktionspriser kan inkludera synergieffekter som är irrelevant för värderingsobjektet.

Bedömd uthållig vinst (Gordons formel)

En relativt enkel och allsidig metod för företagsvärdering baserar sig på en uppskattning av den uthålliga vinsten för företaget. Metoden baserar sig på redovisningsinformation. Detta är även en metod för att uppskatta residualvärdet i DCF-metoden ovan. Värdet beräknas med hjälp av tre variabler:

- Bedömd uthållig vinst

- Förväntad tillväxt
- Avkastningskrav

Värdet beräknas i enlighet med följande formel:

$$(2) \quad \text{Värde} = \text{Vinst} / (r - g)$$

r = avkastningskrav (*rate of return*)

g = tillväxttakt (*growth*)

Substansvärde

Substansvärde används alltmer sällan. Metoden kommer nu mestadels till användning i transaktioner som inte direkt hänförs till kommersiella betingelser, exempelvis skattemyndighetens värdering vid arv och gåva, hembudsklausuler i aktieägaravtal m m.

Substansvärderingsmetoden baseras på redovisningsinformation från balansräkningen. Skillnader mellan bokförda värden och marknadsvärden ska dock beaktas i beräkningen. Vissa tillgångar är lätta att värdera, exempelvis kortfristiga placeringar och bankmedel. Andra tillgångar är svårvärderade som olika immateriella tillgångar, intellektuellt kapital och upparbetad goodwill i förhållande till företagets affärskontakter. Nettobalansen ska även inkludera den delen av obeskattade reserver som är hänförlig till eget kapital, d v s reserven efter avdrag för skatt. Substansvärdet beräknas enligt följande:

$$(3) \quad \text{Substansvärde} = \text{Justerat Eget Kapital} + \text{OR} \times (1 - \text{skattesats})$$

OR = Obeskattade reserver

Exempel 4: Företagsvärdering

Price Waterhouse värderar Provobis utan koncerngemensamma kostnader

1996 meddelade snabbmatskedjan Clock att de avsåg köpa sitt moderbolag, det noterade hotell- och restaurantföretaget Provobis, för att på det sättet bli börsnoterade, ett s k reverserat förvärv. Clock betalade med en aktieemission till Provobis ägare och en mindre del i form av en revers. Price Waterhouse utförde en företagsvärdering av Provobis vilken gav ett värde på mellan 163 och 177 MSEK. Skillnaden mellan köpeskilling och värdering innebar att Clock köpte företaget med rabatt. Affären mottogs inte positivt av aktiemarknaden.

5.3 Sammanfattning

Företagsvärdering avser inte att beräkna ett objektiva värde på ett företag även om det i många fall eftersträvas att nå ett neutralt marknadsvärde för målföretaget. Det finns flera värderingsmetoder som syftar till att beräkna ett marknadsvärde för företag i t ex en överlåtelssituation. Några sådana metoder är diskontering av kassaflöden, komparativ värdering, Gordons formel och substansvärde. Det beräknade värdet är skilt från den köpeskilling som köpare och säljare fastställer för målföretaget i företagsöverlåtelser.



6 Är det (verkligen) rätt företag att köpa?

Kapitlet beskriver bakgrunden till företagsbesiktning, eller "due diligence" som det kallas även i Sverige. Vidare behandlas några skilda typer av företagsbesiktning. Kapitlet fokuserar på arbetsmetodiken vid företagsbesiktning. Resultatet av företagsbesiktningen är viktigt för den övriga transaktionsprocessen.

Termen *due diligence* (som ordagrant kan översättas till "vederbörlig omsorg") har blivit etablerad inom företagsöverlåtelser under det senaste tiotalet år. Termen har utvecklats till att innebära en särskild procedur för inhämtning av information om avvikelser i företag i samband med större affärshändelser, en företagsbesiktning. Termen har dock rättsliga anor med ursprung i romersk rätt och äldre anglosaxisk rätt. Termen hör alltså nära samman med olika handlingsnormer, d v s en grad av aktsamhet en person ska praktisera i ett särskilt förhållande, som är viktiga i alla slags rättsordningar. I amerikansk rätt beskriver *due diligence* den generella aktsamhetsplikt som i princip ska tillämpas vid varje affärstransaktion, i t ex värdepappersrätten beskriver termen den aktsamhets- och granskningsplikt som ska iaktas av handläggare, direktörer, emissionsgarant och andra ska iaktta i samband med börsintroduktioner. Från ansvaret kan informationsgivaren exculpera sig genom ett s k *due diligence defence*. Detta innebär att informationsgivaren visar att hon förfarit med erforderlig omsorg i sin informationsinhämtning och -givning.

För att återgå till den praktiska verksamheten vid företagsbesiktning i transaktionsprocessen är det viktigt för köparen att undersöka målföretaget noggrant innan transaktionen blivit rättsligt bindande. Det är ibland svårt att veta vad som faktiskt köps vid en företagsöverlåtelse och en undersökning är många gånger det enda sättet att få klarhet i detta. Företagsbesiktningen är köparens främsta medel för att inte köpa grisen i säcken. Den har central betydelse för transaktionsprocessen som

informationsöverföring, d v s den utgör en metod för köpare och säljare att utbyta och fastställa relevanta uppgifter om målföretaget.

Men företagsbesiktningen har, trots utsträckt användning och betydelse, inte någon fastställd form eller mall. Omfattning och inriktning bestäms bl a i förhållande till informationsbehov, tillgänglig information, budget, tid och sekretess. Inriktningen av en företagsbesiktning är främst beroende av köparens kunskap och förståelse för målföretaget. För en finansiell köpare är det viktigt att utöver rent rättslig och finansiell information även få tillräcklig kommersiell förståelse för verksamheten. En industriell köpare, å andra sidan, har ofta tillräcklig insikt i de kommersiella frågorna men kanske inte har möjlighet att avsätta en intern besiktningsgrupp med lämplig kompetens för nödvändiga analyser av målföretagets finansiella och rättsliga status. Även om det inte finns någon standard visar metodik och arbetssätt hos de flesta aktörer som utför företagsbesiktning tydliga likhetstecken, vare sig de är ekonomer, jurister, tekniker eller andra. Det är de gemensamma dragen som beskrivs här.

6.1 Förutsättningarna

Företagsbesiktningen utgör det moment i transaktionsprocessen där köparens förväntningar stäms av mot de faktiska omständigheterna i målföretaget. Köparens förväntningar kommer framförallt från den strategiska analysen och företagsvärderingen. Dessa tidigare moment är viktiga förutsättningar för att företagsbesiktningen ska kunna fokuseras på rätt förhållanden i målföretaget och för att besiktningsprocessen ska bli effektiv utförd.

I en säljarstyrd transaktionsprocess införs normalt inskränkningar för genomförandet av företagsbesiktningen. Informationsinsamlingen begränsas till ett datarum innehållande dokument som bestämts på förhand av säljaren. I vissa fall kan personerna som undersöker informationen i datarummet få möjlighet att ställa skriftliga frågor baserat på materialet. I anslutning till datarummet ges vanligen köparen tillfälle att träffa och ställa frågor direkt till målföretagets ledning, en s k företagsledningspresentation (*management presentation*). Denna begränsade

undersökning av det material som tillställts av säljaren kallas ofta datarumsgenomgång (*data room review*) för att skilja den från en mer omfattande företagsbesiktning.

Det är naturligtvis viktigt att ha insikt i de rättsliga förutsättningarna för företagsbesiktningen innan köparen och dennes konsulter initierar och genomför arbetet. Köplagen har inverkan på hur företagsbesiktningen initieras och på vilka områden den inriktas. Säljarens ansvarar för felaktigheter enligt köpavtalet och enligt de köprättsliga felreglerna. Köpavtalet omfattar vanligen en mängd mer eller mindre preciserade garantier vilka specificerar de områden som ligger inom säljarens risksfär. Dessa områden ansvarar säljaren för strikt och köparen har principiellt sett ingen rättslig anledning att undersöka dessa omständigheter utan kan förlita sig på garantierna. Det finns dock i praktiken ofta anledning för köparen att se över det skydd som garantierna kan tänkas ge, bl a med hänsyn till säljarens finansiella förmåga och säljarens agerande under transaktionen. Enligt den dispositiva köplagen ansvarar säljaren bl a för köparens befogade förväntningar (17 § 3 st köplagen). Köparen får emellertid inte åberopa fel i målföretaget som denne måste antas ha känt till vid köpet (20 § 1 st köplagen). Inte heller får köparen som fel åberopa vad denne borde ha upptäckt vid en undersökning av förvärvsobjektet eller i det fall han, utan godtagbar anledning, har underlåtit att undersöka det på säljarens uppmaning, och då borde ha upptäckt felet (20 § 2 st köplagen). Enligt köplagens felregler kan det därför vara ofördelaktigt, sett strikt köprättsligt, för köparen att begära och utföra en företagsbesiktning utan att en sådan undersökning på något sätt har påkallats av säljaren.

Även andra rättsliga författningar kan behöva övervägas innan genomförandet av en företagsbesiktning. Regler om likabehandling av aktieägare vad gäller informationsgivning finns både i associationsrätten och i värdepappersrätten, exempelvis genom reglerna kring selektiv informationsgivning (Stockholmsbörsens noteringsavtal Bilaga 1, pkt 1). Dessutom kan aktiebolagsrättsliga regler om behörighet och befogenhet behöva beaktas samt styrelsens ansvar vid genomförande av företagsöverlåtelser.

6.2 Metod och arbetssätt vid företagsbesiktning

Företagsbesiktningen utförs i många fall av utomstående konsulter som köparen anlitar p g a konsulternas specialistkompetens eller köparföretagets otillräckliga personella resurser. Framförallt har företagsbesiktning kommit att utföras och utvecklas av revisions- och advokatbyråer. Särskilda avdelningar som inriktas på att tillhandahålla företagsbesiktning har bildats för att kunna möta de höga krav och oförutsedda resursbehov som ställs i företagsöverlåtelser. Utöver dessa professioner finns även andra specialister som erbjuder tjänster vid företagsbesiktning. Därmed kan sägas att olika typer av företagsbesiktning utvecklats, varav följande är de som vanligen utförs som fristående aktiviteter i transaktionsprocessen:

- Kommersiell
- Finansiell
- Legal

Den kommersiella företagsbesiktningen utförs vanligen av köparens egna medarbetare som ofta har både insikt i köparens förväntningar och industriella faktorer i företagets bransch. I anslutning till denna undersökning kan ibland genomföras en teknisk och miljömässig företagsbesiktning av t ex anläggningar och fastigheter. Teknikkonsultbyråer har utvecklade metoder för sådana undersökningar. En besiktningstyp som är vanlig är att undersöka målföretagets skattesituation. Skattemässig företagsbesiktning utförs av skattespecialister, ofta i samband med den finansiella genomgången. Det är även relativt vanligt att organisatoriska förhållanden och personalfrågor undersöks som en fristående företagsbesiktning, ibland kallad kulturell företagsbesiktning (med liknande fokus finns även undersökningar som kallas *human resource* eller *intellectual capital*). Sedan millennieskiftet har det även varit vanligt med företagsbesiktning särskilt inriktad mot IT-frågor. Inledningsvis var farhågorna för den s k Y2K-buggen drivande för denna besiktningstyp, men med det tilltagande beroendet av komplexa informationssystem i företagen har det kommit att bli en viktig del av en fullständig företagsbesiktning.

Denna översikt över besiktningstyper visar bl a att det kan vara många personer involverade i besiktningsprocessen, alla med sin kompetens och inriktning. Det blir i

dess fall särskilt viktigt att prioritera lagarbete och samordning så att inget faller mellan stolarna och att processen blir effektiv. Projektledning är en betydelsefull del av företagsbesiktningsprocessen liksom transaktionsprocessen i stort. Informationsutbytet mellan involverade arbetsgrupper bör noga samordnas för att se till att alla väsentliga riskområden ska täckas in samt att iakttagelser följs upp och kommuniceras. Ett problem inom ett område kan även ha stora konsekvenser i ett annat. Företagsbesiktningen kan effektiviseras genom att de olika konsultgrupperna har en intern arbetsfördelning och kommunikation vilket framförallt kan möjliggöras om de arbetar inom samma konsultföretag.

Informationen om målföretaget erhålls genom granskning av skriftlig dokumentation samt genom intervjuer och möten med ledning och nyckelpersoner i målföretaget. I vissa fall sker verifiering i form av exempelvis fysisk kontroll av produktionsanläggningar och varulager m m. I praktiken är företagsbesiktningen inriktad på att upptäcka väsentliga problem (*findings*, iakttagelser), d v s finna problem och risker i målföretagets affärsmässiga, finansiella eller rättsliga beskaffenhet vars konsekvenser medför att förvärvet kanske inte ska genomföras alls eller fördyras. Men iakttagelserna kan även vara av positiv art som ökar eller bekräftar målföretagets värde för köparen.

I tabellen återges översiktliga förteckningar över de områden som brukar omfattas av de legala och finansiella typerna av företagsbesiktning.

Tabell 8: Besiktningsområden i legal och finansiell företagsbesiktning

Legal företagsbesiktning	Finansiell företagsbesiktning
Bolagshandlingar	Historisk beskrivning av verksamheten
Finansiella åtaganden	Organisation, ledning och personal
Fastigheter och lokaler	Redovisningssystem och ledningsinformation
Anläggningstillgångar	Produkter, distribution, marknad och konkurrenser
Avtal	Produktion och inköp

Försäkringar		Forskning och utveckling
Immateriella rättigheter		Historiska resultat
Anställda		Tillgångar, skulder, avsättningar och kapitalstruktur
Myndighetstillstånd		Kassaflöde
Konkurrensfrågor		Försäkringar
Krav och tvister		Prognoser och budgetar

Arbets sättet vid företagsbesiktning utformas som ett avgränsat projekt med tydliga start- och slutpunkter, målsättningar, dokumentation samt resurser. Företagsbesiktningsprojektet kan vanligen delas in i tydliga faser och aktiviteter. En övergripande beskrivning av faserna kan vara som följer:

Informationsinsamling

Före informationsinsamlingen från målföretaget måste konsulten få förståelse för köparens strategiska och kommersiella motiv till att förvärva målföretaget, både uttalade och outtalade. Detta moment av informationsöverföring från köpare till konsult kan inte nog understrykas, framförallt med tanke på köparens slutliga nytta av arbetsresultatet och för att effektivt kunna genomföra projektet. Köparen och konsultgrupperna bör tillsammans göra en riskanalys av målföretaget baserad på deras tidigare erfarenheter, tillgänglig information och branschkunskaper. Informationsinsamlingen från målföretaget inleds med att målföretaget kontaktas och tillsänds en detaljerad informationslista (request list, frågelista) som anpassats till det enskilda fallet på basis av riskanalysen, det specifika målföretagets verksamhet och köparens förväntningar. Informationslistan består av en uppräkningslista av de dokument och uppgifter som arbetsgruppen vill ta del av ordnade i rubriken som i tabell 5 ovan.

Analys

Därefter följer analysfasen där dokumenten och uppgifterna samt den kompletterande muntliga informationen analyseras. Analysen sker företrädesvis på plats hos målföretaget så att kommunikationen mellan besiktningsgruppen och målföretagets

ledning underlättas. Ofta är dock denna möjlighet begränsad bl a på grund av sekretesskäl. Ytterligare en viktig del av analysarbetet är ingående intervjuer med företagsledning och nyckelpersoner. Fasen inleds vanligen med ett uppstartsmöte med företagsledningen där man går igenom informationslistan samt kommer överens om praktiska detaljer för arbetet för att därefter övergå till intervjuer rörande uppgifter om målföretaget. Det är viktigt att redan från start etablera bästa möjliga samarbetsklimat mellan konsulterna som utför företagsbesiktningen och målföretagets medarbetare. Målföretaget upplever ofta företagsbesiktning som stressande eftersom de dels troligen är på väg att byta ägare, dels ska sköta den löpande verksamheten. Rätt utförd tillför företagsbesiktningen värde direkt till målföretaget eftersom företaget ges tillfälle att strukturera dokumentationen i verksamheten och diskutera problem med erfarna konsulter.

Rapportering

Företagsbesiktningen avslutas med en rapporteringsfas. I en skriftlig rapport eller en muntlig presentation sammanfattas gjorda iakttagelser, avvikelser från förväntningar samt eventuella rekommendationer. Skriftliga rapporter från företagsbesiktningar har traditionellt sett varit relativt omfattande dokument utan pedagogisk höjd. Men med en mer fokuserad företagsbesiktning, samkörda arbetsgrupper, nya arbetsverktyg och effektiv projektledning kan rapporteringen koncentreras till avgörande iakttagelser och konkreta förslag inför de slutliga förhandlingarna med säljaren samt på vilka åtgärder som bör vidtas före eller efter att tillträde ägt rum. I rapporten redovisas även eventuella utestående frågor, d v s problemområden som inte kunnat undersökas med den information som funnits tillgänglig eller särskilt känsliga områden som kräver ytterligare analys.

Eftersom företagsbesiktningen är behovsanpassad går det inte att fastställa det typiska innehållet i en rapport. Innehållet är bl a avhängigt av personerna som är inblandade i analysen, tiden som avsatts till analysen, budget för projektet och målföretagets komplexitet. Rapportens innehåll specificeras i uppdragsavtalet mellan förvärvaren och konsulten som utför arbetet.

6.3 Resultatet av företagsbesiktningen

Lite svepande kan företagsbesiktningens användningsområden delas upp på så sätt att legal företagsbesiktning resulterar i avtalstext och finansiell företagsbesiktning i prisjusteringar. En sådan förenklad förklaring är dock inte generellt giltig och måste preciseras.

Företagsbesiktning kan anses utgöra stommen i det slutliga beslutsunderlag som en köpare har att ta ställning till inför ett förvärv och kan typiskt sett föranleda en köpare att slutligt ta beslut om följande frågor:

Företagsöverlåtelsernas genomförande

Målföretagets värde för köparen

Korrigerande av köpeskillingen

Krav på garantier och övrigt avtalsinnehåll

Företagsöverlåtelsernas struktur

Integrationen mellan köparföretagets och målföretagets organisationer

På basis av beslutsunderlaget kan köparen genomföra de slutliga förhandlingarna med säljaren. Med en väl utförd och kommunicerad företagsbesiktning i ryggen har köparen goda kunskaper om förvärvsobjektet, vilket ger en förstärkt förhandlingsposition.

Exempel 5: Företagsbesiktning

Företagsbesiktning omfattar inte avhoppad vd i Seeligs & Co enligt Hovrätten

Bokförlaget Seeligs & Co (Seelig) såldes 1997 till uppköpsföretaget Segulah. Seelig hade cirka 300 aktieägare och förhandlingarna resulterade i ett skriftligt anbud till ägarna. Anbudet var villkorat med bl a:

Att Segulah ges tillfälle att genomföra en sedvanlig sk due diligence och att därvid inte förekommer någon för köparen tidigare okänd information rörande Seelig som på väsentligt sätt avviker från den bild av Seeligs lönsamhet, marknadsposition och finansiella ställning som förmedlats av verkställande direktören och i de årsredovisningar och andra ekonomiska rapporter som Segulah fått ta del av.

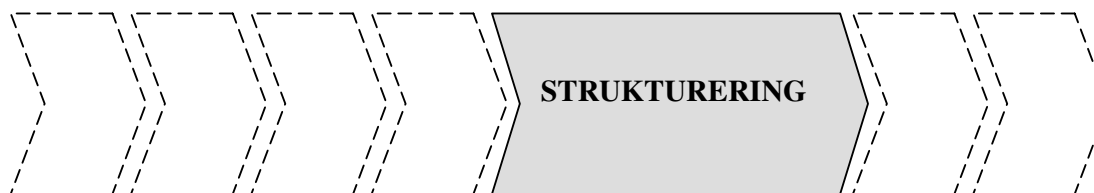
Transaktionen avbröts på grund av att verkställande direktören meddelat att han inte avsåg att fortsätta på Seelig. Segulah hävdade att något avtal inte kommit till stånd eftersom företagsbesiktningen visade en väsentlig negativ avvikelse till följd av verkställande direktörens uppsägning. Svea Hovrätt fäste sig vid att "Vem som är vd för ett bolag eller huruvida den som är vd förklarar sig vilja kvarstå eller avgå kan inte direkt föras in under begreppen lönsamhet, marknadsposition eller finansiell ställning." Vidare ansåg domstolen att den språkliga utformningen av klausulen avsåg dokumenterade, historiska förhållanden och inte sådana som rörde framtida förhållanden.

Seelig såldes 1998 istället till AB Bibliotekstjänst och den förutvarande verkställande direktören återgick till sin forna tjänst. Målet överklagades till Högsta Domstolen som inte medgav prövningstillstånd.

6.4 Sammanfattning

Företagsbesiktning är inte någon fastställd standard utan anpassas till den specifika transaktionen. Ett flertal olika typer av företagsbesiktning har utvecklats, t ex kommersiell, finansiell och legal. Även om typerna sinsemellan har olika fokus så är metoder och arbetssätt i stort sett lika.

Arbetet sker i projektform och tre distinkta faser kan utskiljas: informationsinsamlingen, analysen och rapporteringen. Resultatet av arbetet är ett beslutsunderlag för köparen som innehåller avvikelser från uppställda mål och förväntningar, andra iakttagelser och rekommendationer för den fortsatta processen. Företagsbesiktningen syftar till att fånga upp de antaganden som den inledande transaktionsprocessen förutsatt och ge information till den senare delen av processen för att fastställa de ramar och den dokumentation som krävs för att föra företagsöverlåtelsen i mål.



7 Hur läggs företagsöverlåtelsen upp?

Ett stort antal regler och andra typer av förutsättningar påverkar en även värdemässigt sett ganska obetydlig företagsöverlåtelse. Det är kanske framförallt skatteregler som påverkar vilken formell struktur som väljs för företagsöverlåtelsen. En vanlig frågeställning är om företagsöverlåtelsen ska gälla aktierna i målföretaget eller rörelsen. Med ett sammanfattande begrepp brukar köparens och säljarens anpassning och beaktande av olika regler och förutsättningar kallas strukturering. Kapitlet behandlar några av de förutsättningar som gäller för att fastställa en lämplig struktur för företagsöverlåtelsen ur skatte-, finansierings-, redovisnings- och rättsligt perspektiv.

Att finna lämpliga strukturer för bolagen som ska fungera efter transaktionen är viktigt och måste ingå i planeringen redan från processens början. Genom den medvetna struktureringen, eller upplägget, av företagsöverlåtelsen beaktas aspekter som skatter, finansiering, redovisning, civilrätt och andra regelsystem. Frågorna måste utredas från både köparföretagets, säljarens och målföretagets synvinkel. Planeringen av strukturen intensifieras när köparen börjar få mer data om målföretaget genom företagsbesiktningen. Strukturen bör vara helt genomtänkt och klar inför slutförhandlingen av köpavtalet. I detta kapital ges en mycket summarisk bild av frågorna som kan komma upp vid struktureringen av företagsöverlåtelser; en stor mängd materiella detaljregler kan få liten eller avgörande betydelse vid en företagsöverlåtelse och det är inte möjligt att berätta om ens huvuddelen. Läsaren får nöja sig med en grov skiss för att fördjupa sig i varje del på egna meriter.

En central strukturfråga är om transaktionsobjektet ska bestå av målföretagets aktier eller dess tillgångar och skulder. Det senare, en så kallad inkråmstransaktion, har annorlunda skattemässiga och civilrättsliga implikationer jämfört med en aktieöverlåtelse. En inkråmstransaktion innebär egentligen att varje enskild tillgång byter ägare och detta medför att transaktionen blir betydligt mer komplicerad än en aktietransaktion. Överlåtelse av aktier är foljdriktigt betydligt vanligare än inkråmsöverlåtelser.

Ytterligare en grundläggande strukturfråga är om köparen ska äga målföretaget direkt eller genom ett sk holdingbolag. Ett holdingbolag är ibland nödvändigt för att samla de verksamheter som ska överlåtas i en tydlig legal enhet. Ett sådant nybildat holdingbolag kallas ofta NYAB eller Newco under planeringsfasen. Ett holdingbolag kan dessutom ge bl a möjligheter till skattemässiga fördelar genom vissa upplägg.

Att framförallt skattereglerna är så dominerande i vissa transaktioner och finansieringen ibland sker genom kommersiella lån, samt att hänsyn måste tas till andra tvingande regler, kan innebära att företagsöverlåtelserna blir mycket komplexa. En företagsöverlåtelse kan involvera en mycket detaljerad transaktionskedja med flera bolag i olika länder, som måste genomföras i en exakt fastställd ordning med flera människor världen runt som utför sina uppgifter på bestämda klockslag. För att kunna föra över en verksamhet från en part till en annan krävs ibland att ett eller flera nya bolag bildas och finansieras före överlåtelserna äger rum. Struktureringsprocessen kan med andra ord kräva stora resurser och inte minst kompetenta medarbetare.

7.1 Skatter

Frågor om hur företagsöverlåtelserna ska beskattas hos säljare och köpare och ibland även hos målföretaget har ofta avgörande betydelse för transaktionens genomförande. Kapitalvinster och skatter på värdeöverföringar mellan målföretaget och ägare kan innebära att en väsentlig del av förtjänsterna med transaktionen måste betalas till skattemyndigheten. Det är även så att vissa transaktioner är helt skattedrivna, exempelvis handeln med sk förlustbolag.

Ur ett köparperspektiv kommer möjligheterna till frihet från kedjebeskattnings i förgrunden. Om köparföretaget har skattefrihet för utdelningar eftersom aktierna är näringsbetingade, blir innebörden att skattefria intäkter kan ställas mot amorteringar på förvärvsfinansieringen som inte är avdragsgilla. Företagsöverlåtelserna belastar här inte köparföretagets skattesituation. Skatteplikt uppkommer dock vid koncernbidrag från målföretaget och de kan möta finansieringens avdragsgilla räntekostnader. Man kan se det som en form av nollsummespel där vissa flöden är skattefria och andra skattepliktiga. Det handlar om att transaktionen ska få en sådan struktur att

målföretagets kassaflöde ska kunna användas så snart som möjligt och utan negativa (eller andra oförutsedda) skatteeffekter.

Ur ett säljarperspektiv är de skatteregler som naturligt kommer ifråga de regler som handlar om beskattning av kapitalvinst. När säljaren är ett aktiebolag eller annan likställd juridisk person som överlåter ett dotterbolag beskattas vinsten som övriga inkomster av näringsverksamhet. Om säljaren är ägare av ett fåmansföretag inträder dessutom regler som innebär att vinsten delas mellan inkomstslagen tjänst och kapital.

Med beaktande av skattereglerna är säljarens naturliga transaktionsobjekt målföretagets aktier. Om aktier säljs har säljaren möjlighet att minska skatten på vinsten genom olika former av upplägg. Detta intresse hos säljaren går mot köparens intresse att köpa inkråm eftersom en sådan transaktion innebär att köparen bl a erhåller skattemässigt avdragsgill goodwill och även fördelar med hur målföretagets kassaflöde kan användas för köparens räntekostnader. En inkråmstransaktion har dock andra problem för köparen, som t ex transaktionens civilrättsliga komplexitet.

Det är inte möjligt att heltäckande redogöra för de skatteregler som är tillämpliga på företagsöverlåtelser i denna summariska framställning. Utan ambitionen av en enhetlig systemöversikt görs här några summariska nedslag i skatteregelvecket som exemplifiering på problematik som kan uppkomma i samband med företagsöverlåtelser:

Särskilda skatteregler tar sikte på användningen av målföretagets eventuella förluster från tidigare beskattningsår för att kvitta mot vinster i köparföretaget. Det har ansetts föreligga skäl att begränsa möjligheten att överta skattemässigt avdragsgilla förluster. I detta syfte stadgar 40 kap 15-16 §§ inkomstskattelagen en begränsning av förlustavdragens värde, den s k beloppsspärren. Beloppsspärren innebär att rätten till avdrag för gamla förluster faller bort till den del det gamla underskottet överstiger 200 % av den nya ägarens kostnad för att erhålla det bestämmande inflytandet över förlustföretaget (d v s köpeskillingen).

Koncernbidrag är en skatterättslig term som betecknar tillåtna värdeöverföringar mellan två bolag som står i koncernförhållande till varandra. Koncernbidrag kan ske både från moderbolag till dotterbolag och tvärtom. Koncernbidragen är skattepliktiga

intäkt för mottagaren och avdragsgill kostnad för givaren. Företagsöverlåtelser bygger i många fall på att moderbolaget ska få tillgång till dotterbolagets kassa och rörelseresultat för att möta ränteutgifter för förvärvet. Det bör uppmärksammas att koncernbidrag inte har någon motsvarighet i bolagsrätten utan närmast är att bedöma som utdelningar. Även i fråga om koncernbidrag förekommer en spärregel, den s k koncernbidragsspärren. Gamla underskott får inte kvittas mot koncernbidrag under det beskattningsår ägarförändringen skedde och de fem därpå följande beskattningsåren enligt 40 kap 18 – 19 §§ inkomstskattelagen.

En viktig skillnad mellan aktieöverlåtelse och inkråmsöverlåtelse är den mervärdeskatterättsliga behandlingen av överlåtelsen. Eftersom inkråmsöverlåtelser innebär enskild överlåtelse av varje tillgång utgår mervärdeskatt. Skatten ska läggas på köpeskillingen och betalas av köparen. Detta kan givetvis uppgå ett betydande belopp som ofta inte uppmärksammas förrän långt in i transaktionsprocessen. Transaktionen kan dock vara undantagen mervärdeskatt enligt 3 kap 25 § mervärdeskattelagen om den utgör en särskilt klart avgränsad verksamhet.

En inkråmsöverlåtelse av ett fastighetsföretag innebär att stämpelskatt utgår för varje enskild fastighetsöverlåtelse vilket kan innebära betydande belopp vid en överlåtelse av ett fastighetsbestånd. Av detta skäl är fastighetsbestånd ofta ordnade med separata kommanditbolag som holdingbolag. Överlåtelsen gäller då andelarna i kommanditbolagen vilka inte är stämpelskattepliktiga.

Investmentföretag är särskilda skattesubjekt de bolag som i sin tur äger och förvaltar aktier i andra bolag. Investmentföretag har ett förmånlig regelverk gällande företagsöverlåtelser enligt vilket överlåtelse av aktier inte föranleder beskattning, d v s kapitalvinst är inte skattepliktig och kapitalförlust är inte avdragsgill. Särskilda kriterier uppställs för att ett bolag ska uppnå status av investmentföretag.

7.2 Betalning och finansiering

Ur finansiell synvinkel är det viktigt att inget av företagen oförutsett utsätts för en riskfylld position under eller efter företagsöverlåtelsen. Som en del av transaktionsplaneringen behöver därför de risker som kan och kommer att uppstå

analyseras. Företagsöverlåtelserna ska inte heller innebära att företagets strategiska handlingsutrymme påverkas på ett oplanerat sätt. För köparen innebär detta att denne bör betala endast så stor köpeskillning att inte framtida handlingsalternativ begränsas.

Finansieringen kan delas upp i två olika men relaterade frågeställningar: 1) Hur ska köpeskillningen betalas, 2) Hur ska köpeskillningen finansieras?

Betalningens struktur kan bli relativt komplicerad med vissa delar i kontanter vid tillträdesdagen, andra delar som en resultatberoende tilläggsköpeskillning eller med nyemitterade aktier i köparbolaget. Rent principiellt kan man dock prata om två typer av betalningar: kontanter och aktier.

Kontanter

Kontanter som erläggs vid tillträdesdagen är nog det vanligaste sättet att erlagga köpeskillningen och även vara det sätt som vållar minst svårigheter. Sätten att variera en kontantbetalning är dock en källa till uppfinningsrikedom.

En vanlig variant är att en del av kontantbetalningen uppskjuts till ett senare datum. En orsak kan vara att säljaren garanterat att målföretaget ska uppvisa ett visst rörelseresultat under första räkenskapsåret efter transaktionen. Denna typ av tilläggsköpeskillning förenas ofta med villkor om oförändrade redovisningsprinciper och andra begränsningar i köparens förfogande över målföretaget. Det kan också vara så att en del av köpeskillningen erläggs först sedan köparen fått tillfälle att kontrollera vissa förhållanden i målföretagets räkenskaper genom en s k *post completion audit* för att få visshet i att exempelvis om varulagret har det värde som redovisats.

En komplikation med kontantbetalningar är att köparen inte säkert kan veta att säljaren har kvar medel för att täcka eventuella garantibrister efter att köpeskillningen betalats. För att kunna få säkerhet i det erlagda beloppet förekommer ibland att en del av detta ska deponeras hos en bank eller advokatbyrå genom ett s k *escrow agreement*, i vilket senare utbetalning av köpeskillningen regleras genom depositariens försorg. Ibland kan även bankgarantier ställas ut i liknande syfte.

Aktier

Att betala med köparföretagets egna aktier innebär vanligen en apportemission i köparföretaget. Apportegendomen är aktierna i målföretaget. Emitterade värdepapper behöver inte alltid vara i form av aktier. Apportemissionen innebär att målföretagets ägare inbjuds i köparföretagets ägarkrets. De senare får således vidkännas en ägarspridning.

Den andra frågan är hur köparen finansierar köpeskillingen; frågan kan även utökas till gälla hur köparen ska finansiera målföretagets befintliga krediter eller rörelsekapital. Vid fallet att köparbolaget emitterar aktier till säljaren genom riktad nyemission är det annorlunda jämfört med kontantbetalningar. Belastningen på köparbolagets kassaflöde uteblir i det första fallet.

Det finns flera olika sätt att finansiera en företagsöverlåtelse (sätt som även kan även kombineras):

internt genererade vinstmedel

utbyte av aktier – aktier i förvärvsobjektet betalas med en riktad nyemission av värdepapper från det förvärvande företaget till aktieägarna i förvärvsobjektet

nyemission till nuvarande eller nya aktieägare för att skaffa kapital till förvärvet

extern lånefinansiering

revers till säljaren

Ett specialfall av företagsöverlåtelser är högt belånade företagsförvärv (*leveraged buy-outs*, LBO) som används främst av finansiella köparföretag. I dessa lånas större delen av köpeskillingen från banker och finansinstitut varför betalning och lån kan få ganska avancerade strukturer eftersom flera olika inhemska och utländska regelverk kan behöva beaktas. Ett fåtal svenska banker erbjuder sådan finansiering, det är snarare engelska och amerikanska banker som leder utvecklingen inom området.

7.3 Redovisning

I likhet med behandlingen av andra normsystem i denna framställning finns inte på redovisningsområdet utrymme att göra någon fullständig genomgång av regler som kan komma ifråga vid företagsöverlåtelser. Viktiga frågor som man ställer sig vid den

redovisningsmässiga behandlingen av en företagsöverlåtelse är: 1) när fick köparföretaget bestämmande inflytande; 2) hur mycket betalades för målföretaget och hur erlades betalningen; samt 3) var fick man för pengarna i form av olika tillgångar?

En viktig reglering är reglerna kring s k goodwill inom koncernredovisningen. I Redovisningsrådets redovisningsrekommendation RR 1:00 Koncernredovisning ges regler beträffande redovisning av "företagskombinationer", d v s när två redan verksamma företag sammanförs så att det ena blir moderföretag och det andra dotterföretag. Redovisning av en företagsöverlåtelse kan ske på två sätt beroende på om företagskombinationen kan klassificeras som förvärv eller samgående.

Det helt dominerande är att en företagsöverlåtelse klassificeras som ett förvärv och redovisas enligt förvärvsmetoden. Enligt förvärvsmetoden utgör förvärvet en transaktion varigenom moderföretaget och därigenom koncernen indirekt förvärvar dotterföretagets tillgångar och övertar dess skulder. Förvärvsmetoden ger normalt upphov till koncernmässig goodwill, d v s skillnaden mellan anskaffningsvärdet för dotterbolagsaktierna och verkligt värde på förvärvade tillgångar och övertagna skulder beräknat enligt en s k förvärvsanalys.

Förvärvsanalysen ska fastställa dels aktiernas anskaffningsvärde, dels tillgångarnas och skuldernas verkliga värde. Det är viktigt för den senare utvecklingen inom koncernen att analysen är tillräckligt detaljerad så att anskaffningsvärdet för aktierna kan fördelas på identifierade tillgångar och skulder så långt som möjligt. Den del av anskaffningsvärdet som inte kunnat fördelas utgör koncernmässig goodwill. Förvärvsanalysen kan korrigeras i efterhand, dock senast räkenskapsåret som påbörjats efter tidpunkten, för att bättre återspegla faktiska förhållanden vid förvärvstidpunkten.

Goodwill redovisas som en immateriell anläggningstillgång i koncernbalansräkningen och ska avskrivas i likhet med övriga sådana. Koncernmässig goodwill förklaras vanligen med att målföretaget har och förväntas bibehålla en "övernormal" avkastning eller att synergieffekter uppstår vid integration av de båda bolagens verksamheter.

Goodwill ska skrivas av på ett systematiskt sätt över nyttjandeperioden. Avskrivningen ska vara linjär (lika belopp årligen) om det inte finns övertygande skäl att en annan metod är bättre. Enligt årsredovisningslagen anses den ekonomiska livslängden för

immateriella anläggningstillgångar uppgå till högst fem år. RR1:00 accepterar en avskrivningstid på maximalt 20 år om inte annat kan visas. Längre avskrivningstid kan endast motiveras i sällsynta fall. Avskrivningen belastar rörelseresultatet.

Den andra metoden för redovisning av företagskombinationer är poolningsmetoden. Poolningsmetoden används vid samgående, d v s när aktieägarna i två eller flera tidigare självständiga företag beslutar sig för att gå samman i ett nytt företag, i vilket inget av de ursprungliga företagen kan utpekas som dominerande. Samgåendet sker normalt som en koncernbildning, varvid ett företag formellt förvärvar ett annat. Redovisning enligt poolningsmetoden skapar ingen koncernmässig goodwill och belastar således inte rörelseresultatet med planenliga avskrivningar. En effekt som eftersträvas vid många företagsöverlåtelser. Denna metod är inte längre tillåten i USA och det är därför troligt att den på sikt försvinner även i Sverige.

7.4 Transaktionsrättsliga regler

De civilrättsliga regler som kommer ifråga vid inom själva transaktionen företagsöverlåtelser är flera, exempelvis avtalsrätt, köprätt och bolagsrätt. I detta avsnitt kommer några få nedslag göras för att exemplifiera den typ av överväganden som kan vara nödvändiga att göra inför beslut om strukturen i en företagsöverlåtelse.

Ett viktigt köprättsligt vägval är som sagt om företagsöverlåtelser ska avse aktierna eller inkråm. En aktieöverlåtelse innebär att endast den juridiska personen byter ägare, det sker således inget byte av avtalspart i målföretagets leveransavtal, kundavtal och dylikt vilket underlättar transaktionens genomförande. Men en aktieöverlåtelse innebär även en högre risk eftersom bolaget kan innehålla dolda förpliktelser i de förhållanden som överlåts; vid en inkråmsöverlåtelse är förvärvsobjektet endast de enskilda tillgångarna och skulderna enligt specifikationen i avtalet. Inkråmsöverlåtelser innebär att varje tillgång måste överlåtas för sig med beaktande av de särskilda köprättsliga premisserna för just denna tillgång. Det kan innebära att antalet dokument och formalia ökar drastiskt.

Den bolagsrätt som rör transaktionens fullbordan vid en aktieöverlåtelse härrör från praktiska reglerna vid byte av aktieägare och formerna för aktieägarers inflytande.

Överlämnandet av aktiebrev, införande av den nya ägaren i aktieboken och tillsättandet av ny styrelse är alla aktiviteter som regleras av aktiebolagslagen.

En central bolagsrättslig regel för företagsöverlåtelser är *låneförbudet* som säger att köparföretaget inte får betala köpeskillingen med målföretagets egna medel (12 kap 7 § 3 st aktiebolagslagen). Regeln gäller penninglån och ställande av säkerhet till förmån för köparen. Även förvärv av aktier i ett annat bolag i samma koncern träffas av låneförbudet. Låneförbudet hindrar inte att köparen i ett senare skede betalas räntor och amorteringar från förvärvsfinansieringen med medel från målföretaget.

Viktiga regler vid återbetalning av lånefinansiering är formerna och storleken på värdeöverföringar mellan köparföretaget och målföretaget. Utbetalning till ägaren från bolagets medel får bara ske i enlighet med aktiebolagslagens regler om vinstutdelning, utbetalning vid nedsättning av aktiekapitalet eller andra fonder och utskiftning vid bolagets likvidation (12 kap 1 § aktiebolagslagen). Detta kallas *utbetalningsförbudet*. Utbetalningar från målföretaget till köparen får inte ske i andra former än dessa. Utdelningen blir den aktiebolagsrättsliga metod som får användas för att föra över medel till köparen för att täcka eventuella räntekostnader för förvärvsfinansieringen, även om dessa skattemässigt är att betrakta som koncernbidrag. En ytterligare begränsning är att utdelningarna inte storleksmässigt får inkräkta på bolagets bundna egna kapital, 12 kap 2 § aktiebolagslagen.

En annan bolagsrättslig fråga är fusion av bolag. Fusion innebär att ett bolag upphör existera, samtidigt som samtliga tillgångar och skulder som tidigare tillhört bolaget övergår till ett annat bolags ägo. I aktiebolagslagens 14:e kapitel definieras fusion: "Ett aktiebolags samtliga tillgångar och skulder kan övertas av ett annat aktiebolag mot vederlag till aktieägarna i det överlåtande bolaget i form av aktier i det övertagande bolaget varvid det överlåtande bolaget upplöses utan likvidation." Fusion kan ske antingen som absorption mellan det övertagande bolaget på ena sidan och ett eller flera överlåtande bolag på den andra sidan, eller som kombination mellan två eller flera överlåtande bolag genom att de bildar ett nytt, övertagande bolag. Fusioner enligt aktiebolagslagens regler vid företagsöverlåtelser är relativt ovanliga. De förekommer mest som koncerninterna omstruktureringar.

7.5 Övrig anpassning till tvingande regler

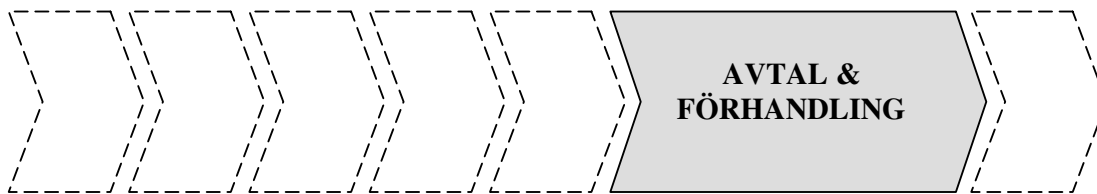
En företagsöverlåtelse kan utöver de regler som för en innebörd för att åstadkomma själva transaktionen bli påverkad av andra tvingande regelverk som snarare rör själva verksamheten i köparföretaget och målföretaget. Ett sådant regelverk som fått alltmer uppmärksamhet är *konkurrenslagstiftningen*. Både regelverket i Sverige och på europeisk nivå har direkt relevans för företagsöverlåtelser i Sverige som kommer upp i en viss storlek. Ett annat område som vanligen behöver beaktas vid företagsöverlåtelser är *arbetsrätten*. Den arbetsrättsliga lagstiftningen innehåller bl a regler kring information till de anställda vid företagsöverlåtelser och dessutom regler kring anställningsförhållandets övergång. En anställd har i princip rätt till oförändrade anställningsvillkor oavsett om företagsöverlåtelserna är en inkråmsöverlåtelse och arbetsgivaren således byts ut. En verksamhet är nästan oavsett art beroende av olika *tillstånd*. Tillståndsgivare kan vara olika former av statliga och kommunala myndigheter och det kan i vissa företagsöverlåtelser vara svårt att få en överblick över alla tillstånd, involverade myndigheter och målföretagets efterlevnad. I en aktieöverlåtelse sker vanligtvis inte något byte av tillståndsinnehavare men vid en inkråmsöverlåtelse kan nya tillstånd behöva erhållas. Det är också väsentligt att beakta att tillståndens omfattning inrymmer den möjlighet till expansion eller synergier som planeras efter transaktionen, exempelvis miljörättsliga utsläppskvoter. Det utöver dessa regelverk många andra som kan få betydelse för en specifik företagsöverlåtelse.

7.6 Sammanfattning

Struktureringsbegreppet är ett sammanfattande begrepp för att anpassa och organisera företagsöverlåtelserna så att en transaktion inte drabbas av oförutsedda negativa effekter när den avslutats på olika regler. Struktureringsbegreppet kan även innebära att olika positiva effekter uppnås eller säkerställs genom ett visst upplägg. Ett av de mest centrala ställningstaganden vid struktureringsbegreppet är om en företagsöverlåtelse ska omfatta aktierna eller inkråmet i målföretaget.

Struktureringsbegreppet handlar om flera olika regelverk, bland de viktigaste är skatterätt, redovisningsregler och aktiebolagsrätt. Även de marknadsvillkor som gäller för

finansiering är ofta avgörande för vilken struktur som kan vara möjlig. Därutöver är det viktigt att andra regler beaktas, exempelvis konkurrensrätt, arbetsrätt och olika tillstånd.



8 Hur kommer säljare och köpare överens?

Detta kapitel handlar om diskussionerna mellan parterna och de dokument som utgör slutet på själva transaktionen, efter detta moment har målföretaget bytt ägare. Det slutliga köpavtalet är bara ett av många olika transaktionsavtal som sluts mellan säljare och köpare under transaktionsprocessen. Här beskrivs även intentionsbrev, sekretessavtal samt några olika former av sidoavtal till köpavtalet. Kapitlet beskriver även översiktligt några aspekter av förhandlingsprocessen mellan säljare och köpare.

Förhandlingen mellan förvärvaren och målföretagets ägare och ledning kan sägas pågå från den allra första kontakten till det att köpavtalet undertecknats och de sista garantifristerna löpt ut. Vissa skeden av transaktionsprocessen är dock mer förhandlingsintensiva än andra, däribland slutförhandlingarna inför köpavtalets undertecknande.

Generellt sett uppkommer de förhandlingsintensiva faserna i samband med att olika skriftliga kontrakt ska upprättas och undertecknas. Skriftligheten och bundenheten verkar som ett incitament för att få upp väsentliga eller dolda avtalsförutsättningar på förhandlingsbordet. Därför blir de olika transaktionsavtalen naturligen av värde, inte bara som juridiska dokument utan även som fokus för transaktionsprocessen. Två centrala tidpunkter i transaktions är undertecknandet av intentionsbrevet (*letter of intent* eller avsiktsförklaring) och köpavtalet.

8.1 Transaktionsavtal

Det är viktigt att köpavtalet och övriga avtal i transaktionsprocessen. Med andra ord, dokumenten ska förhandlas och upprättas som en del av transaktionsprocessen och företagsöverlåtelsen i sin helhet. Förutsättningar och avsikter i samband med transaktionen ska i möjligaste mån komma till uttryck i de rättsliga handlingarna som upprättas. I annat fall riskerar parterna att bortse från avtalsförutsättningar som varit

avgörande för köpet när kontraktet upprättas, vilket försvårar lösningar av eventuella framtida tvister. Det är också nödvändigt att de aktiviteter och utredningar som ligger till grund för företagsöverlåtelsen inom transaktionsprocessen finner motsvarighet i avtalstexten, vanligtvis i form av garantier. För att denna ambitionsnivå ska förverkligas krävs att alla aktörer i företagsöverlåtelsen arbetar tillsammans med transaktionsavtalen och att avtalen inte blir något som endast är en formell del av transaktionsprocessen.

Under transaktionsprocessen kan det förkomma ett flertal olika avtal som har samband med själva köpet: intentionsbrev, principöverenskommelser (*heads of agreement*), olika sekretessavtal, och slutligen själva köpavtalet med eventuella sidoavtal. Sidoavtalen kan reglera t ex deposition av köpeskillingen (*escrow agreement*), företagsledningstjänster (*management service agreement*), aktieägaravtal, anställningsavtal samt avtal om fortsatta kund- eller leverantörsförhållanden mellan köpare och säljare. Utöver dessa transaktionsavtal upprättar parterna på båda sidor även avtal som har samband med upphandling av konsulttjänster, avtal som har samband med finansiering m m. Det är därför inte ovanligt att avtalen och dokumenten som reglerar en transaktion omfattar flera hundra sidor.

Transaktionsprocessen kan ses som en kedja av specifika avtal mellan köpare och säljare. Denna kedja kan karakteriseras av ökande konkretisering i avtalens klausuler och därmed ökad rättslig bundenhet vid avtalet för parterna. Ofta avtalas att bundenhet ska inträda först i det slutliga köpavtalet och att detta uttömmande reglerar rättsförhållandet mellan parterna, en s k integrationsklausul. Två avtal är centrala och vanligt särskilt centrala: intentionsförklaring och köpavtal. Det finns inget skriftlighetskrav vid företagsöverlåtelser. Med tanke på den komplexitet och antalet medverkande som är vanliga vid företagsöverlåtelser så är givetvis skriftliga kontrakt att föredra. Avtalen förekommer dock inte alltid vid varje företagsöverlåtelse i form av skriftliga undertecknade kontrakt.

Den grundläggande principen inom avtalsrättens område är principen om avtalsfrihet. Denna innebär bland annat att parterna har rätt att utforma avtalsvillkoren som de själva finner lämpliga. I händelse av att avtalen inte omfattar vissa omständigheter

träder de dispositiva reglerna i avtalslagen och köplagen i kraft. Dessutom skyddar nämnda lagar mot vissa illojala förfaringssätt och oskäligen förmögenhetsdispositioner. Friheten att reglera sitt eget rättsförhållande utnyttjas i stor utsträckning av parterna i en företagsöverlåtelse. Aktier utgör enligt juridisk terminologi lös egendom, vilket får till följd att köplagen är direkt tillämplig på förvärv av aktiebolag. Vad gäller inkramstransaktioner kan dock olika regelsystem gälla för olika slags tillgångar, exempelvis jordabalken för köp av fast egendom.

Det är vanligtvis tydligt vilka som är avtalsparter i en företagsöverlåtelse och vad som är avtalsobjektet (målföretaget). Men det är ibland inte helt lätt. Till exempel, vid ett utköp av en affärgren från en större industriell koncern kan det vara så att målföretagets verksamhet omfattar flera dotterbolag eller delar av dotterbolag som finns utspridda i hela koncernen och ägs av olika holdingbolag eller andra dotterbolag i olika länder. I en sån transaktion kan säljaren och målföretaget utgöras av flera olika juridiska personer. På samma sätt kan köparen ha tillskapat en eller flera juridiska personer som ska förvärva målföretaget på ett sätt som är skatteeffektivt och samtidigt tillgodoser de finansiella förutsättningarna. Det kan därför potentiellt finnas många köpare säljare och målföretag i vad som ser ut som en enda transaktion. Detta kräver uppmärksamhet och noggrann planering av både köpare och säljare.

Föravtal

Bland annat till följd av att transaktionsprocessen har blivit alltmer formaliserad och omfattande uppstår ett behov hos parterna att successivt binda sig vid de överenskommelser som framkommit i de förhandlingar som förts. Exempel på sådana avtal är sekretessavtal, intentionsbrev och principöverenskommelser.

Sekretessavtal är vanliga som ett inledande skede inför de första samtalen mellan köpare och säljare. Avtalet syftar till att skapa en atmosfär där parterna kan diskutera i förtrolighet utan att riskera att information läcker ut till annan på ett sätt som kan skada företagen. Sekretessförpliktelser ingår även normalt i intentionsförklaringar, men på ett tidigt stadium innan parterna har diskuterat några detaljer eller kanske inte ens det verkliga ändamålet för samtalet kan ett specifikt sekretessavtal ha ett egenvärde.

Ett sekretessavtal innehåller vanligen följande punkter:

- förbindelse för parterna att hålla information hemlig
- definition av informationen som ska hållas hemlig
- precisering om hur sekretessbelagd information får användas
- förpliktelse för parterna att tillse att involverade personer (t ex externa konsulter), som tar del av sekretessbelagd information, är bundna av samma villkor
- vite och skadestånd

Intentionsbrev förekommer vid många olika typer av avtalsförhandlingar och särskilt vid sådana där utredningar och avtal förväntas bli omfattande och ta lång tid. Intentionsbrevets rättsverkan är omdebatterad. Det är ingen enhetlig avtalsform och innehållet varierar från dokument till dokument. Vanligen uppfattas intentionsbrevet som ett *gentlemen's agreement* som inte har något värde som juridiskt bindande dokument. Det anses ibland att intentionsbrevets viktigaste följd är en förpliktelse för parterna att förhandla vidare men att det inte medför en skyldighet att ingå avtal. Bilden kompliceras dock av att intentionsbrevet kan innehålla villkor om sanktioner, t ex vitesklausuler, vid vissa typer brott mot intentionsbrevet. Intentionsbrev innehåller vanligen villkor beträffande sekretess mellan parterna och ofta syftar parterna till att dessa ska vara rättsligt bindande även om någon affär inte genomförs.

Ett intentionsbrev kan bl a innehålla följande villkor och förutsättningar:

- en beskrivning av den ifrågavarande rörelsen
- att företagsöverlåtelserna kommer till stånd först när ett skriftligt köpavtal undertecknats
- ett intervall för köpeskillingen
- ett uttalande om finansieringen av förvärvet och formerna för betalningen av köpeskillingen

- en uppräknning av de viktigaste villkoren för förvärvets genomförande, t ex en genomförd företagsbesiktning och aktieägarnas samtycke
- en förbindelse att inte förhandla med annan köpare (s k exklusivitet)
- ett förslag till tidplan

Vid något av transaktionsprocessen har parterna närmat sig varandra till den grad att det är lämpligt att rättsligt binda sig vid ett genomförande av företagsöverlåtelser. Säljaren kan ha tillåtit betydande insyn i förvärvsobjektet och köparen kan ha ådragit sig betydande utredningskostnader. Eftersom vissa frågor vanligtvis kvarstår att lösa, exempelvis den finansiella och skattemässiga struktureringen av affären, är det dock av vikt att avtalet villkoras. Parterna kan då ena sig kring huvudpunkterna för affären och formulera en principöverenskommelse i ett dokument som undertecknas. En principöverenskommelse är inte så vanligt förekommande i svenska företagsöverlåtelser och det finns inte heller någon fast tidpunkt då denna ska utformas och undertecknas, men vid särskilt långdragna transaktionsprocesser kan principöverenskommelser vara ett lämpligt mellansteg.

En principöverenskommelse kan vara rättsligt bindande beroende av parternas avsikt vid tillfället för dess undertecknande. Normalt stipuleras att ett fullödigt köpavtal ska upprättas vid en senare tidpunkt. Om principöverenskommelsens klausuler inte är tillräckligt detaljerade eller reglerar väsentliga delar av transaktionen talar detta mot att avtalet ska ha bindande verkan.

Köpavtal

Den rättsliga konklusionen av företagsöverlåtelser är köpavtalet. Avtalet struktureras i praktiken ofta kring fyra tidsperioder: den första tidsperioden löper fram till dagen för den balansräkning som garanteras i avtalet, den andra perioden löper fram till dagen för avtalets undertecknande, den tredje perioden slutar vid tillträdesdagen (övertagandet) och den fjärde löper till sluttidpunkten för garanti- och säkerhetsåtaganden. Olika villkor och omständigheter gäller för respektive period.

Avtal om företagsöverlåtelser i Sverige har utvecklats efter angloamerikanskt mönster och blivit mer och mer omfattande. Generellt sett har ett relativt fast kontraktsmönster etablerats avseende hur avtalet är uppbyggt och vilken typ av villkor som ingår.

Ett köpavtal beträffande företagsöverlåtelser brukar normalt innehålla följande klausuler:

- avtalsparterna,
- avtalsföremålet (målföretaget),
- tillträde och fullgörande,
- köpeskilling,
- garantier,
- sanktioner,
- övriga villkor, exempelvis konkurrensbegränsning, konfliktlösning och lagval samt andra åtaganden från parterna.

För köparen utgör garantierna (som tillsammans benämns garantikatalogen) i huvudsak avtalets centrala funktion. Företagsöverlåtelser avser ett relativt obestämt köpobjekt och därför måste detta i detalj bestämmas genom köpavtalet. Garantierna kan vara av olika typ och syfte. Garantierna kan bl a delas upp i dessa kategorier:

- *substansgarantier*, avseende värdet på de förvärvade tillgångarna i anslutning till det bokförda värde som ges i balansräkningen;
- *avkastningsgarantier*, avseende den framtida avkastningen från bolagets verksamhet;
- *tillståndsgarantier*, avseende specifika tillstånd som erfordras för att bedriva bolagets verksamhet;
- *hemulsgarantier*, avseende säljarens förmåga att överlåta bolaget och att ägandet inte utspäds; och
- *driftsgarantier*, avseende verksamhetens bedrivande i olika skeden under avtalsperioden.

Processen kring formulering av avtalet inleds av att ena parten tar fram ett utkast till avtal. Det är vanligt att det är köparen som tar fram det första utkastet men i säljardrivna transaktionsprocesser har säljaren ofta formulerat ett avtalsutkast innan köparkandidaterna kontaktas. Parternas juridiska ombud utväxlar ofta ett antal utkast av avtalet innan parterna träffas för att inleda kontraktsförhandlingen. Avtalsprocessen avslutas med att parterna träffas för att underteckna ett slutligt avtal (ofta kallas mötet *signing*, undertecknande). Processen fram till undertecknandet är ofta relativt intensiv eftersom parterna därigenom slutförhandlar sin överenskommelse. En mindre dramatisk tillställning brukar vara när parterna möts en tid efter undertecknandet när det faktiska tillträdet äger rum (*closing*, övertagande). Det finns inga krav på en sådan uppdelning av avtalsprocessen men ofta kan det vara fördelaktigt ur effektivitetsskäl. Tillträdet innebär att säljaren överlämnar bl a aktiebrev, officiella handlingar för bolaget (aktiebok, protokoll från styrelse och bolagsstämma o s v) samt lagfartsbevis för fastigheter etc. Nödvändiga förändringar i styrelsen för målföretaget sker också denna dag med entledigande och ansvarsbefrielse av förutvarande styrelsemedlemmar och tillträde av köparens representanter. Köparen har därefter att betala köpeskillingen. I vissa transaktioner är det många dokument som ska utväxlas och det är ofta nödvändigt att ha en skriftlig agenda (*closing memorandum*) för mötet. Ibland händer det att man generalrepeterar mötet innan det faktiskt äger rum.

8.2 Förhandling

Det är i praktiken svårt att säga när förhandlingarna mellan parterna inleds. Det finns moment av förhandling i alla kontakter mellan säljare och köpare. Även målföretagets ledning kan delta i förhandlingen, både som informationsförmedlare och säljarrepresentant. Här indelas förhandlingen i dels en "förförhandling" som kan sägas börja vid den första kontakten mellan parterna och leder fram till att intentionsbrevet undertecknas, dels en "slutförhandling" som inleds efter att köparens informationsbehov tillfredsställts och leder fram till att ett skriftligt köpavtal undertecknats. Det kan även komma till någon form av "efterförhandling" för att slutligt reglera eventuella fel och brister som upptäcks efter köparens tillträde.

Förhandling brukar vanligtvis liknas vid ett "spel" och kunskap om förhandlingsprocessen förmedlas genom presentation av olika taktiker och bluffar för att få igenom den ena partens målsättningar. Liknelsen med ett normstyrt spel som schack används ofta. Förhandlingar kan trots detta svårligen sägas följa en given uppsättning regler, utan är i hög grad beroende av parternas personliga egenskaper och kultur. Att "vinna" en förhandling där den ena parten får igenom alla sina målsättningar och den andra parten inte har fått någonting tillbaks är vanligtvis inte en optimal utgång av en förhandling. Förhandlingens avslut är ju början till implementering av förhandlingsresultatet, vilket är särskilt tydligt i vissa kulturområden, exempelvis Kina och Mellanöstern. En part som "förlorat" en förhandling har små incitament att skyndsamt genomdriva implementeringen av det parterna kommit överens om även om det formellt kan innebära skadeståndsgrundande förseelser.

Inledande kontakter

Vid de inledande kontakterna är det viktigt att använda rätt person och rätt kommunikationssätt. Den första kontakten mellan köpare och säljare sker ofta på toppnivå i respektive organisation, det kan röra sig om koncernchefen, styrelseordföranden eller majoritetsägaren. Det är viktigt att kontakten övervägs noga och att förarbetet, exempelvis strategisk analys och preliminär utvärdering, är gjort innan samtalet. Initiativtagaren bör försöka sätta sig in i motpartens situation och välja rätt tillfälle att inleda en diskussion om företagsöverlåtelse. Syftet med den första kontakten bör ofta hållas ganska vagt eftersom initiativtagaren i första hand vill få till stånd ett möte. Till exempel anges syftet ibland vara "att sondera gemensamma affärsmöjligheter" eller "att diskutera ett strategiskt samarbete".

Kontakter kan även ske genom en utomstående person, som exempelvis en advokat eller revisor, vilket kan öppna upp för en förutsättningslös diskussion om framtida handlingsalternativ. Vid säljardrivna transaktioner är det ofta en förvärvsavdelning hos säljarens konsult, exempelvis en sk investmentbank, som tar kontakterna och inleder diskussionerna.

De inledande diskussionerna bör ske mellan så få personer som möjligt för att bevara sekretessen kring transaktionen och förhindra att företagsöverlåtelsen blir arena för prestige-kamp och maktspele. En del transaktioner har inletts med att ledande personer på båda sidor tillsammans har rest till annan ort för att kunna diskutera i lugn och ro.

Kontakterna utmynnar antingen i inga gemensamma intressen av en företagsöverlåtelse finns fortsatta samtalet efter visst informationsutbyte eller att parterna beslutar att genomföra transaktionen. I det senare fallet nedtecknas ofta de principiella dragen i diskussionerna i ett intentionsbrev som undertecknas av parterna.

Slutförhandling

Förhandlingen brukar vanligtvis förknippas med det som i praktiken är en slutförhandling som ska leda fram till ett bindande köpavtal mellan parterna. En slutförhandling vid en företagsöverlåtelse skiljer sig inte särskilt mycket från en förhandling vid andra typer av överlåtelser. Generellt sett kan förhandlingar sägas bestå av fyra delar (som inte är linjärt ordnade utan kan vara moment i en iterativ process): förberedelse, informationsutbyte, förslag och avslut. Likheter med transaktionsprocessen i sin helhet är slående men här betraktas delarna som moment i en slutförhandling.

Förberedelsen inför slutförhandlingen handlar om att ställa upp och ordna målsättningar för företagsöverlåtelsen. Vilka målsättningar är väsentliga för att transaktionen ska genomföras och vilka kan parten göra avkall på för att få igenom andra målsättningar? En del av förberedelsen är att se och ordna transaktionen som ett paket. Paketet består av olika beståndsdelar i avtalet som exempelvis priset, betalningens erläggande, köpobjektet, tid för betalning och tillträde, garantier, preskriptionstid, framtida samtycken och legal form för avtalet. Det är upp till parterna att försöka prioritera de olika frågorna och avgöra vad som är förhandlingsbart och vad som inte är det. Vanligen är det mesta förhandlingsbart under förutsättning att tillräcklig kompensation uppnås i en annan del av uppgörelsen. Som en del av förberedelsen kan också ingå att analysera motpartens förhandlingsgrupp, deras möjliga målsättningar, styrkor och svagheter. En annan del av förberedelsen är att fördela rollerna och uppgifterna i den egna förhandlingsgruppen.

Informationsutbytet i företagsöverlåtelser sker som tidigare nämnts huvudsakligen genom företagsbesiktningen. Förhandlingen är dock en integrerad del av transaktionsprocessen och köparens krav på särskilda garantier kan tvinga fram information om omständigheter i målföretaget från säljaren. Det finns även delar av informationsutbytet som inte direkt handlar om målföretagets egenskaper utan snarare om egenskaper hos vardera parten och transaktionen som sådan.

När informationsbehovet hos parterna är tillgodosett kan olika former av förslag och bud utställas av parterna. Denna del av förhandlingen kräver stor tydlighet och konkretion från parterna som smidigt ska kunna översättas i skriftliga avtalsvillkor. Det är inte argumentation som eftersträvas utan att framställa ett avtalspaket som kan tillfredsställa båda parter i så stor utsträckning som möjligt och som dessutom är praktiskt genomförbart samt godtagbart av omgivande samarbetsparter och myndigheter.

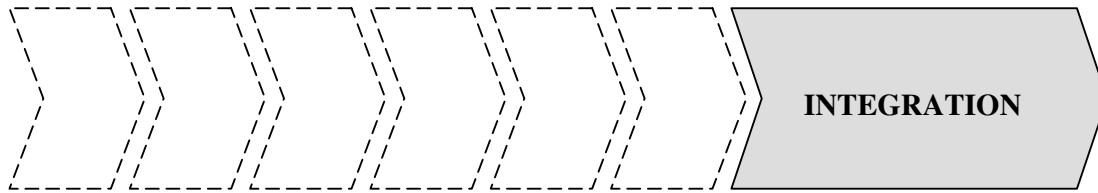
Avslut är den del av förhandlingen som innebär att parterna slutligen kommer överens i sådan form att det kan sammanfattas och nedtecknas i ett skriftligt avtal. Avslutet är ofta ett intensivt skede av företagsöverlåtelsern där tidsbrist, utmattning, prestige och låsningar kan få avgörande betydelse för om transaktionen blir framgångsrik eller misslyckad.

8.3 Sammanfattning

Som en följd av att företagsöverlåtelser är en relativt komplicerad affärshändelse med flera inblandade parter blir behovet av tydliga överenskommelser stort. En mängd avtal kan förekomma i transaktionsprocessen, däribland sekretessavtal, intentionsbrev, köpavtal och olika sidoavtal. Det viktigaste avtalen är intentionsbrevet och köpavtalet som slutligt reglerar rättsförhållandet mellan köpare och säljare. Bundenhet till företagsöverlåtelsern regleras ofta uttryckligen så att parterna är bundna endast av köpavtalet.

Förhandlingsprocessen som leder fram till de olika transaktionsavtalen kan innebära många och långa möten. Parterna utser vanligen var sin förhandlingsgrupp som förbereder de skriftliga avtalen innan undertecknande och tillträde äger rum.

Förhandlingen inleds med sonderande kontakter på hög nivå i företagen. De intensiva förhandlingarna i transaktionsprocessen sker i samband med slutandet av olika avtal, framförallt köpavtalet.



9 Hur samarbetar man efteråt?

Kapitlet beskriver vad som händer med målföretaget efter det att transaktionen har blivit juridiskt bindande och företagen ska påbörja sitt samarbete. Denna fas av transaktionsprocessen kallas vanligen integration. Integrationen är dock inte heller någon enhetlig företeelse utan kan innebära allt från att målföretaget behåller sin självständighet som eget bolag med ny ägare till en fullständig organisatorisk samordning och juridisk absorption. Kapitlet beskriver översiktligt integrationsprocessen i två delar, dels vad som händer direkt efter tillträdet, dels det långsiktiga arbete som siktar mot att realisera målsättningarna med företagsöverlåtelsen.

Det är särskilt tydligt att psykologiska och organisatoriska faktorer inverkar på resultatet av företagsöverlåtelsen i integrationsfasen av transaktionsprocessen. Detta innebär att beskrivningen av en mekanisk process inte blir särskilt rättvisande eller fullständig. I detta skede ska de strategiska målsättningar och synergieffekter ge reell avkastning på investeringen. Samordning av medarbetarna i de båda organisationerna, överföring av kunskap och förverkligande av synergieffekter är ytterst en fråga om medarbetarnas inställning till transaktionen och de nya ägarna. Det är vanligt att olika tumregler uppställs för integrationsprocessen, exempelvis sägs att det första budskapet som kommuniceras till målföretagets medarbetare ska vara att all verksamhet fortsätter som tidigare (*business as usual*) och det påstås också ofta att väsentliga förändringar ska genomföras inom 100 dagar. Men i vanlig ordning är verkligheten alltför komplex för att sådana enkla truismer ska fungera som vägledning. Integrationsplanering och genomförande är komplicerade processer som kräver situationsanpassade lösningar, lyhörd och flexibel ledning för att köparens förväntningar verkligen ska infrias.

Många undersökningar visar att det framförallt är i integrationsfasen som de värden som köparen vill erhålla genom företagsöverlåtelsen kan gå förlorade. Detta fenomen hänförs ofta till skillnader i "företagskultur", vilket kan vara en lika träffande som intetsägande förklaring. Företagskultur är bl a en samlande beteckning för en mängd faktorer som är individuella för företag. Det rör sig vanligen om "mjuka" värden som

organisation, intellektuellt kapital, ledningspolicy, sammanhållande vision, nedarbetarnas attityd och målsättningar. Samordning av företags medarbetare, affärsprocesser och administrativa system är en mångbottnad problemställning som knappast kan göras rättvisa i en översikt av företagsöverlåtelser. Här kommer endast ett fåtal steg mot samordning beskrivas.

Det ska även hållas i minne att inte alla företagsöverlåtelser syftar till fullständig samordning av köparens organisation och målföretaget. I fråga om finansiella köpare såsom investmentbolag och vissa uppköpsföretag är det en tidsbegränsad investering, som efter köparens placeringshorisont ska avyttras. Vid sådana företagsöverlåtelser är köparen mest intresserad av målföretagets kassaflöden och en kontinuerlig värdetillväxt hos bolaget som fristående företag.

I detta kapitel kommer vissa avgörande aktiviteter i integrationsprocessen lyftas fram: kontroll av viktiga affärsprocesser och garanterade förhållanden, integrationsplanering och genomförande.

9.1 Åtgärder direkt efter tillträdet

De föregående faserna i transaktionsprocessen leder i bästa fall fram till att köparen vet vad som ska göras direkt i anslutning till tillträdet och omedelbart efter det att denne tagit den formella kontrollen över företaget. Rapporten från framförallt en kommersiell företagsbesiktning kan visa vilka områden och aktiviteter som köparen direkt måste få kontroll över för att faktiskt kunna styra företaget och dess medarbetare. En viktig del är t ex kontrollen över de administrativa rutinerna för in- och utbetalningar. Lednings- och ekonomistyrningsfrågor något som köparen måste försöka skaffa sig inflytande över omedelbart efter tillträdet.

Den analys som köparen har gjort av målföretaget och dess relationer till säljaren kan ofta visa på vissa gemensamma aktiviteter som målföretaget kommer att sakna (eller som är överdimensionerade) efter separationen med säljarens organisation. Detta är vanligtvis fallet om målföretaget utgjorde en del av en affärsområdesorganiserad koncern. I sådana fall kan krävas att ekonomifunktioner, IT-stöd och andra tidigare koncerngemensamma aktiviteter installeras på nytt. Då, om inte förr, blir det uppenbart

att vanliga jordnära affärsstödjande delar av verksamheten som kontorstservice, säkerhet, lokalvård m m är aktiviteter som är nog så viktiga för verksamheten i stort. En viktig del av verksamheten som inte får falla mellan stolarna är att tillse att det finns gällande företagsförsäkringar för de övertagna verksamheterna även efter tillträdet. Denna typ av frågor brukar ibland kallas *day one issues* eftersom de måste vara på plats första dagen av tillträdet.

Det kan även vara så att köparen inte har haft någon tillgång till detaljerad information om företaget, exempelvis vid ett fientligt övertagande. Köparen måste då genast påbörja en fullständig företagsbesiktning för att veta vad denne faktiskt köpt. Utan en sådan genomgång kan viktiga värden gå förlorade utan att köparen känner till att de någonsin existerat. Denna undersökning är således en förutsättning för att integrationsarbetet ska kunna planeras och genomföras på ett strukturerat sätt. En undersökning av olika förhållanden i företaget efter tillträdet är även i många fall viktigt för att få klarhet i eventuella garantibrister. Företagets finansiella status kan i många fall inte slutligt verifieras förrän ett årsbokslut fastställts, vilket alltså kan vara relativt lång tid efter tillträdet. Undersökningen av företaget efter tillträdet kallas bland *post completion audit*.

Kommunikation av företagsöverlåtelsern internt till medarbetarna men även externt till kunder och leverantörer är en åtgärd som ofta är akut. Den tid medarbetarna och företagets omvärld svävar i ovisshet om riktningen för verksamheten efter ägarbyte innebär ofta en tid av lägre effektivitet och sämre resultat. Företagets medarbetare bör få information om anledningen till och målsättningen med företagsöverlåtelsern samt information om eventuella direkta åtgärder. Vidare kan allmän information om den nya organisationen och den ledning företaget ska samarbeta med vara viktig om det är en organisation som man inte tidigare haft kontakt med. De integrationsåtgärder som omedelbart ska implementeras och det integrationsprogram som planeras bör kommuniceras inom kort tid efter tillträdet. Utöver vem och vad som kommuniceras bör även själva kommunikationskanalerna övervägas. Nyckelmedarbetare, kunder och dotterbolagsledning informeras företrädesvis personligen för att motivera och engagera dem i en ny fas i företagets utveckling. Kommunikation externt till kunder, leverantörer och till övriga näringslivet kan ske på olika sätt. Betydande kunder och

leverantörer har i många fall informerats under hand i transaktionsprocessen för att försäkra fortsatt samverkan. I vissa fall kan det vara lämpligt med annonsering för att nå ut till kunderna, t ex beträffande konsumentföretag. Vanligtvis publiceras information till media i form av ett pressmeddelande där transaktionen beskrivs och motiveras. Kommunikationen till aktiemarknaden är ett viktigt moment vid företagsöverlåtelser där noterade företag är inblandade.

9.2 Integrationsprogram

I likhet med transaktionsprocessen kan integrationsprocessen struktureras och genomföras som ett projekt eller program. Det finns flera förutsättningar och begränsningar för integrationen som behöver beaktas innan integrationsprogrammet initieras. Exempel på detta kan vara resurser i form av ledningens tid, finansiella resurser för t ex annonsering och rationaliseringar, gällande avtal för exempelvis lokaler, etablerade arbetsprocesser och företagskultur. En integrationsprocess behöver ständigt anpassas till utvecklingen och möjligheterna inom organisationerna och därmed bör integrationsprogrammet innehålla ett stort mått av flexibilitet.

Integrationsprogrammet bör ledas av en arbetsgrupp med lämplig erfarenhet och kompetens inom bl a personalfrågor, marknadsföring, ekonomi, tillverkning och informationsteknik. Integrations-programmets målsättningar är givetvis att realisera de strategiska målsättningarna för företagsöverlåtelser som identifierats i redan den strategiska analysen av transaktionsprocessen. Erfarenheter visar att tillsättandet av en särskild integrationschef som inte har någon operativ befattning inom de organisationer som ska integreras kan underlätta processen.

Skillnader och anpassning av företagskulturer har blivit något av generell tröskel vid integrationsfasen av företagsöverlåtelser. I opinion och media sammankopplas ofta företagsöverlåtelser med rationaliseringar och uppsägningar av medarbetare. Några frekventa köpare har rationaliseringar och omstruktureringar som ”affärsidé”; de vill framförallt på detta sätt snabbt realisera de förväntade kassaflöden som ska bli investeringens avkastning. Sådana onda förhållanden påverkar medarbetarna i målföretaget negativt så att stress och osäkerhet vanligen blir de första reaktionerna i

ett uppköpt företag. Ett sätt att minska negativa reaktioner är att snabbt kommunicera tänkta förändringar i den sammanslagna organisationen och huvudlinjerna i integrationsprogrammet.

9.3 Sammanfattning

Den process som inleds i slutet av transaktionsprocessen och syftar till att samordna köparföretagets och målföretagets organisation och affärsprocesser är avgörande för realiseringen av de förväntade värden som grundlade företagsöverlåtelser. Sammanjämkningar av företagskulturer är en erkänt komplicerad process vilken kräver planering, lyhördhet, flexibilitet och specialistkompetens.

Integrationsaktiviteterna kan delas upp i sådana som måste göras omedelbart efter tillträde och sådan som ska göras så snart som möjligt. Den första kategorin handlar om sådant som är direkt nödvändigt för att målföretaget ska bevara sitt värde i den nya ägarens händer. Den andra kategorin innehåller aktiviteter som ska leda till att de synergier som innebär att värdet av de sammanslagna organisationerna är högre än det var för de fristående enheterna.

10 Sammanfattning

Kapitlet sammanfattar kompendiets kapitel tillsammans med några få avslutande kommentarer kring företagsöverlåtelse och transaktionsprocessen.

Kompendiet syftar till att ge kursdeltagarna på kursen ”Företagsöverlåtelse i praktik och teori” en ram för att förståelsen av företagsöverlåtelse. Kompendiet ska ge vägledning för vidare studier och informationsinhämtning kring ämnet företagsöverlåtelse. Kompendiet är uppbyggt kring den praktiska transaktionsprocess som ofta kan observeras i verklighetens företagsöverlåtelse.

Företagsöverlåtelse är idag en etablerad process i svenskt näringsliv; en bland andra affärsprocesser. Denna transaktionsprocess innehåller vanligen olika faser och distinkta moment som här identifieras enligt följande: strategisk analys, sökning, företagsvärdering, företagsbesiktning, strukturering, förhandling och avtal samt integration. Dessa moment förekommer i någon utsträckning i varje genomarbetad företagsöverlåtelse men kan förekomma i annan ordningsföljd, återkopplas och med olika detaljnivå. Här används momenten som avstämningspunkter för beskrivningen av transaktionsprocessen medan momenten för en praktiker snarare utgör de verktyg som kan användas för att säkerställa en framgångsrik företagsöverlåtelse.

Företagsöverlåtelse är inte så vanliga som massmedia kan få allmänheten att tro. Ändå har företagsöverlåtelse kommit att bli ett normalt inslag i svenskt näringsliv. Under perioden 1994 – 2001 ökade antalet företagsöverlåtelse i Sverige från cirka 400 till drygt 800 stycken, med en toppnotering om över 1000 företagsöverlåtelse 2000. Även antalet gränsöverskridande företagsöverlåtelse har ökat under motsvarande period. 2001 minskade både inhemska och svenska företagsöverlåtelse utomlands, men utländska företagsöverlåtelse i Sverige ökade.

Följande stycken sammanfattar kort de moment som transaktionsprocessen i huvudsak består av:

Moment 1: Strategisk analys

Det finns många motiv till att genomföra företagsöverlåtelse. Översiktligt kan de indelas i rörelsebetingade (t ex ökade marknadsandelar), ägarrelaterade (t ex

anskaffning av specifika tillgångar eller rättigheter) eller ledningsrelaterade (t ex expansion av organisation och inflytande). De förväntningar och målsättningar som kommuniceras till anställda, kunder, leverantörer m fl visar ofta en stor grad av variation, ofta med tillväxt, synergi och konsolidering som framträdande ordval. I de flesta fall är motiven grundade i en strategisk analys av alternativen att utveckla köparföretagets affärsverksamhet. Flera olika analysmodeller används för att identifiera strategiska positioner och handlingsalternativ, bl a de fem konkurrensdrivkrafterna, bostonmatrisen, SWOT, PEST och produktlivscykeln.

Moment 2: Sökning

Att söka reda på en lämplig förvärvskandidat är ett moment av transaktionsprocessen som sker på basis av externa källor. Detta gör att sökningen ofta präglas av osäkerhet och omfattande analysarbete. Externa informationskällor är allt från personliga nätverk, affärstidningar och myndigheter till internet och kommersiella affärsdatabaser.

Planeringen inför en företagsöverlåtelse är viktig och sköts vanligen av en särskilt utsedd transaktionsgrupp. Gruppen följer hela transaktionsprocessen från start till bindande köpavtal samt ibland även in i integrationsprocessen. Det är viktigt att utse en dedikerad projektledare som har det övergripande ansvaret och driver processen framåt samt koordinerar de olika personerna och aktiviteterna. Transaktionsgruppen kan ha behov av att komplettera sina egna medarbetares kompetens med specialister utifrån för att tillse att de utredningarna inom transaktionsprocessen genomförs på ett fullgott sätt.

Moment 3: Företagsvärdering

Företagsvärdering är inte ett moment för att beräkna ett objektiva värde på ett företag även om det i många fall eftersträvas att ta fram ett neutralt marknadsvärde för målföretaget. Företagsvärderingen handlar snarare om att ta fram ett värde på målföretaget som är anpassat till parternas respektive situation. Det finns flera värderingsmetoder som syftar till att beräkna ett marknadsvärde. Det beräknade värdet är skilt från den köpeskilling som köpare och säljare fastställer för målföretaget i företagsöverlåtelser. Det slutliga priset som ska fastställas för målföretaget påverkas

även av synergi-, transaktions- och förhandlingseffekter. Några sådana metoder är diskontering av kassaflöden (DCF-värdering), komparativ värdering, uthållig vinst och substansvärde.

Moment 4: Företagsbesiktning

Företagsbesiktning utgör inte någon fastställd standard – vare sig i omfattning eller inriktning – utan anpassas till den specifika transaktionen. Momentet innebär en informationsöverföring från säljaren och målföretaget till köparen. Ett flertal olika typer av företagsbesiktning har utvecklats, t ex kommersiell, finansiell och legal företagsbesiktning. Även om typerna sinsemellan har olika fokus så är metoder och arbetssätt i stort sett lika.

Arbetet med företagsbesiktningen sker i projektform och tre distinkta faser kan utskiljas: informationsinsamlingen, analysen och rapporteringen. Resultatet av arbetet är ett beslutsunderlag för köparen som baseras på avvikelser från uppställda mål och förväntningar, andra iakttagelser och rekommendationer för den fortsatta processen.

Moment 5: Strukturering

Strukturering är ett sammanfattande begrepp som innebär att företagsöverlåtelser anpassas och organiseras så att en transaktion inte ska drabbas av oförutsedda negativa effekter p g a olika regelverk. Strukturering kan även innebära att positiva effekter uppnås eller säkerställs. Ett av de mest centrala ställningstaganden vid strukturering är om en företagsöverlåtelse ska omfatta aktierna eller inkråmet i målföretaget samt om målföretaget ska ägas direkt eller genom ett sk holdingbolag.

Strukturering handlar om flera olika regelverk, bland de viktigaste är skatterätt, redovisning och aktiebolagsrätt. Även de villkor som gäller för finansiering är ofta avgörande för strukturen. Därutöver är det viktigt att andra regler beaktas, exempelvis konkurrensrätt, arbetsrätt och olika tillstånd.

Moment 6: Avtal och förhandling

En följd av att företagsöverlåtelser är en relativt komplicerad affärshändelse med flera inblandade parter är att behovet av tydliga och genomarbetade överenskommelser är stort. En mängd olika avtal kan förekomma i transaktionsprocessen, bl a

sekretessavtal, intentionsbrev, köpavtal och olika typer av sidoavtal. Det viktigaste avtalen är normalt intentionsbrevet och köpavtalet. Köpavtalet reglerar slutligt rättsförhållandet mellan köpare och säljare. Bundenhet till företagsöverlåtelser regleras ofta uttryckligen så att parterna är bundna endast av köpavtalet genom en s k integrationsklausul.

Förhandlingsprocessen som leder fram till fullbordan av företagsöverlåtelser kan innebära många och långa möten. Parterna utser vanligen var sin förhandlingsgrupp som förbereder de skriftliga avtalen innan underteckning sker. Förhandlingen inleds med sonderande kontakter på hög nivå i företagen. De intensivaste förhandlingarna i transaktionsprocessen uppkommer i samband med slutandet av olika avtal, framförallt köpavtalet.

Moment 7: Integration

Den process som inleds i slutet av transaktionsprocessen och syftar till att samordna köparföretagets och målföretagets organisation och affärsprocesser kallas ofta integration. Integrationen är avgörande för realiseringen av de förväntade värden som motiverade företagsöverlåtelserna. Sammanjämkningar av företagskulturer är en komplicerad process vilken bl a kräver planering, lyhördhet, flexibilitet och specialistkompetens.

Integrationsaktiviteterna kan delas upp i sådana som måste göras omedelbart efter tillträde och sådana som ska göras så snart som möjligt. Den första kategorin handlar om sådant som är direkt nödvändigt för att målföretaget ska bevara sitt värde i den nya ägarens händer, t ex kontrollen över in- och utbetalningar. Den andra kategorin innehåller aktiviteter som ska leda till att de synergier som innebär att värdet av de sammanslagna organisationerna är högre än det var för de fristående enheterna, t ex rationalisering av överlappande administrativa funktioner.

Till sist bör kanske sägas att affärsprocessen vid företagsöverlåtelser inte tar slut i och med detta. Istället pågår en kontinuerlig utvärdering och strategisk planering där företagsöverlåtelser är en normal del. Det företag som nyligen köpts kanske i nästa skede säljs, i sin helhet eller till viss del. Processen är alltså återkopplande och fortlöpande.

I kompendiet har företagsöverlåtelser beskrivits som en etablerad och relativt rationell process med olika faser, moment och aktiviteter. Företagsöverlåtelser har beskrivits med fokus på den transaktionsprocess som man i praktiken arbetar efter. Det finns givetvis alternativa beskrivningssätt, exempelvis kan utgångspunkten vara en viss akademisk disciplin som strategi eller skatterätt. Transaktionsprocessen som den beskrivits är dock inte evigt fixerad, utan är i högsta grad föränderlig och anpassningsbar till nya tankegångar och specifika situationer. Varefter samhälls- och näringslivet utvecklas och förändras kommer nya moment få ökad betydelse medan andra kanske kommer att försvinna. Företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen är dessutom ytterst beroende av de människor som jobbar i företagen och ger råd till företagen. Människor som har mer eller mindre kunskap om och fokus på vissa aktiviteter. En förutsättning för att dessa människor ska kunna genomföra framgångsrika företagsöverlåtelser är att de har insikt om inte bara sin del utan av helheten, en insikt om transaktionsprocessen. Företagsöverlåtelser är en riskfylld affärsprocess, i likhet med många andra av företagets viktigare investeringar, och som sådan kräver den särskild uppmärksamhet.

Appendix A: Referenser i urval

- Alhager, Eleonor och Alhager, Magnus, *Omstruktureringar och moms*, Norstedts Juridik, 2002.
- Ashkenas, Ronald N *et al*, *Making the deal real: how GE Capital integrates acquisitions*, Harvard business review, January-February 1998.
- Coopers & Lybrand, *Survey of critical valuation issues in mergers and acquisitions*, 1994.
- Coopers & Lybrand and OCC&C, *A review of the acquisitions experience of major UK companies*, 1993.
- Copeland, T, *et al*, *Valuation – Measuring and managing the value of companies*, McKinsey & Company Inc, 2:a uppl, 1995.
- Damodaran, Aswath, *Investment valuation – tools and techniques for determining the valuation of any asset*, John Wiley & Sons, 1996.
- Elson, C M och Reed Lajoux, A, *The art of M&A due diligence – navigating critical steps and uncovering crucial data*, McGrawHill, 2000.
- Gaughan, Patrick A, *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, 1996.
- Johansson, Sven-Erik och Hult, Magnus, *Att köpa och sälja företag – strategi – värdering – genomförande*, Svenska arbetsgivareföreningen, 2000.
- Knabe, Anders, *Företagsöverlåtelser – en probleminventering*, Stiftelsen Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, 1989.
- KPMG, *Mergers & Acquisition Integration – a business guide*.
- Landelius, Anders och Treffner, Jan, *Att köpa företag utomlands – från strategi till genomförande*, Ekerlids förlag, 1995.
- Lodin, Sven-Olof *et al*, *Inkomstskatt – en läro- och handbok i skatterätt*, 8:e uppl, 2001.
- Olve, Nils-Göran, *Företag köper företag – en handbok i företagsförvärv*, Mekanförbundets förlag, 1988.
- Pettersson, Christina och Sevenius, Robert, *Due diligence en allt viktigare process – men inte någon fastställd standard*, Balans nr 10, 2000.
- Porter, Michael, *From Competitive Advantage to Competitive Strategy*, Harvard Business Review, Maj – Juni 1987.
- Smith, Ian, *The essential guide to buying and selling unquoted business*, Thorogood, 1997.
- Sudarsanam, P S, *The essence of mergers and acquisitions*, Prentice Hall, 1995.
- Tolleryd, Jakob och Frykman, David, *Värdering av tillväxtföretag – en handbok med modeller och metoder anpassade för tillväxtföretag*, Kungliga vetenskapsakademin (IVA), 2000.
- Öhrlings Coopers & Lybrand, *Företagsvärdering*, 1998.

Appendix B: Ordlista i korthet

Ord	Förklaring	Ord	Förklaring
Affärsstrategi	Strategi som leder till att företagets affärsidé och målsättningar kan förverkligas.	Marknadsvärde	Ett neutralt värde som speglar målföretagets värde oberoende av ägare.
Avkastningsvärdering	Värdering av det överskott som målföretaget kan återföra till finansiärerna.	Marknadsriskpremie	Generell riskpremie på aktiemarknaden som investerare förväntar sig över en längre period.
Business intelligence	Verksamhet som syftar till att tillhandahålla omvärldsbevakning, branschanalys, sökning av förvärvskandidater m. m.	Målföretag	Företaget som köps och säljs i och med företagsöverlåtelsen.
Corporate finance	Området eller avdelningen där bl a företagsöverlåtelser brukar inordnas. På investmentbanker och andra företag finns ofta en sådan avdelning som handlägger transaktioner.	Integration	Processen av samordna och inlemma målföretaget i köparföretagets organisation.
Corporate governance	Bolagskontroll eller ägarstyrning.	Investmentbolagsrabatt	Ett fenomen i noterade investmentbolag och fastighetsbolag som innebär att börsvärdet understiger värdet av de underliggande tillgångarna.
Crossborder	Gränsöverskridande företagsöverlåtelser.	Horisontell transaktion	Företagsöverlåtelse mellan konkurrenter.
Discounted cash-flow (DCF)	Värderingsmetod som bygger på bedömning och diskontering av målföretagets kassaflöden.	Kapitalstruktur	Sammansättningen av främmande och eget kapital på passivsidan i ett företags balansräkning.

<i>Due diligence</i>	Företagsbesiktning.	Kalkylränta	Den ränta som används för att diskontera in- och utbetalningar från en investering.
Ekonomiskt värde	Endera partens värde på målföretaget som inkluderar värdet av det egna utnyttjandet och synergieffekter.	Organisk tillväxt	Omsättningstillväxt som sker på annat sätt än genom företagsöverlåtelser, t ex genom marknadsföring eller produktutveckling.

Ord	Förklaring	Ord	Förklaring
Exit	Planerad avyttring av portföljföretag från uppköpsföretag	Residualvärde	Restvärde. I en DCF-värdering är residualvärdet det värde som inte förklaras av prognosperioden.
Finansiell transaktion	Företagsöverlåtelse där köparen är inte verksam i målföretagets bransch och syftar till att senare avyttra målföretaget.	Reverserad transaktion	Företagsöverlåtelse där ett dotterbolag köper sitt moderbolag för att erhålla börsnotering.
FoU	Forskning- och utveckling.	Riskfri ränta	Den förräntning finansiären med säkerhet hade kunnat få vid en riskfri investering, antas ofta motsvaras av avkastningen på långa statsobligationer.
Fritt kassaflöde	Kassaflöde som målföretagets finansiärer kan förfoga över.	Samriskföretag	Ett företag där två eller flera företag för samman sina resurser i en gemensam verksamhet (<i>joint venture</i>).
Företagsbesiktning	Processen att erhålla information om målföretaget (<i>due diligence</i>).	Skalfördelar	Stordriftsfördelar. Resonemanget bygger på antagandet om avtagande styckpris vid stora produktionsserier.
Företagsvärdering	Processen att bedöma målföretagets värde för endera parten.	Strukturering	Processen att anpassa köpar- och målföretaget till förutsättningar och regler i skatter, finansiering, redovisning, civilrättsliga regler m m.
Förvärvsstrategi	Den strategi som leder till att ett målföretag förvärvas och att målsättningarna med	Substansvärdering	Värdering av bolagets redovisade tillgångar.

	transaktionens uppnås.		
Industriell transaktion	Företagsöverlåtelse där köparen är verksam i målföretagets bransch och syftar till att uppnå någon form av synergieffekter.	Uppköpsföretag	Företag vars affärsidé är förvalta kapital genom att köpa och sälja företag.
Konglomerat	En koncern som innehåller verksamheter och företag med skilda verksamheter utan tydliga samordningsfördelar.	Vertikal transaktion	Företagsöverlåtelse i ledet kund och leverantör.