

Företagsköp med utfallsförbehåll



Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm
Adress: Sveavägen 65, Box 6501, 113 83 Stockholm. Tel. 08-736 01 20

grundades år 1929

är en vetenskaplig forskningsinstitution vid Handelshögskolan i Stockholm

bedriver teoretisk och empirisk forskning inom företagsekonomin och samhällsekonomin olika områden och ger i samband därmed avancerad utbildning

söker välja forskningsobjekt efter forskningsområdenas behov av teoretisk och praktisk vidareutveckling, projektens metodologiska intresse samt problemställningarnas generalitet

offentliggör alla sina forskningsresultat: detta sker i institutets skriftserier samt ofta också i artikelform

består av ett 80-tal forskare, främst ekonomer men också psykologer, sociologer och statistiker

har organiserat sin forskningsverksamhet i följande sektioner och fristående program

- | | |
|-----|---|
| A | Arbetslivs- och Personalfrågor |
| B | Redovisning och finansiering |
| C | Ekonomisk analys och styrning |
| D | Distributionsekonomi, strukturekonomi och marknadspolitik |
| F | Förvaltningsekonomi |
| G | Ekonomisk geografi |
| I | Ekonomisk informationsbehandling |
| P | Ekonomisk psykologi |
| S | Samhällsekonomi |
| PMO | Forskningsprogrammet människa och organisation |
| AFT | Avdelningen för forskningstillämpning |
| | Fonden för handels- och distributionsforskning |
-

Ytterligare information om EFI:s pågående forskning och publicerade forskningsrapporter återfinns i institutets projektkatalog, som kan rekvideras direkt från EFI.

FÖRETAGSKÖP MED UTFALLSFÖRBEHÅLL

LENNART WALLSTEN



Akademisk avhandling för erhållande av
ekonomie doktorsexamen vid Handelshögskolan
i Stockholm

Stockholm 1985

© EFI och författaren
ISBN 91-7258-182-4
UDK 658.16 (485)

minab/gotab Stockholm 1985

Innehållsförteckning

	Sid
KAPITEL 1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMBESKRIVNING	3
1.3 STUDIENS SYFTE, UPPLÄGGNING OCH INRIKTNING	4
1.4 STUDIENS KÄLLOR	8
1.5 RAPPORTENS DISPOSITION	9
 KAPITEL 2 INVESTERINGSBESLUT VID TILLSTÅND AV OSÄKERHET	11
2.1 SÄKERHET - RISK - OSÄKERHET	11
2.2 MODELLER FÖR BESLUT	12
2.2.1 Capital Asset Pricing-modellen	15
 KAPITEL 3 FÖRETAGSKÖP - EN FÖRESTÄLLNINGSRAM	40
3.1 CAPM OCH FÖRETAGSKÖP	40
3.2 ALLMÄNT OM FÖRETAGSKÖP	40
3.2.1 Intressentgrupper	40
3.2.2 Klassificering och terminologi	42
3.2.3 Motiv för företagsköp	44
3.2.4 Samband med aktiemarknaden	46
3.2.5 Misslyckade företagsköp - och lyckade	49
3.3 ÖVERLÅTELSEPROCESSEN	52
3.3.1 Strategifasen	54
3.3.1.1 Modeller i strategifasen	57
3.3.2 Förvärvsfasen	67
3.3.2.1 Sökprocessen	69
3.3.2.2 Kontakt med säljaren	74
3.3.2.3 Förhandling om avtal samt avslut	77
3.3.3 Integrationsfasen	80
 KAPITEL 4 FÖRETAGSVÄRDERING	89

	Sid
KAPITEL 5 FÖRBEHÅLLSKÖP - TEORETISK ANALYS	100
5.1 INLEDNING	100
5.2 SYSTEMET FÖRBEHÅLLSKÖP	101
5.2.1 Definition och terminologi	101
5.2.2 Systemets egenskaper	102
5.3 FÖRBEHÅLLSKÖP OCH OSÄKERHET	103
5.3.1 Osäkerhet	103
5.3.2 Betalningskonsekvenser	103
5.3.3 Analys av osäkerhetsreduktion	105
5.3.4 Avtalsutformning	112
5.4 FÖRBEHÅLLSKÖP OCH RISKFÖRDELNING	118
5.4.1 Effekter på området för avslut	118
5.4.2 Effekt på systematisk risk	118
5.4.3 Riskexponering	120
5.4.4 Förbehållsköp och marknadsbilden	123
KAPITEL 6 STUDIENS EMPIRISKA UNDERSÖKNINGAR	128
6.1 SYFTE, INRIKTNING OCH UPPLÄGGNING	128
6.2 FÖRSTUDIE	128
6.3 FÖRETAGSENKÄT	129
6.3.1 Enkätens genomförande	130
6.3.2 Enkätens innehåll och resultat	131
6.4 FÖRETAGSINTERVJUER	134
KAPITEL 7 FÖRBEHÅLLSKÖP - BESKRIVNING OCH ANALYS AV KRITISKA OMRÅDEN OCH FAKTORER	136
7.1 INLEDNING	136
7.2 FÖRBEHÅLLSKÖPETS STRATEGIFAS	136
7.3 FÖRBEHÅLLSKÖPETS FÖRVARVSFAS	138
7.4 FÖRBEHÅLLSKÖPETS INTEGRATIONSFAS	156
7.5 SKATTE- OCH REDOVISNINGASPEKTER	159
KAPITEL 8 SAMMANFATTNING	163
8.1 INLEDNING	163
8.2 SYNTES AV STUDIENS RESULTAT	163
8.3 RESULTAT OCH TILLÄMPBARHET	178
8.4 FRAMTIDA FORSKNING	179
SUMMARY CONTINGENT-PRICE CORPORATE ACQUISITIONS	181

	Sid
BILAGOR	185
REFERENSER	199
EFI:s PUBLIKATIONER	207

Förord

Studien avsågs ursprungligen få en empirisk tyngdpunkt genom ett antal fallstudier i företag som använt tekniken företagsköp med utfallsförbehåll. Det blev dock efterhand uppenbart att tillgången till data om tekniken av olika skäl var för dålig för att fallstudier skulle kunna genomföras; något som inte kunde förutses när studien planerades.

Som en följd av denna databrist har studien i stället kommit att få skepnad av en explorativ studie om utfallsförbehållsteknikens effekt på ett antal kritiska områden och faktorer i överlåtelseprocessen. Framställningen inriktas således inte på de enskilda företagen och deras beteende vid företagsköp med utfallsförbehåll.

Använda data, såväl vad avser i litteratur inhämtade uppgifter som i studien insamlad information om tekniken, är av sådan art att de endast tillåter presentation av studiens resultat i form av hypoteser.

Trots dessa mindre gynnsamma förhållanden har dock ambitionen varit att presentera en rapport av såväl vetenskapligt värde som av värde för praktiker.

Studiens empiriska undersökningar hade inte kunnat genomföras utan vänligt tillmötesgående från ett stort antal företag och personer till vilka ett varmt tack riktas. Detta tack gäller inte minst de befattningshavare i förbehållsköpande företag som ställde sig till förfogande för intervjuer och som, av sekretesskäl, inte kan namnges.

Min handledargrupp, professorerna Sven-Erik Johansson (huvudhandledare), Bertil Näslund och Per V A Hanner, har generöst delat med sig av sitt stora kunnande och styrt mig bort från de värsta fallgroparna. Min tack-samhetsskuld till dem är stor.

Ekon lic Brian Kylén har programmerat studiens simuleringsmodell för osäkerhetsreduktion vid företagsköp med utfallsförbehåll och även i övrigt lämnat värdefulla synpunkter på olika aspekter av studiens analysdel. Jag tackar honom för detta.

Högskoledirektör Rolf Linné och ekonom Rune Castenäs, VD för Ekonomiska Forskningsinstitutet, till vilket jag varit knuten under avhandlingsarbetet, har uppmuntrat och stött mig under arbetets gång på ett sätt som ställer mig i stor tacksamhetsskuld till dem båda.

Siv Kretz har varit ett stort stöd i det långdragna rapportskrivandet genom utskrift av såväl ett flertal manuskriptutkast som av slutrapporten. Ett varmt tack till henne för denna för mig så värdefulla insats.

Studien har finansierats med anslag från Bankforskningsinstitutet, Svenska Handelsbankens Stiftelse för Samhällsvetenskaplig Forskning samt Handelshögskolans Stipendiefond. Till dessa anslagsgivare vill jag rikta ett stort tack.

Ett stort antal personer, som här inte kan nämnas vid namn, har bidragit till att studien kunnat genomföras. Till dem alla riktar jag slutligen ett varmt tack.

Stockholm i april 1985

Lennart Wallsten

"It is a world of change in which we live, and a world of uncertainty. We live only by knowing something about the future; while the problems of life, or of conduct at least, arise from the fact that we know so little. This is as true of business as of other spheres of activity. The essence of the situation is action according to opinion, of greater or less foundation and value, neither entire ignorance nor complete and perfect information, but partial knowledge."

Frank H. Knight i

"Risk, Uncertainty and Profit"
(1921)

1. Inledning

1.1 BAKGRUND

Företagsköp som tillväxtstrategi har länge varit en kontroversiell fråga. Såväl teoretiska som empiriska undersökningar har genomförts för att försöka ge svar på frågor om konsekvenser av företagsköp.

Kitchings (1973) studie av företagsköp i Europa under perioden 1965-70 anger att ungefär 50 % av dessa i efterhand upplevts som misslyckade. I denna procentsiffra ingår då förutom rena misslyckanden även sådana köp som av köparen betecknats som "not worth doing". Studien omfattar 407 köp av 84 företag i ett stort antal branscher i 16 länder i Europa. Köparna är franska, engelska, tyska och multinationella, främst amerikanska, företag. Det kan nämnas att andelen misslyckanden är betydligt större i vissa länder; i Spanien redovisas 73 % och i Belgien 67 %. Antalet uppköpta företag i dessa länder är dock litet (11 respektive 7).

I studien mäts uppfyllelsen av de mål som företagsledningen i det köpande företaget ställt upp. Ett lyckat köp kännetecknas av måluppfyllelse och ett misslyckande av att de uppställda målen inte nåts. Denna "subjektiva" metod har dock bl a den inneboende svagheten att mätresultatet är avhängigt inte bara av vad som händer efter företagsköpet utan även av vilka specifika mål, om några, som företagsledningen ställt upp för förvärvet.

Ansoff et al (1971) studerar tillverkande företag i USA och deras företagsköp under perioden 1946-65. I studien används såväl en "subjektiv" som en "objektiv" mätmetod och resultatet av den förra redovisas på följande sätt:

"The major objectives of the acquisitions were all accomplished in the opinion of top management for about 21 % of the responding firms. Partial success (most objectives satisfied) was attained in 59 % of the acquisitions. About 20 % were considered outright failures with few or no objectives met."

I den "objektiva" mätmetoden jämförs bl a företag som under perioden varit och sådana som inte varit förvärvsaktiva vad avser tretton finansiella variabler. Slutsatsen blir att fusioner och företagsköp under den studerade tjugoårsperioden inte varit en bättre tillväxtstrategi än intern expansion (op.cit., s 4).

I en studie av familjeföretags fusioner i svensk industri (SIND 1978:4) mäts såväl finansiella som andra variabler i de uppköpta företagen före och efter fusionen. Resultaten är inte entydiga, men vad avser de traditionella finansiella måtten äger ingen positiv utveckling rum. Intressant är att man i denna undersökning tar hänsyn till att det finns fler intressentgrupper än köpare och säljare i en företagsöverlåtelse. Sysselsättningsförändring är en av de icke-finansiella variabler som mäts och en sådan fusionseffekt är av stort intresse inte bara för de anställda som är direkt berörda av fusionen utan även för samhället som helhet.

Försök att kvalitativt mäta de samhällsekonomiska effekterna av samgåenden mellan företag görs mer uttalat i SOU 1977:51 (Fusioner och förvärv i svenskt näringsliv 1969-73 - en fallstudie). Tio företagsgruppers förvärv studeras och för varje grupp sker en samhällsekonomisk utvärdering av förvärven. Utredningen är mer metod- än resultatinkriktad och ställer det faktiska utvecklingsförloppet efter fusion mot hypotetiska sådana. Mot denna bakgrund är resultaten svåra att utvärdera.

De ovan nämnda studierna visar på hur svårt det är att mäta resultat och effekter av företagssamgåenden på såväl makro- som mikronivå. Det står dock klart att andelen misslyckade köp, sett ur köparens synvinkel och vid en jämförelse mellan utfallet av köpet och köparens mål vid köptillfället, är stor.

Tänkbara anledningar till att företagsköp så ofta misslyckas kommer att behandlas i senare kapitel, men en huvudanledning är den omgivning och den speciella situation i vilken köpet sker. Ur köparens synvinkel är ett företagsköp en investering. Denna sker i en omgivning som kännetecknas av risk/osäkerhet och som är alltmer turbulent (se bl a Ansoff, 1979, kap 5). Köparen förutsätts ha riskaversion, eller med andra ord föredra liten risk framför stor risk, och han strävar då efter att reducera sin upplevda riskexponering på olika sätt. I förhållandet köpare-säljare

existerar vanligtvis ett informationsgap; säljaren har tillgång till mer och bättre information än köparen som underlag för en (subjektiv) bedömning av det köpta företags framtidsutsikter. Den osäkerhet som detta informationsgap medför kan köparen reducera på i huvudsak tre sätt (Gillette, 1968). För det första kan köpet begränsas till att omfatta enbart områden med upplevd låg risk. Exempel på detta kan vara att man köper inte hela företaget, dvs företags aktier, utan snarare delar av företags "inkrån". För det andra kan köparen kräva att säljaren lämnar skriftlig garanti för exempelvis vissa poster i balansräkningen. För det tredje kan köpeskillingen göras avhängig av det köpta företags framtida resultat eller andra finansiella variabler. Företagsköpet kan med andra ord ske med utfallsförbehåll. Med denna senare teknik reduceras vikten av den största osäkerhetsfaktorn i en typisk överlåtelssituation, nämligen vilken vinst det uppköpta företaget i framtiden kan komma att generera (op.cit., s 28). En fjärde teknik som Gillette inte nämner är möjligheten till nedsättning av en så stor del av köpeskillingen att balansposter med stor inneboende osäkerhet täcks. Med nedsättning avses då att ett belopp av överenskommen storlek tas i förvar av en tredje part och att utbetalning sker först sedan osäkerheten helt skingrats.

Betydelsen av den osäkerhet som köparen upplever i en förvärvssituation och som är hänförlig till den turbulenta omgivningen poängteras i en svensk undersökning (Lundman, 1977) där beslutsprocessen vid 40 misslyckade företagsöverlåtelser studeras. Analysen ger vid handen att ett av tre huvudfel i beslutsprocessen, och därmed en huvudanledning till misslyckande, är de omvärldsantaganden som gjorts. Dessa antaganden, dessa beskrivningar av företags omvärld, ligger till grund bl a för de prognoser om resultatutveckling som måste göras för att ett avkastningsvärde för det köpta företaget skall kunna beräknas.

1.2 PROBLEMBESKRIVNING

Kitching (op.cit., s 46) skriver:

"There is one other important factor to consider in looking at purchase price arrangements. That is the existence of escrow or earnout formulae. These arrangements come in many different variations. Their purpose is the same - to make the purchase price of the company in some sense depend on

subsequent performance. Thus, the purchaser's investment risk is reduced. Clearly, such arrangements should be negotiated when the bid is agreed. But it appears that in not more than 20 % of agreed acquisitions in our sample was an arrangement made for an earnout formula. So low a use of such a risk-minimizing tool immediately raises questions about how well acquisitions have been managed in the past."

Då orden "escrow" och "earnout" inte ingår i det vanliga ekonomiska ordförrådet kan det vara på sin plats att nämna att det förre i detta sammanhang motsvarar svenskans nedsättning av köpeskilling och att det senare motsvarar företagsköp med utfallsförbehåll. Ett annat uttryck för denna typ av köp är "contingent-price corporate acquisitions".

Det har tidigare nämnts att företagsköp sker i en omgivning som kännetecknas av växande risk/osäkerhet och att företagsköp ofta misslyckas. Kitching (op.cit., s 14) kommer i sin undersökning till slutsatsen att utgången av ett företagsköp till två tredjedelar bestäms av den strategi för köpet som köparen har. Detta är en intressant och något överraskande slutsats mot bakgrund av att författaren några år tidigare var av den uppfattningen att "managers of change" var nyckelpersonerna i framgångsrika företagsköp (Kitching, 1967), dvs att implementeringsfasen var den utfallsbestämmande delen av överlåtelseprocessen.

En väl utarbetad strategi kan således vara avgörande för om köpet skall lyckas eller misslyckas. En viktig del av denna strategi är att reducera osäkerheten i företagets - och investerarens - omvärld. Varför används inte den osäkerhetsreducerande (se citatet ovan) tekniken företagsköp med utfallsförbehåll i större omfattning än som tycks vara fallet?

1.3 STUDIENS SYFTE, UPPLÄGGNING OCH INRIKTNING

Problembeskrivningen ger upphov till några huvudfrågor:

Är tekniken företagsköp med utfallsförbehåll osäkerhetsreducerande? Om så är fallet; finns då några nackdelar, exempelvis i form av begränsningar i tillämpbarhet, som är av sådan dignitet att denna fördel uppvägs? Detta skulle kunna vara en förklaring till att tekniken inte används i större omfattning än som tycks vara fallet. En annan förklaring skulle kunna vara att kännedomen och kunskapen om tekniken är liten.

Har tekniken några fördelar i jämförelse med köp med fast pris utöver den tidigare omnämnda osäkerhetsreducerande effekten?

Dessa huvudfrågor leder till ett antal följdfrågor:

1. Kan användandet av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll reducera den osäkerhet som vidlåder ett sådant köp? Hur sker i så fall detta?
2. Förändras den totala riskbilden, innefattande bl a riskfördelning mellan parterna, vid användandet av tekniken? I så fall - hur?

Frågorna 1 och 2, som delvis sammanfaller, analyseras i en deduktiv, finasteoretisk eller kanske snarare osäkerhetsteoretisk ansats.

Såväl subjektiv som marknadsrelaterad osäkerhet behandlas.

3. Kan sannolikheten för avslut, dvs att köpet kommer till stånd, påverkas genom att tekniken används?
4. Kan användandet av tekniken reducera betydelsen av det informations-gap som existerar mellan köpare och säljare vid en företagsöverlåtelse?
5. Hur påverkas överlåtelseprocessen vid köp med utfallsförbehåll i jämförelse med processen vid köp med fast pris?

För att kunna besvara denna fråga krävs en hypotes om hur processen ser ut vid köp med fast pris som bakgrund och jämförelsenorm. En sådan hypotes ställs upp baserad i första hand på existerande källmaterial av heterogen natur (se avsnitt 1.4). Data om processen vid köp med utfallsförbehåll hämtas dels från litteratur, dels från intervjuer med företag som använt tekniken. Beskrivningen av den senare processen görs inte fullständig utan inriktas på rapporterade avvikelser.

6. Vilka begränsningar finns för teknikens användande?
7. Kan tekniken manipuleras av parterna?
8. Hur påverkas prisfrågan vid köp med utfallsförbehåll?

Den vid företagsköp centrala frågans relativa betydelse i överlåtelseprocessen vid förbehållsköp analyseras mot en empirisk bakgrund.

9. Hur utformas avtalet vid förbehållsköp?
10. Vilka formler används för den utfallsberoende delen av köpeskillingen i ett förbehållsköp?
11. Vilka är teknikens för- och nackdelar i jämförelse med köp med fast pris?

12. I vilken omfattning används tekniken i Sverige? Tendenser?

En frekvensstudie för den studerade tidsperioden (1970-1975) görs genom en enkätundersökning med de 100 mest förvärvsaktiva företagen i Sverige under denna period. En jämförelse görs med utvecklingen i USA.

13. Vilken kännedom och kunskap om tekniken har företagsköpare i Sverige?

I den ovan nämnda enkätundersökningen studeras även denna fråga.

Utgångspunkten för studien, och ett huvudskäl för dess genomförande, är hypoteserna att tekniken är av stort värde i en överlåtelsesituation (jfr frågorna 1-4 ovan), att den blir allt vanligare i Sverige och att kunskapen om tekniken är liten i de svenska företagen. De två senare hypoteserna har sitt ursprung i spridda empiriska observationer under första hälften av 1970-talet samt i Kitchings (1973) undersökning.

Studiens syfte är att ge svar på i första hand ovanstående frågor. Svaren sammanfattas i preskriptiva hypoteser vad avser frågorna 1-11. Till detta kommer två bisnyften, nämligen att:

- Beskriva bakgrunden till och uppbyggnaden av Capital Asset Pricing-modellen (CAPM) i detalj, då en sådan beskrivning av denna centrala finansteorietiska modell synes saknas inom vårt språkområde.
- Beskriva processen vid överlåtelse av företag med fast pris, då en helhetsbeskrivning, liksom ovan, tycks saknas.

Som ett resultat av detta beskrivs överlåtelseprocessen fylligare än vad som motiveras enbart av fråga 5 (ovan). Framställningen begränsas inte till att omfatta endast sådana delar av processen, där skillnader mellan köp med fast pris och förbehållsköp kan förväntas. Kapitel 4 ägnas således åt den vid ett företagsköp med fast pris centrala frågan om företagsvärdering. Viss information om företagsköp i allmänhet ges i främst avsnitt 3.2, då den upplevs ha pedagogiskt värde.

Beskrivningen av överlåtelseprocessen inriktas huvudsakligen på kritiska faktorer i densamma. Med detta uttryck avses huvudsakligen empiriskt, främst i litteratur men delvis även i samtal och intervjuer med företagsköpare och -säljare, belagda faktorer av upplevt avgörande betydelse för utfallet av processen. Framställningen syftar till att visa ett tänkbart rationellt beteende i dessa överlåtelssituationer. Perspektivet är i de allra flesta fall köparens men i vissa fall även säljarens och andra intressenters.

Företagsköparens rationella beteende under överlåtelseprocessen skiljer sig avsevärt från den typ av rationellt beteende, som kan förutsättas uppvisas i kapitel 2, där Capital Asset Pricing-modellen beskrivs. Köparen kan i det första fallet förväntas uppvisa ett satisfieringsbeteende, medan han i det andra fallet spelar rollen av mikroekonomins klassiske nyttomaximerare. För en diskussion av dessa begrepp se bl a March, Simon (1965) och Ståhl (1972).

Förbehållsköp, som tekniken i fortsättningen för enkelhets skull kommer att kallas, behandlas på mikronivå. De samhällsekonomiska konsekvenserna av företagsöverlåtelser ligger utom ramen för denna studie.

En erfarenhet från främst intervjuerna med företag som förbehållsköpt är den, att teknikkunskapen är dålig eller åtminstone grund även i dessa företag. Dessa har framtvingat en mer normativ eller preskriptiv ansats än den ursprungligen avsedda, mer deskriptiva ansatsen.

Studien kan sammanfattningsvis ses som uppdelad i en teoretisk och en empirisk del, som dock inte är fristående utan går i varandra såväl tids- som innehållsmässigt.

Den teoretiska delen är finansteoretisk till sin natur och utmynnar, med användande av bl a vissa aspekter av Capital Asset Pricing-modellen, i en analys av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll vad avser de frågor som studien syftar till att ge svar på. Vid beskrivningen av CAPM används Sharpe's (1964) ansats, då den är mer lättillgänglig ur pedagogisk synvinkel än övriga ansatser.

Den empiriska delen består av en förstudie, omfattande markandskartläggning och översiktlig probleminventering, en enkät med de 100 mest förvärvsaktiva företagen i Sverige under tidsperioden 1970-75 samt intervjuer i företag som använt tekniken förbehållsköp och som identifierats i enkäten.

Data från dessa undersökningar, tillsammans med data från artiklar och litteratur om företagsköp, används för en beskrivning av överlåtelseprocessen vid köp med fast pris och en analys av avvikelserna från denna vid förbehållsköp. Vidare används dessa data i besvarandet av övriga ovan specificerade frågor.

1.4 STUDIENS KÄLLOR

Vad avser den teoretiska delen av studien utgörs källorna av vetenskapliga artiklar och litteratur med i första hand finanstestetisk inriktning. Inom detta område har professor Marshall E. Blume, Wharton School, University of Pennsylvania, varit till stor hjälp som vägledare.

Källorna inom studiens empiriska del, som de allra flesta har det gemensamt att de är svåra att verifiera, utgörs av

- Experter på företagsöverlåtelser i Sverige. Denna grupp omfattar förutom konsulterande experter även företagsköpare och -säljare.
- Förbehållsköpare och -säljare i Sverige. Dessa har således direkt erfarenhet av den studerade tekniken.
- Vetenskapliga artiklar och litteratur (främst på engelska) om företagsköp. Sådan litteratur är sparsamt förekommande och omfattar bl a Mace, Montgomery (1962); Lynch (1971); Johansson (1973) och Salter, Weinhold (1979).
- "Expert"-artiklar och -litteratur (främst på engelska) om företagsköp av skiftande karaktär och vetenskapligt värde. Ibland deskriptiv ("så här ser det ut") men ofta normativ ("så här bör det se ut").
- "Expert"-artiklar (på engelska) om förbehållsköp av skiftande karaktär och vetenskapligt värde. Artiklarna är synnerligen sparsamt förekommande. Bland dessa kan nämnas Hecht (1967) och Reum, Steele (1970).

Det är inte författarens ambition att i den efterföljande framställningen redovisa källans vetenskapliga värde vid varje enskild källhänvisning.

1.5 RAPPORTENS DISPOSITION

I kapitel 1 presenteras inledningsvis studiens bakgrund, syfte, inriktning, uppläggning och källor samt rapportens disposition.

Kapitel 2 ger studiens anknytning till tidigare forskning genom att den sätts in i sitt teoretiska sammanhang. Företagsköp ses som en investering och modeller för investeringsbeslut under tillstånd av säkerhet, osäkerhet och risk diskuteras liksom innebörden av dessa begrepp. En State-Preference-analys samt den generella Capital Asset Pricing-modellen (CAMP) beskrivs, den senare ingående, då den är den enda relevanta finansteoretiska modell som explicit tar hänsyn till risk.

Kapitel 3 behandlar företagsköp och inleds med ett allmänt avsnitt, där bl a klassificering och terminologi, motiv för företagsköp samt samband med aktiemarknaden tas upp. Huvuddelen av kapitlet ägnas åt överlåtelseprocessen, varvid ett förslag till strukturering av denna presenteras och kritiska faktorer i densamma anges. I samband med genomgången av processens första fas, strategifasen, beskrivs ett antal modeller; modeller som kan tjäna som hjälpmedel vid val av strategi vid extern expansion.

Kapitel 4 omfattar en diskussion om en betydelsefull del av överlåtelseprocessen, nämligen företagsvärdering. Liksom de två föregående kapitlen får denna framställning delvis ses mot bakgrunden av det andra av studiens tidigare nämnda bisyften.

I kapitel 5 inleds beskrivningen och analysen av företagsköp med utfallsförbehåll. Tekniken definieras och "systemet" förbehållsköp presenteras. Huvuddelen av kapitlet ägnas åt en teoretisk analys av teknikens osäkerhetsreducerande egenskaper.

Kapitel 6 omfattar studiens empiriska undersökningar; förstudie, företagsenkät och företagsintervjuer. Resultatet av de två första delarna redovisas i detta kapitel.

I kapitel 7 redovisas resultatet av den tredje delen av de empiriska undersökningarna, nämligen företagsintervjuerna. Detta sker med överlåtelseprocessen vid företagsköp med fast pris som struktur och framställningen inriktas på avvikelser vid förbehållsköp från denna struktur och på avvikelser från i kapitel 5 analyserat rationellt maximeringsbeteende hos köparen.

Kapitlet avslutas av ett fristående avsnitt om svenska förhållanden på skatteområdet vad avser förbehållsköp.

Kapitel 8 slutligen omfattar en syntes av studiens resultat mot bakgrund av de i detta kapitel uppställda 13 syftesfrågorna. En diskussion om resultat och tillämpbarhet samt fortsatt forskning avslutar kapitlet.

2. Investeringsbeslut vid tillstånd av osäkerhet

2.1 SÄKERHET - RISK - OSÄKERHET

Individens och organisationers beslutsfattande är ett klassiskt studieområde inom såväl national- som företagsekonomi. De beslut som studeras kan bl a avse konsumtion, sparande och investeringar. I denna studie kommer investeringsbeslut att behandlas, då ett företagsköp kan ses som en investering ur köparens synvinkel - och som en desinvestering ur säljarens.

För analys av bl a investeringsbeslut har man traditionellt skilt mellan beslut, där beslutsfattaren har fullständig information om konsekvenserna av sitt beslut och sådana där han har mindre än fullständig information. I det första fallet talar man om beslut under säkerhet, medan man i det senare mer realistiska fallet talar om beslut under risk och osäkerhet. Knight (1921) var den som först använde dessa två senare tillstånd som skilda, väldefinierade begrepp (Borch, Mossin ed., 1968, s XIII) och hans terminologi kom att accepteras allmänt. Idag ifrågasätts dock av många forskare om det längre är meningsfullt att skilja mellan risk och osäkerhet (se bl a Robichek, Myers, 1965; Borch, 1968). I riskfallet känner beslutsfattaren till vilka de tänkbara utfallen av hans beslut är och han kan dessutom åsätta dem sannolikheter. Vid tillstånd av osäkerhet har han ingen uppfattning om hur sannolika olika utfall är och känner inte heller till vilka de är. Knight (op.cit., s 20) sammanfattade ursprungligen skillnaden mellan begreppen på följande sätt:

"It will appear that a measurable uncertainty, or 'risk' proper, as we shall use the term, is so far different from an unmeasurable one that it is not in effect an uncertainty at all. We shall accordingly restrict the term 'uncertainty' to cases of the non-quantitative type. It is this 'true' uncertainty, and not risk, as has been argued, which forms the basis of a valid theory of profit and accounts for the divergence between actual and theoretical competition."

För att ingående kunna analysera och sedan fatta beslut i realistiska beslutssituationer förefaller det nödvändigt att, oavsett beslutsunderlagets

möjliga brister, göra antagande om hur sannolika identifierade, diskreta utfall är eller hur sannolikhetsfördelningen ser ut för en kontinuerlig utfallsvariabel. Mot denna bakgrund finns inte längre någon anledning att strikt skilja mellan risk och osäkerhet. De kommer därför i denna studie, som är inriktad på realistiska situationer, att användas som synonyma begrepp.

Mot detta kan sägas tala den empiriska iakttagelsen att allt fler företag (beslutsfattare) lever i en omgivning, där framtida utfall blir allt svårare att överblicka (jfr den aktuella debatten om prognosers värde) på grund av diskontinuiteter, regeringsingripanden, ökande allmän turbulens mm. Man skulle kunna uttrycka det så, att många företag är på väg från ett tillstånd av risk i riktning mot ett tillstånd av osäkerhet enligt tidigare definition. Den omgivning i vilka företagens investeringsbeslut nu fattas kännetecknas dock av en blandning av risk och osäkerhet i dessa begrepps formella betydelse. För att rationella beslut skall kunna fattas - en strävan i den riktningen förutsätts - måste i ett blandat tillstånd någon typ av sannolikhetsuppskattning av utfall göras, baserad exempelvis på historiska data. Naturligtvis måste då kostnadshänsyn tas så, att kostnaderna för framtagande av beslutsunderlag för bedömning av sannolikheter eller sannolikhetsfördelningar står i lämplig proportion till beslutets omfattning och vikt. Rena osäkerhetssituationer, i begreppets klassiska betydelse, torde vara sparsamt förekommande i verkligheten.

2.2 MODELLER FÖR BESLUT

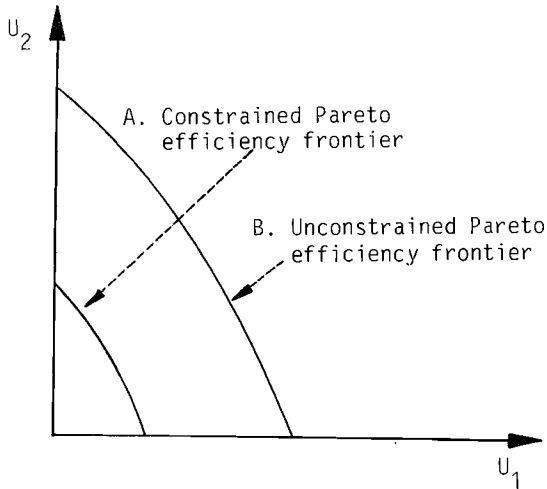
Under säkerhet kan beslutsproblemet sägas vara trivialt. Beslutsfattaren har perfekt information om de olika alternativens konsekvenser och väljer naturligtvis det alternativ, som för honom är "bäst". Fisher (1930) har visat att en individ på en perfekt kapitalmarknad, dvs där hans transaktioner (köp eller försäljning) inte är prispåverkande, där inga transaktionskostnader förekommer och där låneräntorna är identiska för alla individer, maximerar sin konsumtionsnytta över tiden genom att handla så att han maximerar sitt välstånd (wealth), mätt som nuvärdet av hans framtida betalningsströmmar. Han kan sedan optimera sin konsumtion på lång sikt genom att låna och låna ut på kapitalmarknaden. Hirschleifer (1958) och Fama, Miller (1972) har visat att Fishers angreppssätt kan användas för att

demonstrera att ett företag, under samma förutsättningar som ovan, maximerar sina aktieägares konsumtionsnytta genom att välja en investeringsstrategi som maximerar företagets värde (Jensen, Long, 1972).

Under osäkerhet är problemet inte längre trivialt. Det kan i princip alltid reduceras till ett val mellan olika sannolikhetsfördelningar (Borch, 1968, s 16), dvs de antaganden om utfall som måste göras inför ett rationellt beslut även om de praktiska svårigheterna kan vara stora.

Ovanstående forskningsresultat avseende investeringsstrategi under säkerhet förutsätts gälla även i osäkerhetsfallet. Detta är i alla fall vad ett stort antal författare förutsätter (se bl a Miller, Modigliani, 1958; Lintner, 1965; van Horne, 1972; Galai, Masulis, 1976).

Sandmo (1970) visar i en state-preference-modellansats att jämvikt på en låneemarknad under osäkerhet, i motsats till i säkerhetsfallet, inte ger en Pareto-optimal fördelning av resurser, i detta fall uttryckt i konsumtionsnyttotermer. En sådan fördelning skulle innebära att alla individer på marknaden föredrar denna fördelning framför alla andra tänkbara sådana eller med andra ord att varje förbättring för en individ skulle motsvaras av en försämring för åtminstone en annan individ (Arrow, Debreu, 1954). Sandmo visar att vad som kan förefalla vara en optimal fördelning i själva verket är ett begränsat (constrained) Pareto-optimum. Sandmo introducerar begreppet "state-contingent claims", dvs skuldsedlar som inlöses om och endast om ett visst "state of the world" inträffar, och tillskapar en marknad för sådana värdepapper. I och med detta kan en risköverföring mellan individer äga rum, vilket inte är fallet på den rena låneemarknaden, och detta i sin tur innebär att en fullt Pareto-optimal fördelning kan nås. Detta illustreras i följande diagram (op.cit. s 28),



Figur 2.1 Nyttofördelning med och utan "state-contingent claims"

där U_1 och U_2 avser nyttan för de två individer som ingår i denna tvåpersons-/tvåperiodmodell, där individerna har identiska nyttofunktioner. Jämviktsläget för den rena låne marknaden ligger således någonstans på kurvan A medan jämviktsläget efter det att de utfallsberoende skuldsedlarna introducerats ligger på kurvan B. A och B visar den maximala nytta för individ 2 för varje given nytta för individ 1 under angivna förutsättningar.

Arrow (1964) och Borch (1968) drar också den slutsatsen att någon typ av utfallsberoende teknik krävs för att fullt Pareto-optimum under osäkerhet skall nås. Den förra studien behandlar "commodity claims" eller "Arrow-certificates", medan den senare tar upp emission av preferensaktier och vinstdelning som sätt att nå större nytta för de inblandade parterna.

Dessa tre studiers resultat är av synnerligt intresse, då företagsköp med utfallsförbehåll, det här behandlade ämnet, är ett exempel på en utfallsberoende (state-contingent) teknik av den typ som krävs för att en Pareto-optimal nyttofördelning utan begränsningar skall kunna uppnås. Med användande av denna teknik skulle således såväl köpare som säljare av ett företag kunna nå en högre nyttonivå än vid en "vanlig" företagsöverlåtelse genom att en risköverföring sker; i detta fall från köpare till säljare. Av avgörande betydelse är då de antaganden som görs om köparens och säljarens respektive nyttofunktioner eller med andra ord attityd till risk.

2.2.1 Capital Asset Pricing-modellen

En nackdel med den av Sandmo (op.cit.) använda state-preference-modellen är att den inte explicit tar hänsyn till risk.

Detta gör däremot den andra modell för marknadsjämvikt som vi skall behandla, nämligen Capital Asset Pricing-modellen (CAPM). Denna modell har haft stor betydelse för utvecklingen inom främst det finasteoretiska och -empiriska området sedan mitten av 1960-talet. Modellen kommer att behandlas tämligen ingående dels för att den hjälper till att strukturera investeringsbeslut på en kapitalmarknad, eller med andra ord ger beslutsfattaren en god föreställningsram, dels för att den utgör det huvudsakliga analysinstrumentet av företagsköp med utfallsförbehåll i denna studie. Framställningen gör dock inte anspråk på att vara heltäckande och inte heller på att presentera "the state of the art" inom det finasteoretiska området. Modellens praktiska tillämpbarhet kommer att beröras, men utgångspunkten är den att dess verkliga värde ligger i att den visar beslutsfattaren på relevanta parametrar i en investeringssituation och gör honom till en "bättre" investerare; åtminstone ex ante. Om vi förutsätter återkommande investeringssituationer gäller detta kvalitetsomdöme även om investeringen i ett enskilt fall skulle visa sig mindre lyckad.

Grunden till CAPM lades ungefär samtidigt av främst tre forskare, var och en på sitt håll och med olika angreppssätt: Sharpe (1964), Lintner (1965) och Mossin (1966). I och med detta inleddes vad som har kommit att kallas "Beta-revolutionen" efter det riskmått (β) som här introducerades.

Framställningen kommer till stor del att följa Sharpe (op.cit.) vid presentationen av grundtankarna bakom modellen.

Utgångspunkten för den moderna teorin om prisbildning på en kapitalmarknad under osäkerhet är Markowitz' (1952) studie inom området normativ portföljteori. Det bör dock påpekas att studien är individinriktad och att dess mean-variance-ansats, liksom andra sådana med likartad ansats (bl a Tobin, 1958 och Hicks, 1962), kan ses som ett specialfall av Arrows (1964, ursprungligen publicerad på franska 1953) mer generella formulering.

Markowitz införde fem förutsättningar i sin analys:

1. Investerare kan bilda sig en uppfattning om sannolikhetsfördelningar för investeringars framtida utfall.
2. Dessa fördelningar har finita medeltal och varians.
3. Marginalnyttan av risktagande avtar efter en viss punkt.
4. Individens preferenser är en funktion enbart av portföljens genomsnittliga avkastning och varians.
5. För en given avkastning på en portfölj föredras den portföljs, som har den lägsta variansen framför alla andra portföljer. För en given varians föredras likaledes portföljen med den största förväntade avkastningen framför alla andra.

Denna sista förutsättning kallar Markowitz för mean-variance-kriteriet och med denna förutsättning reducerade han portföljvalsproblemet till ett kvadratisk programmeringsproblem:

$$(2.1) \quad \min V = y' \cdot \xi \cdot y$$

för en given avkastning $p = y' \cdot r$

där V = portföljens varians

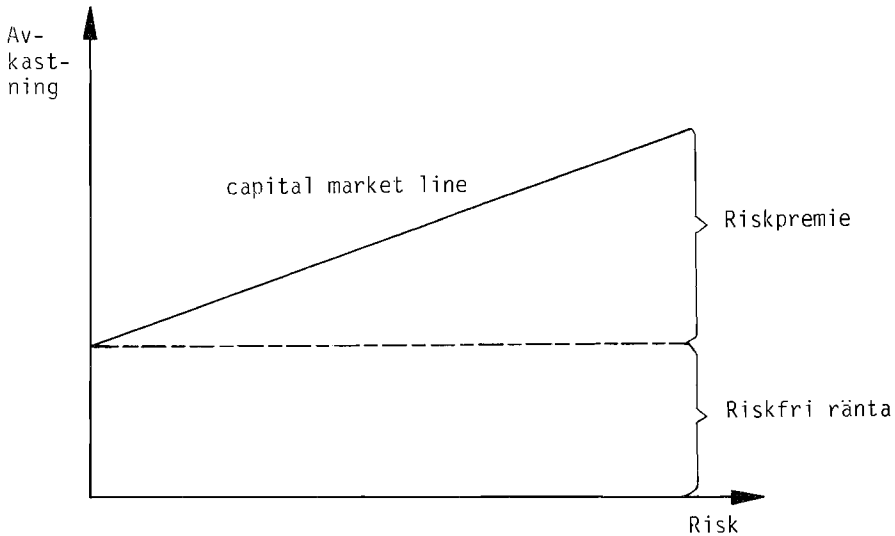
y = vektorn för relativ investering i den enskilda aktien (e dyl)

ξ = kovariansmatrisen

r = vektorn för respektive förväntad avkastning

Lösningen kallar Markowitz en effektiv portfölj och mängden möjliga lösningar för den effektiva gränsen (jfr Sandmos ovan nämnda studie om Pareto-optimalitet på en lånemarknad). Dessa begrepp behandlas vidare nedan.

Ett traditionellt sätt att bestämma jämviktspriser på kapitalmarknader under osäkerhet var, innan tillskapandet av CAPM, att utgå ifrån en riskfri marknadsränta och till denna lägga en på något sätt framtagen riskpremie, i förhållande till vilken priserna på de enskilda objekten anpassar sig för att på så sätt avspegla olikheter i risk. Härigenom bildas en capital market line, som således utvisar det i jämviktsläget gällande förhållandet på marknaden mellan avkastning och risk enligt följande diagram:



Figur 2.2 Traditionell jämviktsmodell för en kapitalmarknad

Investeraren förutsätts kunna välja var på capital market line han skall lägga sig; i första hand genom diversifiering.

I jämviktsläget kan han nå en högre förväntad avkastning endast genom att utsätta sig för större risk. Av diagrammet framgår att den avkastning en investerare får kan delas upp i vad som kan kallas för en tidspremie (den riskfria räntan), som man också kan tänka sig som alternativkostnaden för att avstå ifrån konsumtion idag till förmån för konsumtion i morgon, och en riskpremie.

Sharpe (op.cit.) utgår från denna traditionella modell och förutsätter att fri konkurrens råder samt att alla investerare har samma tidshorisont, men anser inte den totala risken (hela riskpremien) vara den relevanta bestämningsfaktorn för ett investeringsobjekts pris; genom diversifiering kan ju en del av totalrisken absorberas. Med Markowitz' studie som utgångspunkt förutsätts att beslutsfattaren, sedan denne gjort antaganden om utfallens sannolikhetsfördelning, kan bedöma investeringens lämplighet på basis av endast två parametrar: fördelningens förväntade värde och standardavvikelse, eller i nyttotermer

$$(2.2) \quad U = f(E_w, \sigma_w)$$

Där E_w = förväntat framtida välstånd (wealth)

σ_w = standardavvikelsen

Investeraren förutsätts föredra ett större välstånd framför ett mindre. Vidare förutsätts han välja en investering med liten standardavvikelse framför en investering med stor sådan för en given nivå på förväntat framtida välstånd. Hans nyttofunktion förutsätts dessutom vara konvex mot origo, dvs hans gränsnytta är avtagande.

Om individen har beslutat att investera ett belopp W_i , kan investeringens räntabilitet (R) uttryckas

$$(2.3) \quad R = \frac{W_t - W_i}{W_i}$$

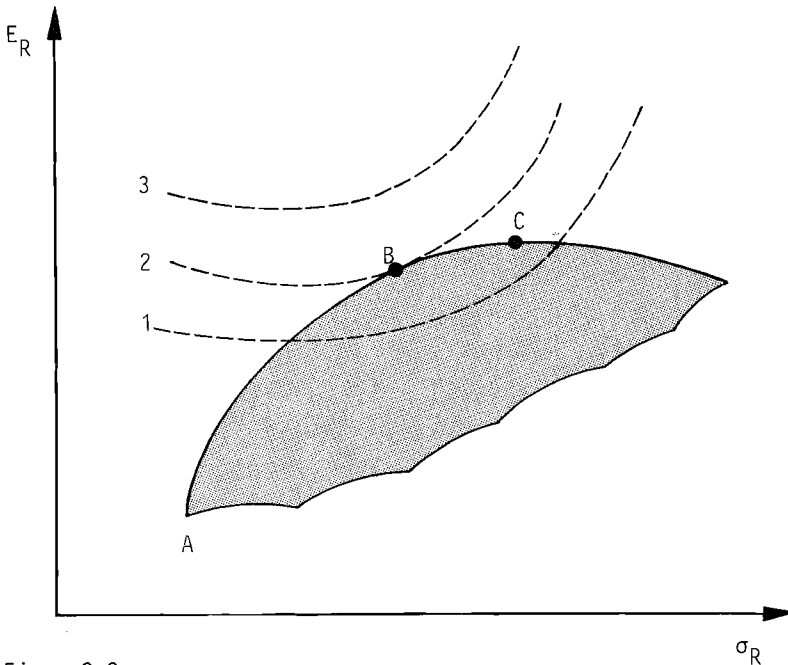
där W_t = välstånd vid investeringsperiodens slut; detta ger $W_t = RW_i + W_i$.

Nyttn kan då uttryckas i räntabilitetstermer

$$(2.4) \quad U = g(E_R, \sigma_R)$$

då välståndet vid investeringsperiodens slut är avhängigt av investeringens räntabilitet.

En investerare förutsätts välja bland tillgängliga alternativ det, som maximerar hans nytta, eller i diagramform



Figur 2.3 Investeringsbeslut med nyttomaximering

Alla tillgängliga investeringsalternativ tänks representerade av det skuggade området. Investeraren väljer det alternativ som når den högst liggande indifferenskurvan, vilken alltså representerar graden av hans riskaversion, genom att sammanbinda punkter, kombinationer av E_R och σ_R , som investeraren bedömer som likvärdiga. Kurvan 2 representerar en högre nyttonivå än 1, kurvan 3 en högre nivå än 2 osv.

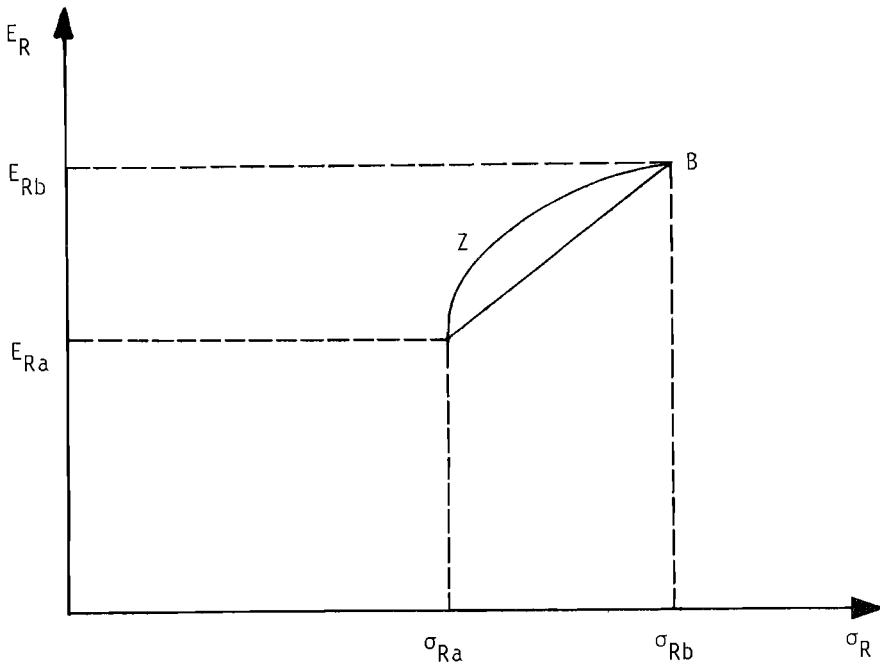
Av alla tillgängliga alternativ är endast vissa effektiva, dvs inget annat investeringsalternativ har a) samma E_R och lägre σ_R b) samma σ_R och högre E_R c) högre E_R och lägre σ_R . De effektiva alternativen kommer således samtliga att ligga på det skuggade områdets övre gräns mellan punkterna A och C. Varje punkt till höger om C domineras av en punkt till vänster om C med lägre risk på given avkastningsnivå och varje punkt under gränsen domineras av en punkt på densamma. Kurvan AC utgör den effektiva gränsen (jfr Markowitz ovan) och kallas även investment opportunity curve. Det alternativ som investeraren väljer representeras av den punkt (B), där hans högsta indifferenskurva tangerar den effektiva gränsen.

Utseendet på den effektiva gränsen kan förklaras med utgångspunkt från två tänka investeringar, A och B, som är enskilda objekt eller en kombination av sådana. Om en del (α) av investerarens tillgångar placeras i A och resten ($1 - \alpha$) i B, blir den förväntade räntabiliteten för de bägge investeringarna tillsammans

$$(2.5) \quad E_{RC} = \alpha E_{Ra} + (1 - \alpha) E_{Rb}$$

och standardavvikelsen

$$(2.6) \quad \sigma_{RC} = \sqrt{\alpha^2 \sigma_{Ra}^2 + (1 - \alpha)^2 \sigma_{Rb}^2 + 2\alpha(1 - \alpha)\sigma_{Ra}\sigma_{Rb}}$$



Figur 2.4 Den effektiva gränsens utseende

Om r_{ab} (korrelationskoefficienten) i formeln för standardavvikelse ovan är +1, dvs perfekt positiv korrelation föreligger, kommer alla tänkbara kombinationer av investeringsalternativ A och B att ligga på den räta linjen AB i diagrammet. Z visar det fall då $r_{ab} = 0$. Negativ korrelation ger en alltmör U-formad kurva. Vi bortser från extremfallet ($r_{ab} = -1$) dels för att det ger paradoxala resultat, dels för att det svårligen går att tänka sig en praktisk sådan situation.

För att belysa betydelsen av ett riskfritt investeringsobjekt låter vi P vara ett sådant. Dess risk (σ_{Rp}) är lika med noll och dess räntabilitet (E_{Rp}) är lika med den riskfria räntan. Om en investerare placerar en del (α) av sina tillgångar i P, detta kan ske genom att han lånar ut pengar till den riskfria räntan, och resten ($1 - \alpha$) i en osäker investering A, blir den förväntade räntabiliteten

$$(2.7) \quad E_{Rc} = \alpha E_{Rp} + (1 - \alpha) E_{Ra}$$

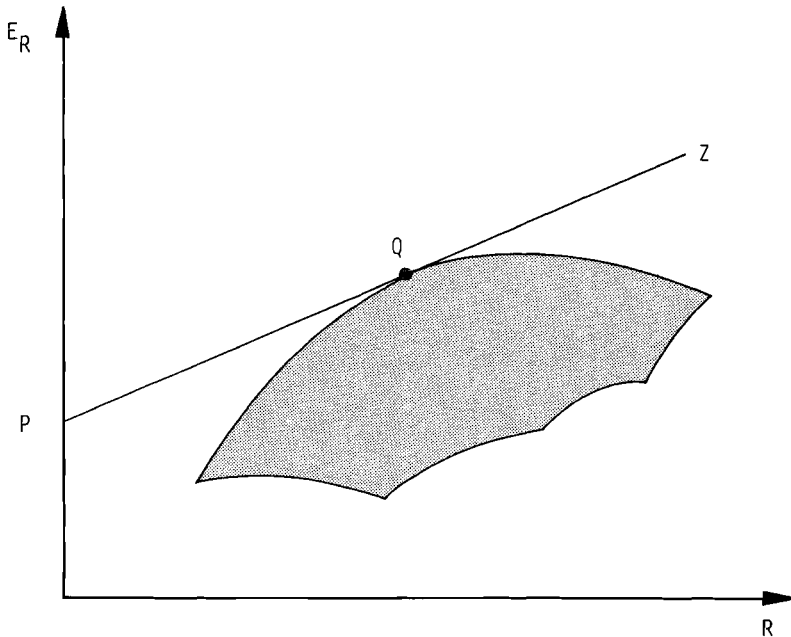
och standardavvikelsen

$$(2.8) \quad \sigma_{Rc} = \sqrt{\alpha^2 \sigma_{Rp}^2 + (1 - \alpha)^2 \sigma_{Ra}^2 + 2r_{pa} \alpha(1 - \alpha) \sigma_{Rp} \sigma_{Ra}}$$

Då σ_{Rp} , risken i alternativ P, emellertid är lika med noll kan detta skrivas som

$$(2.9) \quad \sigma_{Rc} = (1 - \alpha) \sigma_{Ra}$$

och därmed kommer, grafiskt sett, alla kombinationer av osäkra och riskfria investeringar att ha E_R - och σ_R -värden som ligger på en rät linje. Den optimala investeringen i mängden riskbärande alternativ i diagrammet nedan representeras av den punkt (Q) där den rätta linjen från den riskfria investeringen (P), dvs interceptet på E_R -axeln, tangerar den effektiva gränsen.



Figur 2.5 Optimal investering med riskfritt investeringsalternativ

Förutsatt att utlåning fritt kan ske till den riskfria räntan blir nu den effektiva gränsen den rätta linjen PQ och den rationelle investeraren väljer den kombination av riskbärande och riskfria investeringar, där hans högsta indifferenskurva tangerar denna linje. Alla punkter på den ursprungliga effektiva gränsen, dvs investment opportunity curve (se figur 2.3) domineras av en kombination av riskbärande och riskfria investeringar.

Om vi vidare förutsätter att investeraren fritt kan låna pengar till den riskfria räntan och investerar dessa i alternativ Q, kommer den effektiva gränsen att bli den räta linjen PQZ. Vår investerare kommer, om han har stor riskaversion, att hitta sin optimala investeringsstrategi inom intervallet PQ, medan han vid liten riskaversion kommer att välja ett alternativ inom intervallet QZ, dvs låna pengar för att investera i Q. Detta motsvarar, i redovisningstermer, att den senare ökar sin skuldsättningsgrad, uttryckt som skulder i förhållande till eget kapital ($\frac{S}{E}$), eller med ett populärt uttryck individens/företagets "leverage".

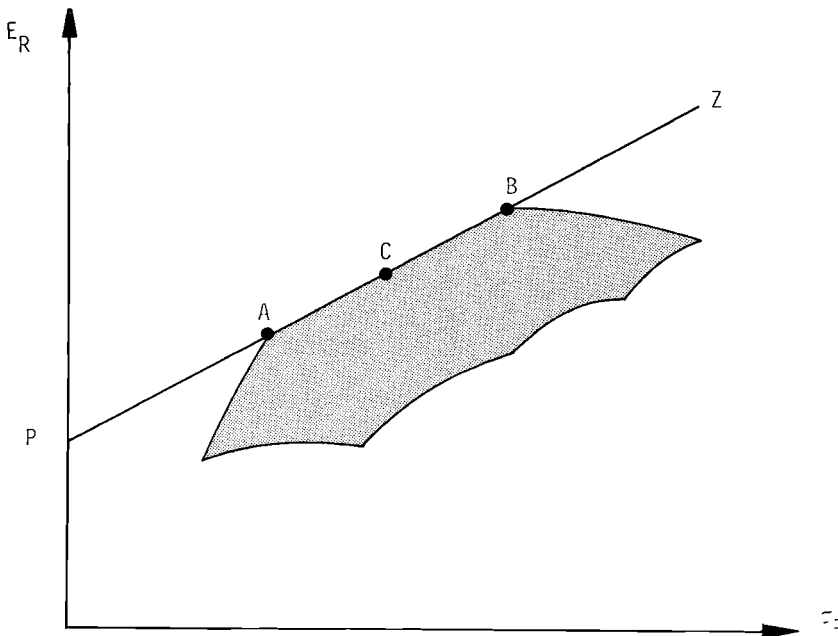
Så här långt har analysen legat på individnivå. Vi för nu upp analysen på marknadsnivå och inför då två ytterligare förutsättningar: 1) en riskfri ränta existerar, till vilken alla kan låna eller är villiga att låna ut (om detta skulle vara lämpligt); 2) alla investerare har identiska förväntningar om räntabilitet, standardavvikelser och korrelationskoefficienter.

Den statiska marknadsbilden, med givna priser, blir då den ovan beskrivna, där investerare med olika riskattityd kommer att välja olika kombinationer av riskfria/riskbärande investeringar beroende på var deras högsta indifferenskurvor tangerar den effektiva gränsen, dvs den räta linjen PQZ. Naturligtvis kan man även tänka sig investerare som varken lånar eller lånar ut pengar, utan som istället väljer att investera sitt ursprungliga investeringskapital i dess helhet i alternativet Q.

Om vi lämnar den statiska marknadsbilden och tillåter priserna att röra sig fritt, blir situationen en annan. Genom att endast investeringsobjekt ingående i Q, som i sig alltså kan omfatta mer än ett objekt, efterfrågas, kommer priset på dessa att stiga och den förväntade räntabiliteten att sjunka. På så sätt kommer kombinationer som innehåller något objekt nu ingående i Q att bli mindre fördelaktiga. Samtidigt faller priset på objekt som inte ingår i Q och kombinationer innehållande dessa blir följaktligen mer fördelaktiga.

Den ursprungliga investment opportunity curve kommer efterhand att bli alltmer linjär och priserna anpassar sig till dess varje objekt ingår i åtminstone en kombination på capital market line, PZ i diagrammet nedan. I detta visas jämviktsläget.

Det finns nu två sätt att nå en given punkt på linjen PZ mellan A och B. Exempelvis kan punkt A nås såväl genom att individen investerar enbart i alternativet A som genom att han lånar ut pengar till den riskfria räntan och investerar resterande del av kapitalet i alternativ C. Övriga delar av PZ, utanför intervallet AB, kan nås endast genom att investeraren lånar eller lånar ut pengar till den riskfria räntan och dessutom investerar i exempelvis C eller något annat alternativ på capital market line inom intervallet AB. Här finns nu alltså inget optimalt enskilt investeringsalternativ.



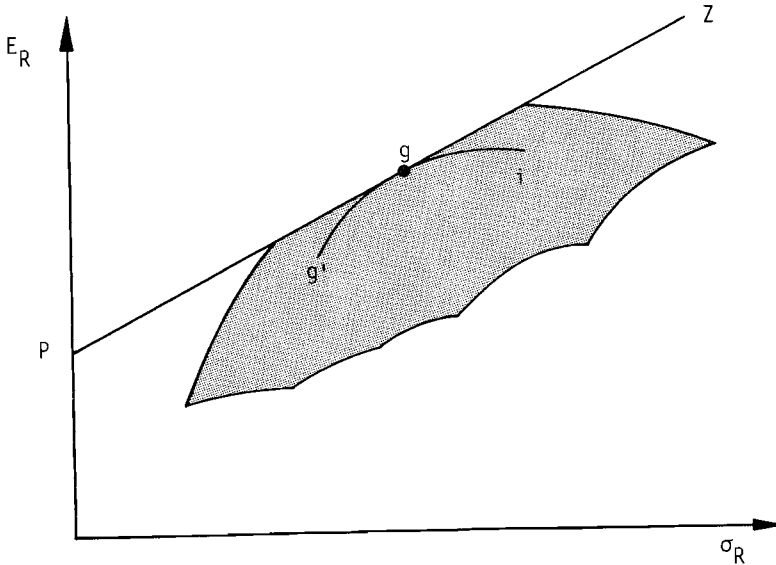
Figur 2.6 Den effektiva gränsens utseende i ett jämviktsläge sedan investeringsobjektens priser tillåtit röra sig fritt

Alla kombinationer som ligger på PZ är effektiva, varför alla investerare inte nödvändigtvis behöver investera i samma kombination. Samtidigt är alla sådana kombinationer sinsemellan perfekt positivt korrelerade, då de ligger på en linjär gräns i E_R/σ_R -planet.

I detta förhållande hittade Sharpe (op.cit.) nyckeln till förhållandet mellan capital asset prices och olika typer av risk.

E_R - och σ_R -värden för enskilda investeringsobjekt ligger under capital market line, då odiversifierade investeringar inte är effektiva. Detta skall närmare behandlas nedan. Värdepunkterna kan ligga spridda utan något bestämt förhållande mellan förväntat värde (E_R) och totalrisk (σ_R).

Däremot finns, som vi skall visa, ett sådant förhållande mellan förväntat värde och systematisk risk.



Figur 2.7 Capital market line och enskilda investeringsobjekt

Kurvan igg' visar alla värden som kan nås genom en kombination av en enskild capital asset (i) och en effektiv kombination (g), i vilken i ingår. Detta medför att en kombination, där proportionen $i = 0$, har ett negativt värde för g, då i alltid ingår i den effektiva kombinationen g. Detta fall representeras av g'. Kurvan tangerar capital market line i punkten g, som utgör den effektiva kombinationen av i och g. Förhållandet gäller i en jämviktssituation för alla sådana kurvor.

Detta gör det möjligt att visa förhållandet mellan förväntad räntabilitet för objekt ingående i kombinationen g och skilda riskelement, som ingår i totalrisken.

Sharpe visar detta i en fotnot (op.cit., s 438, fotnot 22), som har kommit att visa sig vara kärnan i hans studie.

Standardavvikelsen för en kombination av g och i är

$$(2.10) \quad \sigma = \sqrt{\alpha^2 \sigma_{Ri}^2 + (1 - \alpha)^2 \sigma_{Rg}^2 + 2\alpha(1 - \alpha) \sigma_{Ri} \sigma_{Rg} r_{ig}}$$

om vi förutsätter att α investeras i objektet i och resten $(1 - \alpha)$ i kombinationen g.

Om $\alpha = 0$ får vi

$$(2.11) \quad \frac{d\sigma}{d\alpha} = -\frac{1}{\sigma} (\sigma_{Rg}^2 - r_{ig} \sigma_{Ri} \sigma_{Rg})$$

men eftersom $\sigma = \sigma_{Rg}$ om $\alpha = 0$, får vi

$$(2.12) \quad \frac{d\sigma}{d\alpha} = -(\sigma_{Rg} - r_{ig} \sigma_{Ri})$$

Kombinationens förväntade räntabilitet är

$$(2.13) \quad E_R = \alpha E_{Ri} + (1 - \alpha) E_{Rg}$$

och för alla värden på α

$$(2.14) \quad \frac{dE}{d\alpha} = -(E_{Rg} - E_{Ri})$$

Om $\alpha = 0$ får vi

$$(2.15) \quad \frac{d\sigma}{dE} = \frac{\sigma_{Rg} - r_{ig} \sigma_{Ri}}{E_{Rg} - E_{Ri}}$$

Om ekvationen för capital market line är

$$(2.16) \quad \sigma_R = s(E_R - P),$$

där P = den riskfria räntan,

får vi, eftersom igg' tangerar capital market line när $\alpha = 0$ och det förväntade värdet (E_{Rg}) och standardavvikelsen (σ_{Rg}) ligger på denna linje;

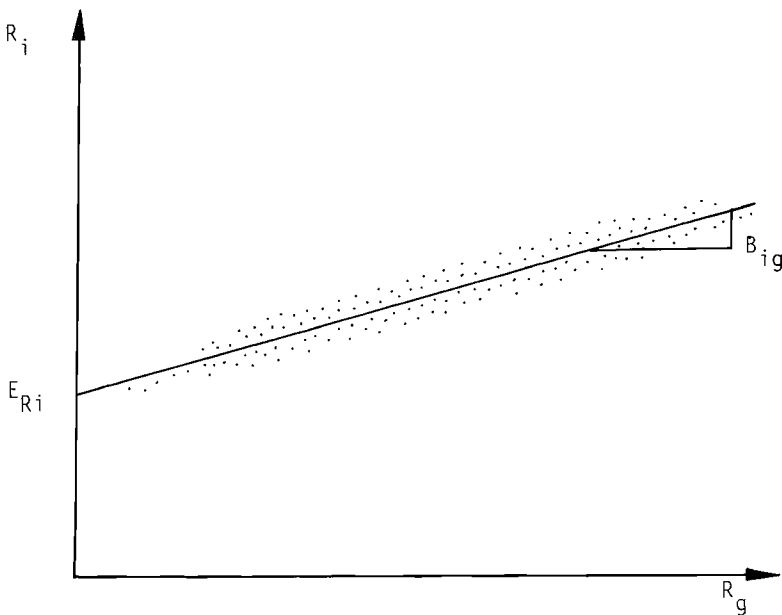
$$(2.17) \quad \frac{\sigma_{Rg} - r_{ig} \sigma_{Ri}}{E_{Rg} - E_{Ri}} = \frac{\sigma_{Rg}}{E_{Rg} - P}$$

eller

$$(2.18) \quad \frac{r_{ig} \sigma_{Ri}}{\sigma_{Rg}} = -\left(\frac{P}{E_{Rg} - P}\right) + \left(\frac{1}{E_{Rg} - P}\right) E_{Ri}$$

Detta senare ger uttryck för den systematiska risken för objektet i vid en samtidig investering i alternativen i och g , eller annorlunda uttryckt investeringens betavärde (β_{ig}), och kan sägas ha lagt grunden för den tidigare omnämnda "Beta-revolutionen".

Förhållandet kan visas grafiskt genom att avkastningen (ex post) på det enskilda investeringsobjektet (i) och på kombinationen (g) plottas som i diagrammet nedan. Modellen brukar benämnas diagonalmodellen (se Sharpe, 1963).

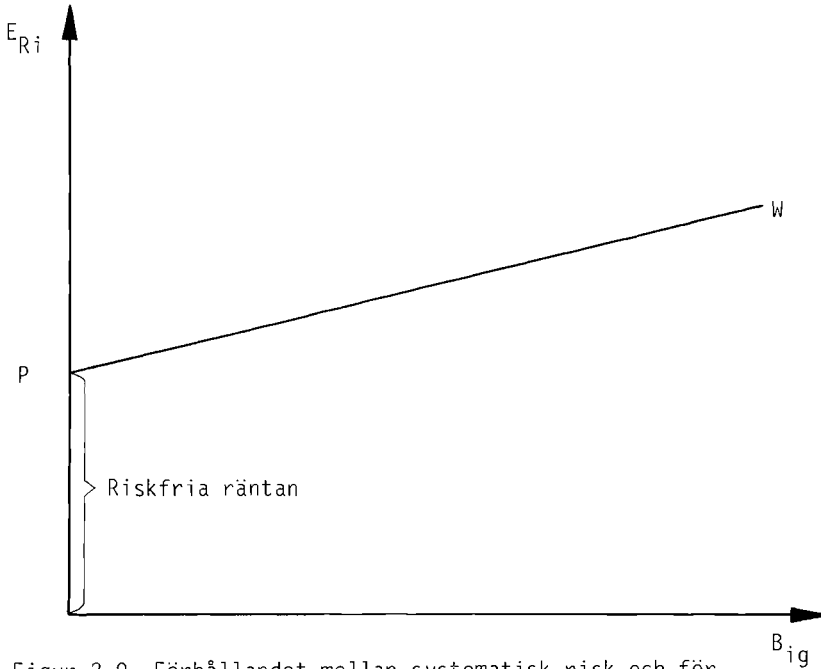


Figur 2.8 Regressionslinje utvisande ett investeringsobjekts systematiska risk

Spridningen i R_i -observationer runt medelvärdet, som approximerar E_{Ri} , visar den totala risken (σ_{Ri}) för objektet i . En del av denna risk kan emellertid tillskrivas förhållandet mellan avkastningen på i och avkastningen på kombinationen g , dvs R_i 's känslighet för förändringar i R_g . Detta förhållande visas av lutningen på regressionslinjen (B_{ig}), som uttrycker den systematiska risken. Ceteris paribus kan förhållandet mellan R_i och R_g användas i en ex ante-modell för att förutsäga B_{ig} , förändringar i R_i vid förändringar i R_g . Med given förväntad risk i R_g kan så det systematiska elementet av den förväntade totalrisken för varje enskilt investeringsobjekt bestämmas.

I och med detta kan vi visa det tidigare beskrivna förhållandet, att kurvor som igg' i figur 2.7 i jämviktsläget alltid tangerar capital market line, i form av nedanstående diagram, som visar förhållandet mellan den systema-

tiska risken och förväntad avkastning. Alla objekt som ingår i den effektiva kombinationen g måste ha prognosticerade värden på B_{ig} och E_{Ri} som ligger på den räta linjen PW.



Figur 2.9 Förhållandet mellan systematisk risk och förväntad avkastning i jämviktsläget

Korrelationskoefficienten (r_{ig}) =

$$(2.19) \quad = \frac{\sqrt{B_{ig}^2 \sigma_{Rg}^2}}{\sigma_{Ri}^2} = \frac{B_{ig} \sigma_{Rg}}{\sigma_{Ri}}$$

$$(2.20) \quad \Rightarrow B_{ig} = \frac{r_{ig} \sigma_{Ri}}{\sigma_{Rg}}$$

vilket innebär att B_{ig} är lika med objektet i:s betavärde (β_{ig}) i Sharpes tidigare omnämnda fotnot 22. Därav följer att

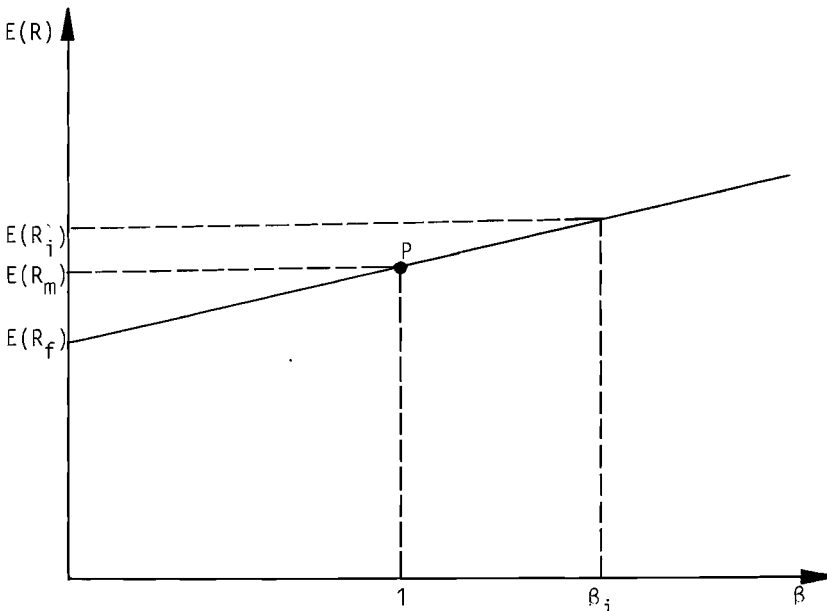
$$(2.21) \quad B_{ig} = -\left(\frac{P}{E_{Rg} - P}\right) + \left(\frac{1}{E_{Rg} - P}\right) E_{Ri}$$

Marknadspriserna (capital asset prices) anpassar sig efterhand så att investeringsobjekt, vars avkastning påverkas starkt av förändringar i R_g , kommer att ha högre förväntad avkastning än de objekt, som inte påverkas lika starkt.

Som tidigare nämnts är alla effektiva kombinationer sinsemellan perfekt positivt korrelerade, varför vilken sådan kombination som helst kan utgöra beräkningsbas vid bestämmandet av den systematiska risken för ett givet investeringsobjekt. Alternativt kan beräkningsbasen utgöras av en annan variabel, perfekt positivt korrelerad med avkastningen på en effektiv kombination. En tänkbar sådan variabel är någon typ av konjunkturmått; för aktiemarknaden exempelvis ett marknadsindex.

De tidigare nämnda studierna av Lintner (1965) och Mossin (1966), som med skilda angreppssätt når fram till samma resultat som Sharpe (1964), kommer inte att närmare behandlas. Sambandet mellan dessa modeller belyses bl a av Fama (1968) och på ett ingående sätt av Stone (1970).

Vi har nu en begränsad modell med två investeringsalternativ eller kombinationer, vilken beskriver hur dessa värderas på en kapitalmarknad, där den systematiska risken alltså är ensamt styrande för marknadens värdering. För att få en generell modell ersätter vi nu B_{ig} i figur 2.9 med β , då vi ovan visat att de är identiska, och relaterar den förväntade avkastningen $E(R)$ på en valfri investering till marknadsportföljen, i vilken detta investeringsalternativ ingår. Vi får då följande diagram, där notationerna är de allmänt vedertagna:



Figur 2.10 Capital Asset Pricing-modellen

Punkten P på capital market line representerar marknadsportföljen med förväntad avkastning $E(R_m)$ och $\beta = 1$. För marknadsportföljen gäller alltid att $\beta = 1$, då den ju är perfekt korrelerad med sig själv och dessutom är perfekt diversifierad. Objektet eller kombinationen i har i diagrammet högre förväntad avkastning än marknadsportföljen, men samtidigt större systematisk risk. Detta senare kan tolkas så, att i är konjunktur känsligare än marknadsportföljen. Lägre betavärden än 1 innebär följaktligen en lägre grad av konjunktur känslighet. R_f är den riskfria räntan.

Den generella modellen som vi nu nått fram till är CAPM, enligt vilken investeringsbeslut fattas på basis av två parametrar; förväntad avkastning $E(R)$ och systematisk risk (β). Modellen kan skrivas

$$(2.22) \quad E(R_i) = E(R_f) + \beta_i [E(R_m) - E(R_f)]$$

$[E(R_m) - E(R_f)]$ är marknadsens riskpremium och $\beta_i[E(R_m) - E(R_f)]$ är objektets riskpremium. Genom att till den riskfria räntan lägga objektets riskpremium kan man bestämma den avkastning som krävs för att köpa objektets förväntade framtida betalningsströmmar. Med denna avkastning känd, kan objektets pris fastställas som nuvärdet av de framtida betalningsströmmarna diskonterade med den förväntade, riskjusterade avkastningen.

Från Sharpes (1964) studie vet vi att

$$(2.23) \quad \beta_{ig} = \frac{r_{ig} \sigma_{Ri}}{\sigma_{Rg}^2}$$

Detta kan skrivas

$$(2.24) \quad \beta_{ig} = \frac{\text{cov}(R_i, R_g)}{\sigma_{Rg}^2}$$

eller i generella termer

$$(2.25) \quad \beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma_{Rm}^2}$$

dvs den systematiska risken för objekt i är lika med kovariansen (cov) mellan avkastningen på objektet i och avkastningen på marknadsportföljen dividerad med marknadsportföljens varians.

Vi vet vidare, fortfarande i generella termer och med våra nya noteringar, att

$$(2.26) \quad \beta_i = \frac{R_f}{E(R_m) - R_f} + \left(\frac{1}{E(R_m) - R_f} \right) E(R_i)$$

$E(R_i)$ kan då formuleras på tre olika sätt

$$(2.27) \quad E(R_i) - R_f = \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$$(2.28) \quad E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$$(2.29) \quad E(R_i) = R_f(1 - \beta_i) + \beta_i E(R_m)$$

Den andra av dessa tre ekvationer är densamma som ovan använts för att beskriva CAPM med den skillnaden att den riskfria räntan där uttrycks i förväntade värden $[E(R_f)]$ (se 2.22).

Som tidigare nämnts har CAPM stått i centrum för den finasteoretiska och -empiriska forskningen sedan mitten av 1960-talet. Några av de viktigaste forskningsinriktningarna kommer att behandlas här i avsikt att belysa egenskaper hos och praktiska tillämpningar för modellen.

Först bör det dock påpekas att CAPM leder oss in i en tvåparametervärld av förledande enkelhet, ordning och rationalitet. Verkligheten är naturligtvis inte sådan och detta är en av anledningarna till att vi närmare granskar vissa förutsättningar för och egenskaper hos modellen samt praktiska tillämpningar för densamma. Utgångspunkten är, som inledningsvis nämndes, att modellens verkliga praktiska värde ligger i att den kan tjäna som en utmärkt föreställningsram i investeringssituationer. Exempelvis kan en företagsledning hjälpas att se företaget som en portfölj av investeringar och genom rationella investeringsbeslut sträva efter att skapa maximalt välbefinnande för aktieägarna, vars aktier ses som "financial claims" på företaget, genom att maximera företagets marknadsvärde (Salter, Weinhold, 1979). En annan anledning för företagsledningen att fatta rationella beslut är givetvis att marknadsvärdets utveckling, dvs aktiekursutvecklingen, på en effektiv marknad kan ses som ett mått på hur väl företagsledningen sköter sina åligganden.

Det förhållandet att modellen främst ses som en lämplig föreställningsram innebär dock inte att den saknar praktisk användbarhet. Den kan användas och används i många sammanhang.

Modellens förutsättningar

Bakom CAPM ligger ett antal explicita och implicita förutsättningar, utvecklade från den tidiga kapitalmarknadsteorin via de första mean-variance-ansatserna och fram till den här beskrivna modellen, som naturligtvis i sig inteskall ses som en färdig produkt, utan vilken ständigt utvecklas.

Bland dessa förutsättningar kan nämnas

- 1) Modellen är enperiodig. Alla investerare har därmed samma tidshorisont
- 2) Alla investerare kan bilda sig en uppfattning om och har identiska förväntningar om aktuella parametrar
- 3) Marginalnyttan av risktagande avtar efter en viss punkt
- 4) Det finns ett riskfritt investeringsalternativ
- 5) Portföljvalet sker enligt mean-variance-metoden
- 6) Samma ränta (R_f) gäller för in- och utlåning och några kapitalrestriktioner finns inte
- 7) Fri konkurrens råder. Det existerar ett marknadspris som "clears the market"
- 8) All information är fri och lättillgänglig
- 9) Investerarna har inga preferenser vad gäller uppdelningen av framtida betalningsströmmar. Utdelning, ränta och realisationsvinst är likvärdiga
- 10) Inga transaktionskostnader
- 11) Inga skatter
- 12) Ingen inflation

Tester

För att modellen skall ha något praktiskt tillämpningsvärde måste den med viss precision kunna förutsäga hur portföljer av riskbärande investeringsobjekt kommer att utvecklas i framtiden. Ett stort antal studier har ge-

nomförts för att undersöka modellens förklaringsvärde. Vissa av dessa har släppt en eller flera av de bakomliggande förutsättningarna. Studierna har nästan uteslutande rört aktiemarknaden, då man där har tillgång till dagliga data för alla noterade aktier långt tillbaka i tiden och i och med detta har underlag för beräkning av varje objekts - akties - systematiska risk.

Ett grundläggande problem vid test av CAPM är att en jämförelse måste ske mellan en ex ante-modell (CAPM) och en ex post-modell, som alltså beskriver det verkliga utfallet. En del av förklaringen till en observerad avvikelse mellan förväntat och verkligt utfall kan vara brister i ex post-modellen. Vidare är CAPM en modell för effektiva investeringsalternativ, vilket innebär att de saknar osystematisk risk; den är ju bortdiversifierad. Enskilda aktier har i verkligheten även denna typ av risk och inte bara systematisk sådan.

Mot denna bakgrund har bl a följande enkla ex post-modell använts för test av CAPM.

$$(2.30) \quad \tilde{R}_i = E(\tilde{R}_i) + \beta_i \tilde{\delta} + \tilde{\epsilon}_i$$

Modellen beskriver hur ett objekts avkastning ($\tilde{R}$) genereras. $\tilde{\delta}$ och $\tilde{\epsilon}_i$ är oberoende slumpmässiga variabler med förväntat värde = 0 och finit varians. β_i är en konstant och = CAPM:s β_i .

Friend, Blume (1970) fann i ett tidigt test CAPM:s förklaringsvärde vara lågt, men författarna påpekar att den använda modellen för att generera avkastning, dvs (2.30), kan tänkas vara av alltför enkel konstruktion.

Black, Jensen, Scholes (1972) har använt följande ex post-modell

$$(2.31) \quad \tilde{R}_i = E(\tilde{R}_i) + \tilde{\delta}_1 + \beta_i (\tilde{\delta}_2 - \tilde{\delta}_1) + \tilde{\epsilon}_i$$

med två faktorer ($\tilde{\delta}_1$ och $\tilde{\delta}_2$) gemensamma för alla investeringsobjekt. Studien visar att CAPM, beskriven som

$$(2.32) \quad E(R_i) = E(R_0) + \beta_i [E(R_m) - E(R_0)]$$

väl förklarar observerad avkastning på New York Stock Exchange (NYSE). $E(R_0)$ är den förväntade avkastningen på en portfölj som är okorrelerad med marknadsportföljen, en s k "zero-beta portfolio".

Med användande av samma ex post-modell (2.31) kommer dock Blume och Friend (1973) till det resultatet, att CAPM inte kan förklara avkastningen på alla investeringsobjekt på NYSE, framför allt inte vad gäller riskfria eller i det närmaste riskfria objekt.

Friend och Blume (1970) liksom Miller och Scholes (1972) visar att portföljer med hög risk har sämre avkastning än den som CAPM förutsäger, medan portföljer med låg risk har högre avkastning än den förväntade. Black, Jensen, Scholes (op.cit.) kommer till liknande resultat. Även om CAPM väl förutsäger observerad avkastning tenderar den att överskatta avkastningen på portföljer med hög risk. Blume och Friend (1974) visar att detta gäller även på lång sikt. Deras studie omfattar perioden 1928-1968 och avser NYSE.

Man bör dock alltid ha i minnet att resultaten av tester av CAPM som ovan visats är till del avhängiga av den ex post-modell som använts för att beskriva hur avkastningen på ett investeringsobjekt genereras.

Effekten av lättnader i förutsättningarna för CAPM har under 1970-talet undersökts i ett mycket stort antal studier. Sammanfattningsvis kan, mycket grovt, sägas att resultatet av dessa studier är att samtliga förutsättningar med undantag för den tredje, som säger att marginalnyttan av risktagande avtar efter en viss punkt, helt eller delvis kan tas bort utan att detta förändrar de generella slutsatser om en kapitalmarknad som kan dras på basis av modellen (se exempelvis Salter, Weinhold, 1979, s 99 ff).

Många av dessa studier har koncentrerat sig på en förutsättning. Turnbull (1977) undersöker däremot hur skilda in- och utlåningsräntor, skatter, osäker inflation och investeringsobjekt för vilka något marknadspris inte existerar, samtidigt påverkar CAPM. Slutsatsen blir att förhållandet mellan risk och avkastning i jämviktsläget, efter dessa lättnader i förutsättningarna, fortfarande är detsamma som i Sharpe, Lintner, Mossins modell. Genom att inflation existerar, krävs dock en andra riskvariabel för att beskriva strukturen på avkastningen.

Nyttofunktioner. Förväntad avkastning

Redan Markowitz (op.cit.) visade att en kvadratisk nyttofunktion krävs för att en mean-variance-modell skall kunna rangordna investeringsalternativ. Detta gäller även om den förväntade avkastningen för varje objekt är normalfördelad (Baron, 1977). Funktionen kan exempelvis vara

$$(2.33) \quad U(R) = 2R - R^2$$

Om vi förutsätter att investerarens nyttofunktion kan beskrivas av en kvadratisk sådan, behöver inte alternativens avkastning nödvändigtvis vara normalfördelad för att hans optimala portfölj skall vara effektiv (Fama, Miller, 1972, s 256). Denna fördelnings brister blev efterhand uppenbara i empiriska undersökningar, där det observerades att fördelningarna hade "fetare svansar" än normalfördelningen (se bl a Mandelbrot, 1963). Fama (1965) visade att en "symmetric-stable" fördelning bättre beskrev verkligheten och Blattberg, Gonedes (1974) fann vid en direkt jämförelse att en Student-, dvs en t-fördelning hade ett än högre förklaringsvärde än normalfördelningen för de 30 aktierna i Dow-Jones Industrial Average för perioden 1957-1962.

Riskmått

En ofta kritiserad aspekt hos CAPM är att den bygger på historiska data om samvariationen mellan ett givet investeringsalternativ och den marknadsportfölj i vilken alternativet ingår. Denna samvariation extrapoleras sedan, uttryckt i ett betavärde, in i framtiden.

Det har dock visats att det extrapolerade värdet väl förutsäger framtida betavärden på kort sikt (Salter, Weinhold, op.cit., s 91 f). Detta kan förklaras med att de flesta investeringsobjekts riskprofil förändras mycket långsamt över tiden. På längre sikt fluktuerar däremot betavärdena. Blume

(1971) och (1975) visar att dessa tenderar att närma sig marknadens betavärde, dvs 1. Företag med extremt hög eller extremt låg risk visar alltså en tendens att förlora denna riskprofil över tiden.

Förklaringarna till detta kan vara många. En anledning till betavärdenas "regressionstendenser" kan ses om man delar upp ett företags systematiska risk, dvs beta, i två komponenter: 1) den risk som är förknippad med innevarande periods betalningsströmmar (cash flow) och 2) den risk som är förknippad med framtida betalningsströmmar. Dessa senare kan sammanfattas i ett pris, ett nuvärde, vid innevarande periods slut. Förutsättningen för detta resonemang är, att investeringsobjektets, företagets avkastning kan uttryckas i dessa betalningsströmmar.

Vi förutsätter att så är fallet och ser först på den riskkomponent som kan hänföras till den innevarande perioden. Då betalningsströmmarna under denna period är givna till såväl tid som storlek, sett vid varje given tidpunkt, är den systematiska risken helt enkelt samvariationen mellan dessa betalningsströmmar och marknadens totala betalningsströmmar, vanligtvis uttryckta i ett konjunkturmått.

Den riskkomponent som är förknippad med framtida perioders betalningsströmmar har däremot inte ett bestämt, oföränderligt värde. Företagets framtida cash flow har en tidshorisont som varierar, har tillväxtmöjligheter och dess förväntade omfattning påverkas av förändringar i investerarnas förväntningar. Dessa tre komponenter, kallade "cash flow life", "cash flow growth" och "elasticities of expectation" (Salter, Weinhold, op.cit.), påverkar värderingen av den systematiska risken och därmed indirekt kapitaltillväxtdelen i värderingen av företagets aktier. Myers, Turnbull (1977) visar hur beta-värdet förhåller sig till dessa tre komponenter och tillägger, att fördelningen av betalningsströmmar över tiden, "the pattern of expected cash flows", självfallet också påverkar detta värde.

De observerade fluktuationerna i betavärden skulle då sammanfattningsvis kunna förklaras av strukturella och andra förändringar i företagets framtida cash flow och förändringar i den vid varje given tidpunkt innevarande periodens cash flow.

Ett stort antal studier har visat att det finns ett samband mellan den systematiska risken i ett företags aktier och riskfaktorer i själva företaget. Det förefaller dock oklart vilka faktorer som är av betydelse och hur faktorerna lämpligen skall definieras. Betydande måtfel torde förekomma. Hamada (1972) och Boness, Chen, Jatusipitak (1974) visar att den finansiella strukturen starkt påverkar betavärdet, men är oeniga om huruvida skuldsättningsgraden har någon direkt effekt. Logue, Merville (1972) undersöker 9 finansiella variabler och finner att endast tillgångarnas avkastning, tillgångarnas storlek och skuldsättningsgrad har ett signifikant samband med betavärdet. Thompson (1977) finner i en undersökning av 290 företag tre huvudsakliga riskfaktorer, nämligen vinst, utdelning och vinstmultiplikatorn. Dessa faktorer samvarierar alltså med marknaden.

Myers, Turnbull (op.cit.) kommer till det resultatet att den systematiska risken i ett företags aktier är större än den systematiska risken på företagets reelltillgångar (tangible assets). Det existerar då alltså ett betavärde för företaget som helhet och ett betavärde för företagets reelltillgångar. Övriga tillgångar (intangible assets) ses här som optioner på att köpa ytterligare reelltillgångar i framtiden. En options systematiska risk är i de allra flesta fall större än risken på det objekt den avser (se bl a Black, Scholes, 1973, s 645) och härav följer att risken på reelltillgångar i de allra flesta fall är lägre än företaget som helhet.

Ytterligare ett par aspekter av CAPM:s riskmått skall här behandlas. Den första gäller den systematiska riskens förklaringsvärde för enskilda aktier. Det har empiriskt visats att betavärdet förklarar 30-50 % av en enskild akties observerade avkastning. Resterande 50-70 % förklaras då av den företagsspecifika, dvs osystematiska, risken. Om investeraren däremot diversifierar sitt innehav genom att skapa en portfölj om 8 aktier, stiger förklaringsvärdet till ca 70 % och vid en portföljstorlek på 16 aktier förklaras över 80 % av den observerade avkastningen (Salter, Weinhold, op.cit., s 102).

Detta leder osökt in på den andra återstående aspekten av CAPM:s riskmått, nämligen riskreduktion och portföljstorlek: Evans, Archer (1968) var en av de första och den stilbildande studien inom detta område. I en simu-

leringsansats mättes portföljens risk som standardavvikelsen på dess avkastning. Elton, Gruber (1977) använder en statistisk modellansats och definierar risk dels som standardavvikelsen, dels som sannolikheten för att avkastningens medeltal avviker från medeltalet för marknadsportföljen. Detta medför större risk för varje portföljstorlek. I motsats till föregående studier, där den allra största delen av riskreduktion hade ägt rum vid en portföljstorlek på 10 till 20 aktier visar nu Elton och Gruber att en portfölj om 15 aktier har 32 % mer risk än en portfölj om 100 aktier. Den totala risken för 10 aktier är 156 % av den minimala risken. Utgår vi från denna senare ger 28 aktier 20 % högre, 60 aktier 10 % högre och 110 aktier 5 % högre risk. För en portföljförvaltare torde dessa siffror vara intressanta, då det tycks vara lönsamt, uttryckt i risk-reduceringstermer, att öka portföljstorleken utöver de ca 15 aktier som vanligtvis förutsätts reducera risken till en acceptabel nivå. Mot detta måste naturligtvis ställas ökade hanterings- och transaktionskostnader.

Flerperiodiga modeller

Som tidigare nämnts är den ursprungliga CAPM enperiodig. Vi har också nämnt att denna förutsättning kan tas bort utan att de slutsatser man kan dra av modellen blir ogiltiga. En del av de ovan refererade studierna är implicit flerperiodiga. De problem som uppstår vid övergång från en enperiodig till en flerperiodig modell väcker frågan om CAPM:s lämplighet i ett längre, kontinuerligt eller diskret, tidsperspektiv. Hakansson (1971) behandlar problemet och visar på en alternativ mean-variance-modell med tilltalande egenskaper. Mossin (1968), i en generell ansats, och Fama, Miller (1972, kap. 8) ger en god bakgrund till de svårigheter som är förknippade med flerperiodiga modeller.

Indexmodeller

De praktiska svårigheterna att beräkna betavärden för samtliga par av investeringsalternativ enligt vår tidigare redogörelse för CAPM kan, om marknadsportföljen är stor, vara i det närmaste oöverstigligen. På en marknad med N alternativ måste $(N^2 - N)/2$ korrelationskoefficienter beräknas. Om vi förutsätter att det finns 150 investeringsalternativ på marknaden,

innebär detta att 11 175 korrelationskoefficienter måste räknas fram. För att komma tillrätta med detta praktiska problem kan man istället, på en aktiemarknad, beskriva samvariationen mellan varje aktie och ett eller flera index för marknaden (se exempelvis Cohen, Pogue, 1967). Detta gör problemet praktiskt hanterbart och har även haft stor betydelse för tester av CAPM. Alla sådana använder sig av någon typ av indexmodell för marknaden, varför mätfel mycket väl kan förekomma (Roll, 1977). Detta är en av anledningarna till intresset för en alternativ modell, den s k arbitrage-modellen (se Ross, 1976 och 1978), som till skillnad från CAPM inte är beroende av ett marknadsindex.

Effektiv marknad

Detta mycket betydelsefulla begrepp, som under senare år ägnats mycket stor uppmärksamhet i finansteoretiska publikationer, kommer inte att närmare behandlas här, då det avser förhållandet mellan information och prisbildning och därmed ligger vid sidan av denna studie. Ämnet behandlas översiktligt av bl a Fama (1970 och 1976) och vad avser det alltid aktuella området "insider trading" av Jaffe (1974).

Alternativa modeller

Ett par alternativa modeller har ovan berörts. Brister i överensstämmelsen mellan CAPM och den ex post observerade verkligheten har påskyndat tillskapandet av och resursallokering till dessa och andra alternativa modeller. En sådan är "growth-optimum-modellen" (se Roll, 1973) i vilken den rationelle investeraren förväntas välja den portfölj som har den högsta förväntade värdetillväxten. Detta leder då till att han maximerar sannolikheten för att uppnå en given välståndsnivå inom en given tidsperiod. En annan alternativ modell eller snarare familj av sådana är beteendemodeller för risktagande, som i en översikt behandlas av Libby, Fishburn (1977). Ett intressant resultat av denna studie är, att man ser varians i avkastning som ett sämre mått på risk än mått som har att göra med misslyckandet att nå en given avkastningsnivå. Man ser det därför som nödvändigt att införa någon typ av sådant mått i investeringsbeslutsmodellen, exempelvis i form av en "ruinous loss constraint".

Praktisk tillämpning

CAPM har länge använts som ett instrument vid bedömning av investeringar i värdepapper, främst aktier. På sådana marknader världen över är betavärde eller systematisk risk vardagsvara.

När det gäller andra kapitalmarknader finns större praktiska problem när det gäller tillämpningen av modellen och dess riskmått. Historiska data kan vara svåra att få tag i eller så finns inte något lämpligt marknadsindex för att lätt kunna beräkna betavärden. Trots praktiska svårigheter av denna typ får CAPM en allt större spridning inte bara som föreställningsram, vilket vi ovan poängterat, utan även som direkt hjälpmedel vid investeringsbeslut.

Även på andra områden inom företag och organisationer har CAPM börjat användas. Kapitalkostnadsberäkningar är ett sådant exempel (se Mullins, Jr., 1982). Ett annat område är investeringar i realtillgångar, där betavärden för enskilda divisioner och projekt kan tjäna som "hurdle rates" istället för eller i samverkan med den traditionella vägda genomsnittliga kapitalkostnaden (Weston, 1973). Företagsförvärv är ännu ett område, där CAPM kan användas och används (Mullins, Jr., op.cit.).

3. Företagsköp – en föreställningsram

3.1 CAPM OCH FÖRETAGSKÖP

I föregående kapitel behandlades en modell för investeringsbeslut under osäkerhet. Det betonades att modellen, Capital Asset Pricing-modellen eller CAPM, främst skulle ses som en föreställningsram i investerings-situationer och inte så mycket som ett praktiskt tillämpbart instrument vid val mellan alternativa investeringar. En anledning till detta är att den typ av investering som här studeras, företagsköp, normalt inte är en del av en väletablerad kapitalmarknad av den typ som förutsätts i CAPM. Detta konstaterande gäller Sverige; i USA är situationen en annan med ett flertal aktiemarknader dels av börstyp, dels av OTC-typ (over the counter). De allra flesta svenska företag är inte börsnoterade och OTC-marknaden är av liten omfattning. Detta medför att några historiska data om samvariation mellan ett givet investeringsalternativ och marknad helt enkelt inte existerar och att betavärden därför inte går att beräkna på det sätt som gäller för börsnoterade företag. Detta har alltså sin grund i att dels prisnoteringar, dels marknadsportfölj saknas.

3.2 ALLMÄNT OM FÖRETAGSKÖP

3.2.1 Intressentgrupper

Vid en företagsöverlåtelse finns fler intressentgrupper än ägarna till de två företagen. Vi förutsätter här och fortsättningsvis att köparen är ett företag och inte en privatperson. Mycket har skrivits om den balansgång mellan olika sådana gruppers legitima, och ibland kanske mindre legitima, intressen som företagande innebär. Ett motiv för att i första hand se problemet ur ägarnas synvinkel är att det, så länge företaget måste finansiera sin tillväxt genom externa källor, krävs att företagsledningen maximerar ägarnyttan genom att maximera företagets marknadsvärde.

Vad vi kallat ägarna är inte någon homogen grupp. Bland dessa kan finnas innehavare av skilda typer av värdepapper som företagen gett ut och som representerar alternativa anspråk på företaget. Stamaktier, preferensaktier, obligationer och konvertibla skuldebrev är några exempel på sådana ägaranspråk. Detta innebär att det kan finnas grupper med olika intressen inom intressentgruppen ägare. Vid en överlåtelse är ju dessutom två företags ägargrupper involverade. Undergrupperna i det köpande företaget har att bevaka dels att köpet verkligen innebär ett värdetillskott, dels att ingen grupp eller undergrupp i köpeavtalet gynnas på någon annans bekostnad. Vid en överlåtelse med apportemission, där alltså köpeskillingen eller del av denna betalas med aktier i det köpade bolaget, kan det exempelvis uppstå en utspädningseffekt på dettas vinst per aktie, s k dilution, varvid de ursprungliga ägarnas position försämrats. Ägarna av det uppköpta bolaget tillvaratar sina intressen bl a genom att bevaka att överlåtelserna även för dem innebär ett värdetillskott, varvid skatteaspekterna ofta har stor betydelse.

Inom företagen har de anställda sina speciella intressen att bevaka vid en företagsöverlåtelse. Lagen om medbestämmande (MBL) gäller inte för själva aktieöverlåtelserna medan företagsledningen däremot har den sedvanliga informationsskyldigheten. Sysselsättningen är, trots trygghetslagen, en fråga som ofta oroar individen i samband med främst fusioner, men även oro för interna omorganisationer och därigenom ändrade arbetsuppgifter tycks vara vanligt förekommande. För facket är sysselsättnings-effekterna ett centralt problem liksom, vid nedskärningar, den turordning som skall gälla.

Företagsledningarna i de två bolagen kan, utom i undantagsfall, sägas tillvarata sina intressen genom att verka för att köpet kommer till stånd. Tänkbara motiv för detta kommer att behandlas nedan. Det är ett välkänt faktum att företagsledningens makt över företaget tenderar att öka med dettas storlek. En intressant fråga är om ledningen i stora företag i en expansionsfas verkligen tillvaratar ägarnas intressen genom rationella investeringsbeslut, vilket vi förutsatt, eller om den i första hand värnar om sina egna intressen och därmed fattar mindre rationella beslut.

Intressentgrupper utom företagen innefattar staten, i vars intresse det ligger att köpet inte innebär någon konkurrensbegränsning. Andra exempel kan vara olika typer av stöd för att underlätta köp av företag i områden dit man vill styra och bevara industriell eller annan verksamhet.

Samhällsorgan på det lokala planet har av naturliga skäl den lokala sysselsättningen och det lokala skatteunderlaget varmt om hjärtat. Vi ser ofta exempel på fall, där kommunala instanser har invändningar att göra mot köp av lokala företag och där man misstänker att avsikten med förvärvet är att lägga ned eller åtminstone genomföra nedskärningar i verksamheten.

Övriga utomstående intressenter omfattar kunder, leverantörer, konkurrenter och banker eller andra kreditgivare. En viktig fråga för dessa senare är hur företagsköpet påverkar kreditvärdigheten för de bägge företagen.

3.2.2 Klassificering och terminologi

Företagsköp kan definieras och indelas på många olika sätt. Någon detaljerad genomgång av alla de sätt, på vilka företagsköp genom åren klassificerats, kommer här inte att göras, då värdet av en sådan genomgång i detta sammanhang bedöms som litet. En diskussion om terminologi kommer dock att genomföras och en enkel indelning av olika typer av företagsköp att göras.

Processen kan ses ur köparens synvinkel och vi har då begreppen företagsköp eller -förvärv. Dessa uttryck används här synonymt, men då det första är kortare föredras det i de allra flesta fall. "Köp" kan dock i vissa situationer ha negativa konnotationer och uppfattas stötande, främst då av säljare, men för det mesta tycks inte ordet upplevas som värdeladdat.

Ur säljarens synvinkel kan vi se begreppen företagsförsäljning och -avyttring, för vilka samma invändning som ovan gäller. "Försäljning" kan i vissa situationer upplevas värdeladdat.

Ett uttryck som inte är lika partsrelaterat som de ovanstående är företagsöverlåtelse som, trots att det härledningsmässigt är säljaranknutet, har kommit att beteckna hela processen för de inblandade parterna. Överlåtelseprocessen är det begrepp vi kommer att använda för det skeende som inleds i och med att köparen börjar tänka på alternativet extern expansion eller säljaren börjar tänka på att sälja och som upphör i och med att företagen lyckligen integrerats i den utsträckning som avsetts.

Med ett perspektiv utifrån kan man tala om företagssamgående eller -samman-slagning, men dessa begrepp är luddiga, då de implicerar att de två inblandade företagen går upp i varandra. Detta behöver inte vara fallet. Ett företagsköp kan resultera i antingen en fusion eller i att det köpta företaget blir ett fristående dotterbolag till köparen. Dessutom används ibland begreppet samgående för att beteckna att samarbetsavtal ingåtts mellan företag (se Hultqvist, 1969, s 519).

Vi talar här och i fortsättningen om "rena" överlåtelse av aktiebolag och går inte in på problem vid överlåtelse av andra associationsformer. Inte heller behandlar vi explicit köp av delar av bolag eller bolags "inkräm".

En speciell typ av företagsköp som vi känner från främst den amerikanska marknaden, men som på senare tid även förekommit i Sverige vid något enstaka tillfälle och med synnerligen blandat resultat, är takeovers. Vid en sådan läggs ett bud på företagets aktier i syfte att få kontrollen över företaget. Ett försök till övertagande som sker med företagsledningens goda minne kallas "friendly" och ett försök som sker mot ledningens vilja kallas följaktligen "unfriendly". Detta är den definition på takeover som används i denna studie. Andra definitioner är i bruk; bl a används ordet som ett sammanfattande begrepp för alla typer av förvärv, dvs vad vi här kallar företagsköp.

Under 1960-talet men även senare förekom i USA ett stort antal s k tender offers, där det köpande företaget gick ut med ett offentligt bud, vanligtvis ca 15 % högre än börskursen, på en kontrollpost i ett annat företag i syfte att göra ett övertagande, en "friendly" eller "unfriendly" takeover (se Freund, 1975). Budet var tidsbestämt, avsåg bara ett visst antal aktier och kunde dras tillbaka om något skulle inträffa som negativt påverkade det tänkta köpet (Guardino, 1973).

Den indelning eller klassificering av företagsköp som här skall göras, bygger i första hand på Ansoff (1965) och Rumelt (1974). Utgångspunkten är den bransch eller snarare det produktområde som företaget är verksamt i. Vi kan då urskilja två huvudtyper av företagsköp; relaterade och orelaterade. Den första gruppen kan uppdelas i vertikal och horisontell integration, som beskriver var i den kommersiella strukturen det köpta företaget befinner sig i förhållande till köparen. Till den senare gruppen

hänför vi konglomerata köp. Synergieffekter förväntas främst i de relaterade företagsköpen, i första hand vid horisontell integration, som av naturliga skäl är de som vanligtvis fusioneras. En hybridtyp mellan relaterade och orelaterade köp utgör de koncentriska. Bland dessa kan främst två grupper urskiljas: företag med samma kunder som köparen men annan teknologi och företag med andra kunder men samma teknologi som köparen. Ett intressant alternativ till denna traditionella uppdelning ges i Howell (1970), som försöker närma sig det språkbruk som råder i näringslivet där man, enligt författaren, inte talar om exempelvis horisontell integration utan i stället ser på de funktioner i företaget som främst berörs.

3.2.3 Motiv för företagsköp

Motiven för ett företag att växa externt genom företagsköp kan vara många och varierande, ofta företags- eller situationsspecifika. Risken finns att de öppna, uttalade motiven (se exempelvis Kitching, 1973; Webb, 1974; Majaro, 1981) åtminstone till del är efterhandskonstruktioner för att rättfärdiga köp som gjorts på mindre rationella grunder (Levinson, 1973).

Vi har ovan berört, att målet för en företagsledning är att maximera företagets marknadsvärde. Detta är naturligtvis bara en del av målbilden, men det måste vara en styrande del av denna bild om företagsledningens handlande skall kunna kallas rationellt sett på lång sikt. Marknadsvärdet kan maximeras på två sätt enligt vårt tidigare resonemang i CAPM-termer:

1) Genom att de förväntade framtida betalningsströmmarna (cash flow) ökar eller att 2) den systematiska risken minskar.

Det primära, grundläggande motivet, eller målet om man så vill, för ett företagsköp måste då alltid vara finansiellt, nämligen att skapa ett värde-tillskott, på kort eller lång sikt, genom ett rationellt investeringsbeslut. Rockwell (1968) uttrycker detta på följande sätt:

"A study of successful mergers shows there is only one valid all-encompassing objective for making an acquisition: to produce increased earnings for the stockholders of both companies. All lesser goals, my experience indicates, should be set with this one master objective in mind."

De sekundära motiven, som också kan ses som förvärvsanledningar eller medel att nå det primära målet med företagsköpet, kan exempelvis vara att

- a) växa för att kunna utnyttja stordriftsfördelar eller synergier
- b) nå en större marknadsandel
- c) eliminera konkurrens - vilket dock implicerar ett statistiskt synsätt
- d) "köpa tid" - när företaget går in på en ny marknad
- e) bättre utnyttja befintlig kapacitet, både i reelltillgångar och vad avser mänskliga resurser
- f) nå ökad kreditvärdighet.

Detta senare exempel kan vara ett resultat av snabb intern tillväxt med åtföljande ansträngd likviditet. Köp av ett mycket solitt företag kan då vara ett sätt att öka kreditvärdigheten hos banker och andra kreditgivare.

De dolda, outsagda motiven är ofta rent känslomässiga (Levinson, op.cit.). Ett växande företag kan ge företagsledningen allt större prestige, allt större ekonomiska fördelar, allt större makt och självständighet, allt starkare ställning. Levinson nämner rädsla och obsolens som exempel på dolda förvärvsmotiv. Rädsla kan resultera i att företaget växer enbart för att inte slukas av ett annat företag (i en takeover) eller i att företagsledningen grips av "auktionshysteri" i kamp om ett begärligt företag och därmed bortser från de finansiella realiteterna. Obsolesens, där företaget stelnat i sina former och sitt beteende, kan leda till köp av "nytt blod" via ett företagsköp. Vad Webb (op.cit.) kallat "golf course acquisitions", dvs tillfällighetsförvärv på sociala grunder, är ett exempel på irrationellt handlande med dolda motiv.

Vår beskrivning av motiv för företagsköp sammanfattas väl av den styrelseordförande i ett köpande företag, som i Kitching (1973, s 29) uttalar sig på följande sätt:

"If we are frank, we'll recognize how complex acquisition motives are. First, there are the good reasons. For example, a desire to diversify. Then there are the real reasons. For example, to prevent a competitor acquiring a company which one is keen on oneself. Then there are the true reasons, such as personal ambition, or the desire to do a competitor down."

3.2.4 Samband med aktiemarknaden

De börsnoterade företagens nära beroende av aktiemarknaden har tidigare något berörts. Denna sekundära kapitalmarknads betygssättning av och förväntningar på företagen, uttryckta i den aktuella börskursen, är bl a gränssättande för deras möjligheter att agera på den primära kapitalmarknaden, dvs att skaffa kapital.

För att belysa sambandet mellan företag och aktiemarknad skall vi närmare granska den våg av konglomerata köp som ägde rum i USA främst under 1950- och 1960-talen. Mycket stora konglomerat växte snabbt upp, blev börsens kelgrisar med till synes obegränsade tillväxtmöjligheter, men idag har de flesta överlevande en betydligt blygsammare tillvaro. Ett exempel på detta kan vara LTV (Ling-Temco-Vought).

En viktig anledning till detta konglomeratens uppgång och fall är att många av dem utnyttjade aktiemarknaden till att redovisa fiktiv tillväxt. I utgångsläget krävdes då ett företag eller företagsgrupp, vars framtidsutsikter marknaden bedömde som goda och vars aktier följaktligen betingade ett högt pris i relation till företagets redovisade vinst per aktie, uttryckt i ett högt P/E-tal (Price/Earnings ratio), en hög vinstmultipel. Företaget genomförde sedan en aggressiv förvärvsstrategi i de mest skiftande branscher, såväl relaterade som orelaterade. Intressanta uppköpsobjekt var, om vi renodlar beteendet, endast lönsamma företag med lägre P/E-tal. Köpet betalades med aktier och beräkningsbasen var företagens respektive marknadsvärden. Vi kan tänka oss följande exempel:

	<u>Företag A</u>	<u>Företag B</u>
Årsvinst	1 miljon	1 miljon
Antal aktier	100 000	100 000
Vinst per aktie	10:-	10:-
P/E-tal	20	10
Marknadsvärde	20 miljoner	10 miljoner

Om A köper B genom att emittera aktier i relation till företagens marknadsvärden, dvs 2/1, kommer A att se ut på följande sätt efter köpet:

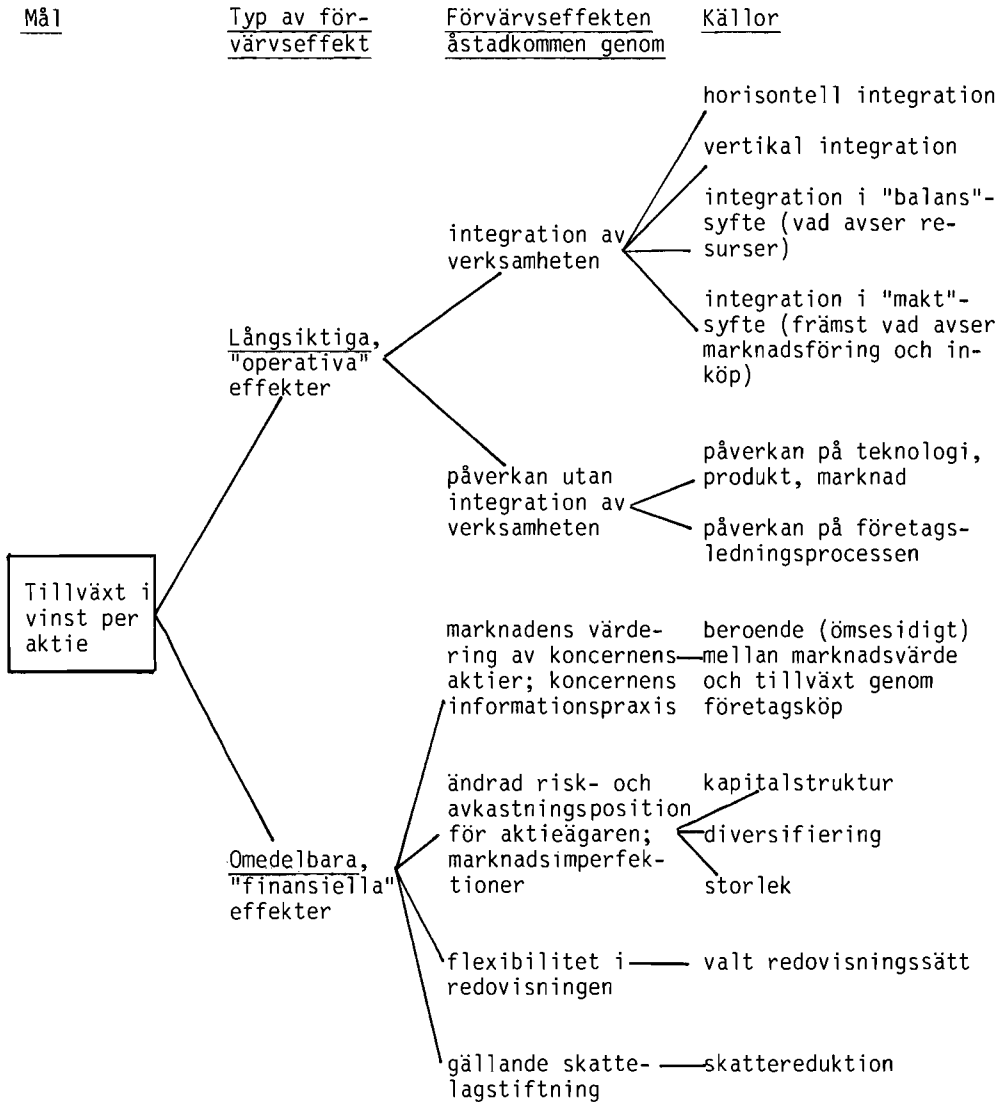
Årsvinst	2 miljoner
Antal aktier	150 000
Vinst per aktie	13:33
Marknadsvärde	40 miljoner

Företaget A, det aggressiva konglomeratet, kan då som ett direkt resultat av köpet av B visa upp en vinst per aktie som är en tredjedel högre än före köpet och därmed, med oförändrat P/E-tal, ett marknadsvärde som är lika mycket högre. Annorlunda uttryckt har företaget B:s marknadsvärde fördubblats som ett resultat av att det förvärvats av A.

För varje köp av företag med lägre P/E-tal steg så konglomeratets redovisade vinst per aktie. Denna snabba tillväxt översatte marknaden i ett allt högre P/E-tal, vilket tillät konglomeratet att göra ännu fler företagsköp och på detta sätt snurrade karusellen vidare. Så småningom, men uppenbarligen först i slutet av 1960-talet, fick dock marknaden upp ögonen för vad som höll på att ske och P/E-talet sjönk efterhand.

De aggressiva konglomeratens samspel med och utnyttjande av aktiemarknaden får ses som ett undantagsfall, men det belyser väl hur det enskilda, börsnoterade företaget påverkas av marknaden förväntningar och förtroende eller brist på förtroende, när det väljer att växa genom företagsköp. Lynch (1971, s 5) visar detta i ett illustrativt schema, där marknaden värdering av aktier ingår som en av de faktorer som påverkar tillväxten i vinst per aktie vid företagsköp:

(Lynch skiljer mellan långsiktiga "operativa" effekter av företagsköp, som i sig är värdeskapande, och mer eller mindre suspekta "finansiella" effekter, exempelvis det ovan beskrivna utnyttjandet av imperfektioner i aktiemarknaden, som inte i sig är värdeskapande utan endast värdeomfördelande. Parallellt kan här dras med företeelsen kedjebrev, där den potentiella avkastningen bestäms av vid vilken tidpunkt deltagarna kommer in i processen.)



Figur 3.1 Faktorer som påverkar tillväxten i vinst per aktie vid företagsköp

Källa: Lynch (1971, s 5)

3.2.5 Misslyckade företagsköp - och lyckade

Risken för att företagsköpet misslyckas är, som inledningsvis behandlats, stor. Detta förhållande, tillsammans med det faktum att ett företagsförvärv vanligtvis är den största enskilda uppgift en företagsledning ställs inför och som dessutom kan vara avgörande för den fortsatta karriären för åtminstone vissa av de inblandade, talar starkt för att problemet bör angripas på ett rationellt sätt.

Kitchings (op.cit.) studie av multinationella företags köp i Europa 1965-70 visar hur några kritiska, strategiska val kan påverka utfallet av företagsköpet:

	<u>Lyckade köp</u>	<u>Misslyckade köp</u>
1. <u>Grad av diversifiering</u>		
Horisontell integration	59 %	20 %
Vertikal integration	53 %	37 %
Konglomerata förvärv	35 %	35 %
Samma kunder, ny teknologi	44 %	39 %
Nya kunder, samma teknologi	36 %	50 %

Tabell 3.1 Grad av diversifiering och utfall av företagsköpet

	<u>Lyckade köp</u>	<u>Misslyckade köp</u>
2. <u>Val av land (att köpa i)</u>		
De fyra stora länderna (England, Frankrike, Tyskland, Italien)	52-60 %	19-33 %
Spanien	27 %	27 %
Holland	63 %	25 %
Belgien	33 %	17 %
(För de mindre länderna är urvalet litet; 11, 9 respektive 7 företag)		

Tabell 3.2 Val av land att köpa företag i och utfall av förvärvet

3. Val av bransch

Valet av bransch bedömdes ha stor betydelse för utfallet. Resultaten redovisas inte här, då urvalet i många branscher var litet. Mätningen skedde genom betygssättning på en skala från -500 till +500. Nämnas kan dock att tobaks- och oljeindustrierna låg i absolut topp (+500) medan exempelvis mekanisk verkstadsindustri gavs det genomsnittliga betyget på +67.

	<u>Lyckade köp</u>	<u>Misslyckade köp</u>
4. <u>Det köpta företagets lönsamhet (före skatt)</u>		
Hög (20 % -)	67 %	17 %
Medel (5 - 20 %)	60 %	20 %
Låg (- 5 %)	35 %	39 %

Tabell 3.3 Förvärvsobjektets lönsamhet och utfall av företagsköpet

	<u>Lyckade köp</u>	<u>Misslyckade köp</u>
5. <u>Det köpta företagets marknadsandel</u>		
- 1	43 %	35 %
1 - 5	42 %	35 %
5 - 10	58 %	18 %
10 - 25	61 %	20 %
25 - 50	70 %	18 %
50 -	73 %	3 %

Tabell 3.4 Det köpta företagets marknadsandel och utfall av köpet

	<u>Lyckade köp</u>	<u>Misslyckade köp</u>
6. Det köpta företags storlek (Försäljning i % av det köpande företags)		
- 1	49 %	31 %
1 - 5	54 %	29 %
5 - 10	55 %	16 %
10 - 25	55 %	10 %
25 - 50	80 %	10 %
50 -	73 %	13 %

Tabell 3.5 Det köpta företags storlek och utfall av företagsköpet

(Det bör påpekas att en tredje kategori, nämligen "Not worth doing" inte har tagits med i denna redovisning, då den inte ses som ett uttryck för ett rent misslyckande. Den svarar annars för skillnaden mellan redovisade siffror och 100 % och kan, om man så vill, hänföras till kategorin misslyckade köp.)

Resultaten skall inte kommenteras i detalj. Intressant är dock att notera, att köp av ett företag med en marknadsandel på minst 50 % eller med en storlek av minst 25 % av det köpande bolaget tycks "garantera" att köpet i tre fall av fyra blir framgångsrikt.

Levinson (op.cit.) för fram hypotesen att ett stort antal misslyckanden är psykologiskt betingade. Hans inställning kan belysas med några citat.

"Caught up in all the hoopla and glamor that have characterized the great merger spree in recent years, business executives have been preoccupied with the strategies, tactics, and techniques of acquiring, merging, and selling. Yet, frequently the really crucial factor, people, has been superficially dealt with. Nowhere is this shallowness more evident than in those mergers that have been outright mistakes ending with destructive consequences for both parties. Such failures have usually been attributed to rational, technical problems."

"Such condescending attitudes on the part of the acquiring organization lead to efforts at manipulation and control that, in turn, produce disillusionment, disappointment, and a feeling of desertion by the smaller company. Loss of morale, personnel and profits soon follow."

"I have observed organizations, even as long as 20 years after a merger, in which there was still residual anger at being taken over."

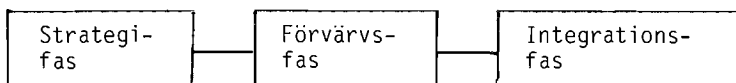
"A hard-nosed, no-nonsense, high-pressure sales organization will have a difficult time assimilating one that depends heavily on service and customer consideration. This is one of the critical points at which a clash is likely to arise."

Detta sista citat aktualiserar frågan om företagskulturens betydelse vid företagsköp och i första hand då vid fusioner. Detta problem kommer att tas upp i samband med att överlåtelseprocessens integrationsfas behandlas.

3.3 ÖVERLÅTELSEPROCESSEN

Överlåtelseprocessen är det skeende som inleds i och med att köparen börjar tänka på företagsköp som ett alternativ för företagets tillväxt. Det andra alternativet är intern expansion; tillväxt i den befintliga organisationen. Ur säljarens synvinkel inleds processen i och med att han, oavsett om han är ägare eller ej, av någon anledning börjar överväga att sälja sitt företag. Överlåtelseprocessen avslutas i och med att företagen på ett för båda parter tillfredsställande sätt integrerats i avsedd utsträckning i ett intervall som sträcker sig, beroende på det köpande företagets målsättning, från full fusion till inlemmandet av det köpta företaget som ett fristående koncernbolag.

I överlåtelseprocessen kan urskiljas tre distinkta faser (se bl a Lindgren, 1982 för en liknande uppdelning), som vi här uppkallar efter de dominerande arbetsuppgifterna i respektive fas.



Figur 3.2 Överlåtelseprocessens tre faser

De olika fasernas placering visar det huvudsakliga inbördes tidsförhållandet. Överlappning kan förekomma exempelvis i form av att återföring, feed-back, från förvärvsfasen tvingar fram nya strategiska överväganden.

I den första fasen fattas de strategiska, styrande besluten mot bakgrund av företagets samlade målbild. Dessa beslut omsätts sedan till operationella mått och riktlinjer för den kommande verksamheten; delmålen operationaliseras.

I de två återstående faserna fattas de taktiska och tekniska beslut, som krävs för att genomföra företagsköpet enligt de riktlinjer och inom de ramar som dragits upp i strategifasen.

Empiriska data pekar på att företagsledaren, företagets "chief executive officer" (CEO), undantagslöst deltar i arbetet i strategifasen. Däremot förefaller hans personliga involvering vara mer sällsynt i faserna 2 och 3. Vi kommer i denna studie att peka på vikten av att företagsledaren personligen engagerar sig i förvärvsfasen. Empiriska undersökningar visar att exempelvis sannolikheten för att överhuvudtaget komma till avslut med ett för köparen attraktivt företag starkt påverkas av att företagsledaren personligen engagerar sig i kontakterna med säljaren.

Mace, Montgomery (1962, s 75) redovisar följande erfarenheter:

"We found that in every company in which there was a successful acquisition program, the chief operating executive was personally involved. There were no exceptions."

Överlåtelseprocessen och dess komponenter redovisas här deskriptivt och delvis normativt som bakgrund till och jämförelsenorm vid den efterföljande behandlingen av företagsköp med utfallsförbehåll. Framställningen syftar till att belysa i första hand köparens rationella beteende i olika delar av överlåtelseprocessen. Alla aspekter kommer naturligtvis inte att kunna tas upp, utan målsättningen är att peka på kritiska faktorer i den ofta långdragna och besvärliga process som en företagsöverlåtelse innebär. Av denna anledning kommer inte exempelvis detaljbeskrivningar av tekniker i överlåtelsearbetet att göras.

Vikten av ett rationellt beteende i överlåtelseprocessen belyses av Ansoff et.al. (1971, s 99), från vilken undersökning följande två citat är hämtade:

"Note that in each case (with the notable exception of price/earnings ratio) the change in performance for the 'planners' is larger than that for the rest of the sample, and additionally, that its variance of change is, in all but one case, less than that for the 'planners'."

"The systematic planning, search, and evaluation approach not only produced better results on the average, but also produced more predictable results. This should be welcomed information to all firms that are looking toward acquisitions as a means of growth but desire a minimal degree of risk."

3.3.1 Strategifasen

Utgångspunkten för vår diskussion om strategifasen är Kitchings (1973, s 14) uttalande att de strategiska besluten till 2/3 är bestämmande för om företagsköpet skall lyckas eller misslyckas. Kitching kommer till detta resultat i sin uppmärksammade empiriska studie trots att han, som tidigare nämnts, före undersökningen var av den uppfattningen att "managers of change" var de som till största delen bestämde utfallet (se Kitching, 1967).

I föregående kapitel redovisades ett antal strategiska faktorer som påverkar sannolikheten för att företagsköp skall lyckas; vilket land man valt (vid internationell expansion), vilken bransch, vilken lönsamhet det valda företaget kunde uppvisa, hur stor marknadsandel det hade och slutligen det köpta företags storlek (i relation till köparen). Dessa föreföll vara kritiska faktorer.

Beslut av denna typ föregås i ett företag som uppvisar ett rationellt beteende av:

1. Beslut om expansion. Detta kan vara situationsspecifikt eller ett led i en långsiktig strategi för företagets utveckling i enlighet med de mål som uppställts för företagets verksamhet. Den strategimodell som kommer att presenteras nedan, kan vara ett exempel på hjälpmedel vid beslutsfattandet. Intresset fokuseras på det egna företags plats i och samspel med en föränderlig omgivning.

2. Beslut om extern expansion. Valet står mellan intern och extern expansion. Styrande för detta val är ofta en produkt/marknadsanalys av typ som vi återkommer till nedan. Interna faktorer, exempelvis mänskliga resurser eller "capabilities" påverkar naturligtvis också beslutet.
3. Tillsättande av arbetsgrupp eller annan organisatorisk form för den externa expansionen. Gruppen dimensioneras efter förväntad arbetsbelastning och kan, förutom av den direkt ansvarige, bestå av utredningspersonal, förhandlingsbiträdande personal och, vid fusion, kanske även av den integrationsansvarige.

Som en fjärde punkt kommer så behandlingen av de strategiska frågorna in. Expansionens mål, ofta situationsspecifika, ställs upp och operationaliseras, dvs översätts i kvantitativa termer. Ett svårt problem är ofta den balansgång mellan hänsyn till ekonomiska, administrativa, psykologiska och andra faktorer som en ingående analys tvingar fram. Ett med vårt synsätt rationellt handlande kräver dock att de strategiska, ekonomiska aspekterna prioriteras framför exempelvis administrativa och organisatoriska. Därmed inte sagt att dessa övriga faktorer är betydelselösa. Mace, Montgomery (1962, s 86) sammanfattar arbetet i denna fas på följande sätt:

"Effective planning for growth through acquisition, then, consists essentially of establishing the company objectives, defining meaningful criteria, and assuring the personal involvement of the president."

Om vi beskriver strategifasen i Capital Asset Pricing-modellens (CAPM) termer, är det i denna fas som företagets nyttofunktion uttrycks; den funktion som sedan, teoretiskt sett, skall transformeras till modellens indifferenskurvor och avspeglar företagets attityd till risk i den givna situationen.

Vi har tidigare poängerat CAPMs värde som föreställningsram, då den fokuserar intresset på portföljaspekter. Från denna diskussion vet vi vidare, att det finns två sätt att uppnå en positiv effekt av ett företagsköp, nämligen genom en ökning av de förväntade framtida betalningsströmmarna eller genom en sänkning av den systematiska risken för dessa betalningsströmmar. Det är då hela portföljens, hela koncernens, betalningsströmmar efter köpet som avses.

Företagsledningen har här ledning i sitt arbete med att dra upp strategin för den externa expansionen. Antingen satsar man offensivt för att öka betalningsströmmarna eller så satsar man defensivt för att minska den systematiska risken.

Fokuseringen på portföljaspekter bör vidare leda till att man ställer sig frågan hur företagsköpet kommer att påverka det köpande företags balans- och resultaträkningar. Eller snarare genom att man, efter analys av hur man vill att dessa skall se ut efter köpet, ger gränsvärden för vissa finansiella variabler i det köpande företaget, exempelvis lönsamhet, tillväxttakt och, för börsnoterade företag, P/E-tal. Formen för finansiering av köpet kan vara ett ytterligare exempel på en sådan strategisk, finansiell faktor. Denna påverkas dessutom av det status quo-krav som intressentgruppen ägare ställer. Hänsyn till sådana grupper ingår naturligtvis som ett gränssättande moment i strategifasen.

Inledningsvis i detta avsnitt behandlades de åtgärder som ett rationellt företag vidtar inför ett företagsköp. Ett sätt att göra detta är att sammanfatta beslutet om extern expansion och valda värden på de strategiska faktorerna av typ storlek, marknadsandel och lönsamhet i en skriftlig förvärvsplan, som alltså specificerar kriterier för företagsköp.

Fördelen med ett sådant formaliserat beslut är bl a att det är lätt att kommunicera till alla anställda som har externa kontakter och som är en del av företagets kontaktyta när det gäller företagsköp.

Arbetsgruppen för företagsköp kan permanentas och kan, beroende på företagets storlek och förvärvsfrekvens, exempelvis svara för en systematisk, kontinuerlig "avkänning" av aktuella marknader för företagsköp. Detta ger företaget dels en god beredskap att agera snabbt, dels möjlighet att bättre avgöra lämplig tidpunkt för att ta en första kontakt med en attraktiv uppköpskandidat. Detta kan vara en svår avvägning, men tidpunkten för denna första kontakt är ofta av avgörande betydelse; "In mergers nothing is more valuable than a keen sense of timing... At times it is necessary to wait with infinite patience until an expected opportunity appears." (Rockwell, 1968, s 130). Det förefaller som om mycket få svenska företag har en sådan permanent arbetsgrupp för företagsköp som, den svenska marknadens litenhet till trots, bör kunna vara av stort värde och tillförsäkra företaget en rationell hantering av förvärvsproblematiken.

3.3.1.1 Modeller i strategifasen

Vi kommer här att beskriva två normativa modeller eller kanske snarare "skolor" som, vid sidan av CAPM kan tjäna som hjälpmedel i strategifasen. Framställningen följer i sina huvuddrag Salter, Weinhold (1979).

Strategimodellen betonar förhållandet mellan företaget och dess omgivning. Detta förhållande bör företaget avpassa så, att de omvärldstillfällen som väljs, av alla de som bjuds, passar ihop med företagets resurser, kunnande, ledningens värderingar och aspirationer samt företagets förpliktelser mot ägare och andra intressentgrupper. Nyckelordet som beskriver denna anpassning är "fit".

Vidare förutsätts i modellen att strategiska beslut avser dels förhållandet på lång sikt mellan företaget och dess omgivning, dvs verksamhetens mål, dels på vilket sätt dessa mål skall uppnås.

Strategi definieras i Chandlers (1962) termer som "the determination of basic long-term goals and objectives of an enterprise and the adaption of courses of action and the allocation of resources necessary for carrying out these goals".

Med företagets kunnande avses vad företaget är framstående på, sett ur marknadsperspektiv, och det är denna "styrka" i företaget som ledningen har att passa ihop med de möjligheter som marknaden bjuder.

Modellen syftar till att underlätta ett rationellt val mellan de strategiska tillfällen som företaget möter. Dess värde ligger, liksom för CAPM, till stor del i att den, genom att tjäna som föreställningsram, fokuserar beslutsfattarnas intresse på de strategiska val som måste göras. Dessa val omfattar vilka marknadstillfällen och vilka interna starka sidor som skall utnyttjas, vilka de risker är som man vill skydda sig mot och slutligen vilken taktik man skall följa för att genomföra de strategiska beslut man fattat. Konsekvenserna av ett givet val bedöms i termer av den "fit" som valet resulterar i, dvs om det tillåter att existerande starka sidor i företaget utnyttjas eller om det medför skydd mot uppfattade risker. De alternativ förkastas, som kräver andra starka sidor än de som företaget i nuläget kan uppvisa samt de som medför en oacceptabel risknivå.

Företagets mål måste dock fastställas innan de strategiska valen kan göras. Underlaget för detta är strategisk information av exempelvis följande slag (Salter, Weinhold, op.cit., s 52):

1. What business are we in?
2. Where, in our perceived industry, are future opportunities for profit and service? Where are the risks?
3. How will these new opportunities and risks affect us? What resources will we need to cope with them?
4. What are our strengths? How have we succeeded in our business?
5. What are our weaknesses, or competitive liabilities? What skills could we not successfully use as a basis of competition? What skills would enable us to compete more successfully?

Dessa mål bör naturligtvis inte vara statiska utan måste förändras genom fortlöpande revideringar i takt med förändringar inom och utom företaget.

En fråga som aktualiseras vid en genomgång av strategimodellen är hur styrbart ett företag egentligen är. Modellen kan indikera att en genomgripande strategiförändring av diskontinuerlig typ är nödvändig. Är det då möjligt att få organisationen att ändra kurs? Förespråkare för den typ av beslutfattande som strategimodellen ger exempel på, ofta benämnda planeringsskolan, anser att detta inte bara är möjligt utan även nödvändigt. Till denna skola hör den modell som skall presenteras nedan; produkt/marknadsmodellen.

En annan uppfattning har de s k inkrementalisterna som även benämns "adhoc-skolan" eller "muddling through-skolan"; den senare företrädd bl a av Lindblom (1959). Dessa anser att förändringar endast kan komma till stånd gradvis när det gäller komplexa organisationer; övriga typer av förändringar är vanligtvis inte genomförbara.

Utgångspunkten i denna studie är den, att ett företag inte bara kan utan även måste styras för att på sikt överleva i en allt mer turbulent miljö. Ett passivt reagerande på omvärldsförändringar av typ parering är inte tillräckligt annat än på skyddade monopolmarknader. På turbulenta, konkurrensutsatta marknader krävs en framtidsinriktad, anteciperande planering som underlag för en rationell strategiimplementering och för en bedömning av kostnader och intäkter förknippade med nya projekt.

När det gäller beslut om företagsköp blir strategimodellens rekommendation ofta att företaget bör hålla sig till relaterad (horisontell) integration. Branscher inom vilka köparen har liten erfarenhet och litet kunnande bör undvikas (se Andrews, 1971, s 40) då de relativa nackdelarna här är för stora.

Rockwell (op.cit., s 125) ger praktikerns syn på det hela i följande citat:

"Looking for a merger prospect, I find, is a game of 'fits'."

"In mergers the trick is to come up with the maximum number of fits you can, measure the potential gains against the risk involved, and move decisively when the time is right."

Detta sista sagt som en varning till företagsköparen att försöka undvika fenomenet "paralysis by analysis". Sökandet efter "fits" får inte drivas för långt!

Produkt/Marknads Portfölj-modellen (PMPM) finns i ett antal tappningar och växte fram under 1960-talet. Boston Consulting Group arbetade fram en modell, i fortsättningen kallad BCG-modellen, med den välbekanta matrisen för relativ marknadsandel och marknadstillväxt. Denna variant av PMPM är den vi här närmare skall beskriva.

En liknande modell togs vid ungefär samma tidpunkt fram av General Electric, som ofta gått i spetsen för nydaning inom företagsledningens område, i samverkan med konsultföretaget McKinsey. I denna modell används en matris för de subjektiva, kvalitativa begreppen "industry attractiveness" och "company position" inom denna industri. Begreppen är betydligt vidare än de i BCG-modellen använda (se nedan), vilket följande tabell ger exempel på (Salter, Weinhold, op.cit., s 264):

Factors Influencing
Industry Attractiveness

- market size
- market growth
- number of competitors
- strength/weaknesses of competitors
- characteristics of product life cycle
- position in product life cycle
- rate of change in technology
- profitability
- entry and exit barriers

Factors Influencing
Business Position

- research emphasis
- product technology
- product quality
- manufacturing scale
- experience
- physical distribution
- marketing
- intangibles (patents, trademarks, goodwill, etc)

Tabell 3.6 Variabler i General Electric/McKinsey-modellen

Tabellen ger exempel på vanligt förekommande variabler. Vid tillämpning av modellen är urvalet situationsspecifikt och den relativa vikt varje variabel ges är helt subjektivt bestämd.

En tredje modell som skall nämnas är PIMS (Profit Impact of Market Strategy), som bygger på antagandet att företag med likartade produkt/marknads- och branschkaraktäristika har samma lönsamhet oavsett vad branschen heter. Mot denna bakgrund har Marketing Science Institute, som utvecklat modellen, byggt upp en stor databas för att beskriva empiriskt framtagna samband mellan olika faktorer och lönsamhet. Med hjälp av mer än 30 faktorer kan man förklara över 80 % av variationerna i lönsamhet för de 800 "businesses" som ingår i databasen. Exempelvis kan då ett enproduktföretags karaktäristika matas in i modellen och den förväntade lönsamheten beräknas.

Det bör påpekas att de två första ansatserna är portföljinriktade, medan PIMS-modellen är inriktad på en enskild "business"; ett enskilt produkt/marknadsförhållande.

Dessa tre modeller har ett gemensamt tillämpningsproblem, nämligen hur användaren skall bestämma:

1. på vilken nivå och hur begreppen produkt och "business" skall definieras
2. hur marknaden skall definieras.

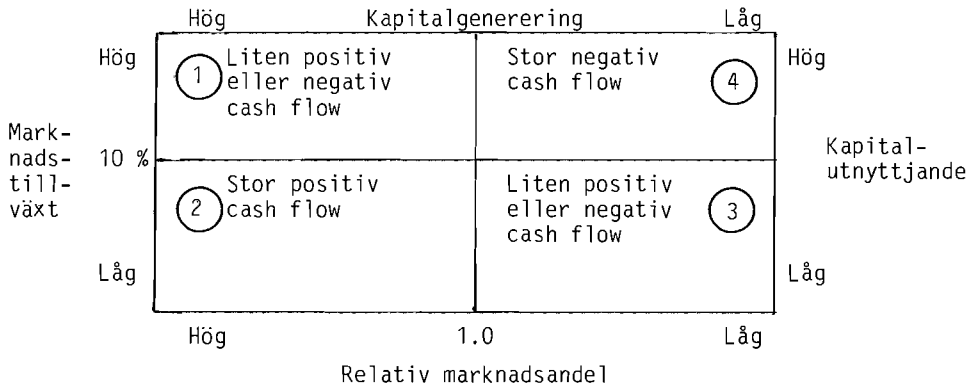
Dessa problem, som är centrala för tillämpningen av modellerna, behandlas ingående av Abell (1980), som också utvecklar ett tredimensionellt synsätt för att definiera begreppet "business". De tre dimensionerna är kundgrupp, kundfunktioner och teknologier.

Den modell som vi närmare skall beskriva är, som inledningsvis nämndes, den modell som utvecklades av Boston Consulting Group. BCG-modellens syfte är att maximera företagets eller koncernens, som vi i fortsättningen skriver, totala "styrka" genom att balansera genereringen och utnyttjandet av kapital, "cash", inom företaget. Genom att identifiera koncernens cash flow kan modellen hjälpa ledningen att fatta strategiska beslut på ett sådant sätt, att den finansiella styrkan maximeras. Modellen utesluter inte extern finansiering, men internt genererade medel ses som en säkrare finansieringskälla.

Utgångspunkten är att strukturen på koncernens cash flow, dvs fördelningen mellan kapitalgenererande och kapitalutnyttjande enheter, bestäms av enheternas relativa marknadsandel och marknadstillväxten. Bakom detta antagande ligger det observerade förhållandet, att företag som ökar sin produktionsvolym snabbare än konkurrenterna får relativa kostnadsfördelar. BCG illustrerar detta förhållande grafiskt i en erfarenhetskurva, vanligtvis med det utseendet att styckkostnaden sjunker med 20-30 % vid fördubblad volym. Den är besläktad, men inte identisk, med inlärningskurvan och BCG anser sig ha funnit att den gäller för de flesta elementen i företagets värdetillskott (value added).

Genereringen av kapital är en funktion av företagets samlade erfarenhet, uttryckt som relativ marknadsandel, medan utnyttjandet av kapital, dvs investering, är en funktion av marknadstillväxt. För att företaget skall kunna behålla sin marknadsandel, och även utöka den på en växande marknad krävs kapital. Om detta inte kan genereras internt, kan det sökas utom företaget, i första hand i form av lån.

Modellen urskiljer fyra typer av "business", som avspeglar dess kapitalgenererande eller kapitalutnyttjande egenskaper.



Figur 3.3 Boston Consulting Group (BCG) -matrisen

Vad beträffar marknadstillväxt går skiljelinjen mellan hög och låg tillväxt ofta, som i detta exempel, vid 10 % och den utgör även skiljelinjen mellan högt och lågt kapitalutnyttjande. Marknadsandel är ett relativt mått, som anger relationen mellan företagets och den största konkurrentens försäljning. Då endast en konkurrent kan ha en relativ marknadsandel som är större än 1.0, används detta värde som skiljelinje mellan hög och låg andel. Denna utgör i modellen också skiljelinjen mellan hög och låg kapitalgenerering.

Varje kvadrant i figuren har en unik kombination av egenskaper i kapitalgenererings-/kapitalutnyttjandeplanet och företag eller enheter som befinner sig i dessa kvadranter har getts egna namn:

1. - "Stars" eller stjärnor. De har högt kapitalutnyttjande och hög kapitalgenerering och kan utgöra goda investeringsalternativ.
2. - "Cash cows" eller mjölkkor. De genererar mycket kapital men är inte stora kapitalutnyttjare, då de finns i branscher med låg tillväxt. De har stor positiv cash flow och hög kreditvärdighet.
3. - "Dogs" eller hundar. Dessa bör avvecklas då marknaden inte har någon tillväxtpotential och konkurrensläget är svårt.

4. - "Question marks" eller frågetecken. Dessa representerar risktagande. Utan kapitaltillskott blir de med tiden hundar, när tillväxten i branschen avtar. För att de skall utvecklas till stjärnor krävs stora kapitaltillskott.

De samband som modellen avbildar förekommer främst i de branscher, där erfarenhetskurvan är brant sluttande, vilket innebär att en volymökning medför stora kostnadsreduceringar, och där lägre styckkostnader kan medföra konkurrensfördelar.

Produkternas livscykel (se bl a Ansoff, 1969, s 24) gör att modellen inte är statisk. Då tillväxten avtar blir stjärnorna mjölkko, vilket är önskvärt, då det medför stor positiv cash flow. Detta kapital måste antingen delas ut eller investeras. Modellen rekommenderar att en sådan investering sker i frågetecken i ett så tidigt skede att denna marknads tillväxt inte avtagit. Frågetecknet utvecklas genom denna investering förhoppningsvis till en stjärna och är då i rätt position för att bli mjölkko, när tillväxten i branschen i framtiden avtar. Ansoff, Leontiadis (1976) rekommenderar samma strategi mot bakgrunden av en likartad modell som utgörs av en matris för produktens livscykelstadier och lönsamhet eller investeringens avkastning på investerat kapital.

Kapitalöverskottet kan också investeras i nya projekt under förutsättning att företaget är ledande vad avser teknologi och det nya projektet kan nå en sådan relativ marknadsandel att det direkt blir en stjärna.

Ett begrepp som ursprungligen utvecklades av McKinsey (se Kiechel, 1982) är Strategic Business Units (SBU) och detta är vad vi ovan kallat "business". Ett företag kan bestå av flera SBU, som alltså säljer en produkt eller ett antal relaterade produkter på en definierbar marknad. Det har inget att göra med "profit center"-begreppet utan indelningen av SBU kan gå över ett antal sådana gränser. Företaget ses då som en portfölj av SBU och de strategiska besluten avser hur dessa SBU skall positioneras i produkt/marknadsmatrisen.

De praktiska implikationerna av modellen för en företagsköpare blir då, till skillnad från strategimodellens rekommendationer, att orelaterade företagsköp kan vara av stort värde för ett expanderande företag. Modellen är inriktad på de strategiska enheternas (SBU) cash flow (netto) och för före-

tagsledningen gäller det att skapa en balanserad portfölj av sådana enheter i branscher med olika tillväxthastighet och därmed olika cash-flow mönster. Den balanserade portföljen bör innehålla mjölkcor som kan finansiera köp av företag av typ frågetecken. Då dessa är kapitalkrävande om en önskvärd utveckling mot större relativ marknadsandel skall kunna komma till stånd, medför en hög riskexponering och dessutom har stor negativ cash flow, kan priset för ett sådant företag förväntas ligga på en betydligt lägre nivå än vad som gäller för ett företag av kategorin stjärnor. Dessa senare är naturligtvis också investeringsalternativ, på en högre prisnivå än frågetecknen, då de redan är i rätt position för att bli mjölkcor när produktens livscykel har passerat maximum.

Vid analys av en potentiell uppköpskandidat ger modellen företagsledningen anledning att ställa frågor om företagets cash flow-mönster och marknadens utvecklingsstadium, dvs var i matrisen företaget kan placeras in. Vidare frågor om vilka kapitaltillskott som i framtiden kommer att krävas samt slutligen hur uppköpskandidaten passar in i den existerande portföljen med avseende på nu- och framtida cash flow.

Även om orelaterade företagsköp kan vara av stort värde för köparen, finns anledning att förmoda att relaterade köp kan vara av ännu större värde i vissa situationer. Förutsättningen för detta är att "erfarenhet" kan transfereras mellan det köpande och det uppköpta företaget och att detta resulterar i lägre kostnader, vilket sedan kan omsättas i lägre marknadspris och på sikt större relativ marknadsandel. En sådan synergieffekt kan medföra att ett frågetecken utvecklas till en stjärna just i en given kombination. Detta illustrerar väl det faktum, att ett företag inte har något objektivt bestämbar, generellt överlåtelsevärde. Värdet är alltid situationsspecifikt. I strategimodellens termer kan vi säga att det är företagets "fit" som är avgörande.

En jämförelse mellan strategimodellen och produkt/marknads-portföljmodellen visar att de bägge kan ge ledning vid relaterade företagsköp. PMPM kan dessutom användas vid analys av orelaterade köp, men den säger inget om hur genererat kapital optimalt skall investeras. Syftet med strategimodellen är att medverka till att sådana optimala beslut kan fattas. De bägge modellerna kan därför komplettera varandra som hjälpmedel i den svåra beslutsprocess som ett rationellt företagsköp innebär.

En svaghet är att modellerna inte tillfredsställande kan rangordna investeringsalternativ, vilket ofta är ett krav på en marknad med många tänkbara investeringsobjekt. För detta har vi emellertid redan tidigare beskrivit en modell, nämligen Capital Asset Pricing-modellen (CAPM).

De presenterade modellerna kan ha stort värde som föreställningsram, kan ge berörda parter på olika nivåer i företagen ett gemensamt språk och kan hjälpa till att strukturera komplexa beslutsproblem, men de är inga heltäckande universalmedel som ger alla svar och därigenom gör andra strategiska övervägande överflödiga. Med anledning av BCG-modellens uppgång och fall i dess intensiva konsulttillämpning, säger Kiechel (1982, s 34):

"Who can forget the excitement he felt when he first heard its siren song: There are a few simple rules - understand them, make them your own, and you too can be a winner."

All that's over now."

Av motsatt uppfattning är dock Haspeslagh (1982, s 73) som skriver:

"Yet along with most managers, I feel that, in contrast to previous generations of planning approaches, portfolio planning is here to stay and represents an important improvement in management practice."

De tre modellerna är inriktade på olika nivåer i företagets verksamhet och de riskmått som är explicita eller implicita i modellerna är därför inte identiska, vilket följande tabell visar (efter Salter, Weinhold, op.cit., s 114):

<u>Modell</u>	<u>Verksamhetsnivå</u>	<u>Riskmått</u>	<u>Typ av företag</u>
Strategimodellen	Operativ	Totalrisk	Enproduktföretag ^{x)}
Produkt/marknadsportföljmodellen (PMPM)	Koncern	Portföljrisk	Diversifierat
Capital Asset Pricing-modellen (CAPM)	Kapitalmarknad	Marknadsrelaterad, systematisk risk	Alla

x) eller division, SBU

Tabell 3.7 Karakteristik av strategimodellen, PMPM och CAPM

Som avslutning på behandlingen av strategifasen skall ges ett exempel på hur de tre presenterade modellerna kan användas för att strukturera och kvantifiera mer eller mindre lösliga förvärvstankar. Exemplet är hämtat ur Salter, Weinhold (op.cit., s 176 f). I en fallstudie av det amerikanska film- och bryggeriföretaget General Cinema Corporation, som i mitten av 1970-talet började planera för orelaterade, konglomerata köp, "översätts" allmänt formulerade förvärvstankar, svåra att implementera, till följande förvärvsriktlinjer:

Risk/Return Characteristics (dvs i CAPM-termer)

1. Industries/companies with high level of unsystematic or business-specific risk.
2. Industries/companies with relatively low levels of systematic or market-related risk when financed on an all-equity basis. Unlevered betas under .8 would be preferred, though the .8 to 1.0 range is acceptable.
3. Industries/companies that can be debt financed so that the levered beta is in excess of 2.0. This would imply debt to equity ratios of 2 to 1 or greater.
4. The ideal acquisition candidate should be one whose high level of business-specific risk either greatly increases the cost of debt financing or prevents it from being used extensively. These characteristics would present General Cinema with the potential to benefit through risk pooling.

Product/Market Portfolio Characteristics

1. Industries that are relatively capital intensive and capable of absorbing significant infusions of cash.
2. Industries experiencing sustained levels of above-average growth (10 per cent or greater).
3. Industries where a strong competitive position is obtainable through either aggressive growth or entry barriers.
4. The interaction of guidelines 1, 2, 3 imply that the more capital intensive the acquisition is, the lower its growth rate needs to be in order to absorb General Cinema's surplus cash.

Strategic Characteristics (dvs i strategimodelltermer)

1. Companies with proven products and proven management. Startups or ventures requiring extensive involvement of the corporate office are to be avoided.
2. Industries/companies where planning, cost, and investment controls can be established and easily integrated into General Cinema's existing control system.

3. Companies whose products and/or services are sold directly to the general population.
4. A high-potential acquisition candidate would share similar key management skills with General Cinema's existing businesses. These skills include marketing and distribution products or services to consumers in multiple geographic areas.

Dessa riktlinjer kan sedan ytterligare operationaliseras till en mer lätt-hanterlig förvärvsplan med kvantitativa och kvalitativa kriterier. En sådan förvärvsplan för ett relaterat köp skulle mindre inrikta sig på finansiella kriterier och mer på de egenskaper hos säljaren, som krävs för att åstadkomma en god "fit" mellan de två företagen.

Genomgången av strategifasen slutar på samma sätt som den började; med en hänvisning till Kitching (1973). Han skriver (s 107): "By the time the acquisition strategy and objectives have been set, perhaps two thirds of the outcome - whether success or failure - has been determined. But there is still the difficult, time-consuming, and costly task of implementing the strategy effectively."

3.3.2 Förvärvsfasen

Arbetet i denna fas styrs av de strategiska beslut som fattats i strategifasen och som, i ett rationellt fungerande företag, uttrycks i en skriftlig förvärvsplan. Vi ser då fortfarande problemet huvudsakligen ur köparens, investerarens, synvinkel. Beskrivningen av förvärvsplanen får ses som en idealbild av en situation, i vilken köparen inte befinner sig i tidsnöd, vilket annars mycket ofta tycks vara fallet vid företagsköp, utan i stället agerar "i förhand".

Det arbete som läggs ner på att genomföra strategiska förvärvsbeslut kan göras mycket omfattande. Vanligtvis handlar det om stora belopp när företag överlåts, men trots detta måste "kostnadsblindhet" undvikas och en balans hållas mellan kostnaderna för det arbete som krävs för att man tillfredsställande skall kunna reducera riskerna för misstag, och de intäkter som företagsköpet förväntas medföra.

Stora delar av arbetet är dessutom ofta resultatlöst. Meadows (1981, s 221) citerar en känd amerikansk jurist med hundratals överlåtelser på sitt samvete: "'From my own experience I would say that perhaps 95 % of the merger proposals that are explored never materialize...'".

Kitchings (1973, s 112) studie ger följande exempel på det arbete som lagts ned på analys och kontakt med säljaren i relation till antalet genomförda företagsköp. Med analys avses här allvarligt menad, ingående analys, som uppskattas uppgå till 1/5 av antalet företag som snabbanalyserats.

	Köparens bransch				
	Livsmedel	Verkstads	Elektronik	Konglomerat	Tobak
Analys	200	10	50	180	100
Kontakt	40	5	20	120	20
Köp	6	1	2	24	4

Tabell 3:8 Antal företag som analyserats och kontaktats i relation till antalet köpta företag

Livsmedelsföretaget ovan skulle alltså ha snabbanalyserat, eller "grovgallrat" som vi kommer att kalla det nedan, ca 1 000 företag och ingående analyserat 200 för att kontakta 40 och slutligen köpa 6.

Intressant kan också vara att se på den kostnad, som arbetet medför. Ett företag med stor erfarenhet av företagsköp, sannolikt tobaksföretaget i tabellen ovan (trots att det inte identifieras), lade ned ca 3 000 mantimmar på att köpa 4 företag. Detta trots att säljaren under köparens ledning gjorde huvuddelen av utredningsarbetet och trots att extern expertis användes. Kitching beräknar att ett oerfaret företag kan lägga ned mellan 3 000 och 5 000 mantimmar per företagsköp. Trots en sådan tidsinsats talar mycket för att sannolikheten för misslyckande är större för det oerfarna företaget. Orsaken till detta kan dock naturligtvis stå att finna redan i strategifasen.

Nödvändigheten av sekretess är särskilt påtaglig i förvärvsfasen. Dels vill man undvika att "visa sina kort" för motparten inför och i förhandlingar om exempelvis köpeskilling, dels vill man inte göra eventuella konkurrenser medvetna om ens intresse för ett speciellt företag eller en speciell bransch. Vi bortser då från den uppgiftsplikt till samhällsorgan som kan bli aktuell. Snabba förhandlingar är ett sätt att undvika att i förtid göra konkurrenser medvetna om vad som pågår. Det arbete som görs i strategifasen underlättar för ledningen att genomföra sådana.

Hela fasen genomsyras, eller bör genomsyras, av en inriktning på att i görligaste mån reducera de risker som är förknippade med förvärvet. Ett systematiskt angreppssätt gör detta möjligt.

Vi har i främst pedagogiskt syfte valt att uppdelat förvärvsfasen i tre delar:

1. Sökprocessen
2. Kontakt med säljaren
3. Förhandling om avtal samt avslut

Avsikten med den första delen, sökprocessen, är att hitta företag, ett eller flera, som dels svarar upp mot de kriterier som ställts upp i förvärvsplanen, dels förefaller vara kompatibla med de värderingar som gäller för det köpande företaget.

I den andra delen tas kontakt med säljaren, dels initialt för att sondera terrängen, dels fortlöpande för att utbyta information, kanske främst för att reducera köparens informationsunderläge, och undanröja hinder. Förvärvsfasens tredje och sista del omfattar de förhandlingar om avtal som förs och själva köpet; avslutet.

3.3.2.1 Sökprocessen

Vi inleder beskrivningen av sökprocessen med ett citat ur Mace, Montgomery (1962, s 90):

"But the systematic and orderly collection of information on segments of an industry does provide an abundance of facts about the industry and a listing of companies active in it. The process is slow and costly but, we believe, it is effective if a program for acquisition is to be accomplished sensibly."

Som ovan nämnts innebär processen en riskreducering enligt de riktlinjer som dragits upp i förvärvsplanen, vilken styr processen. Den är tids- och kostnadskrävande, men förutsätts nödvändig om företagets utbyte, i form av summa värdetillskott av företagsköp, skall maximeras på lång sikt.

Det första steget i sökprocessen är en undersökning av den bransch eller de branscher som kan vara aktuella. Vi antar då att internationella köp inte kommer i fråga. Förvärvsplanen förutsätts specificera vilken typ av företagsköp som skall genomföras, ge kriterier i form av riktvärden eller gränsvärden för exempelvis tillväxt i branschen samt ge anvisningar om övriga faktorer som skall tas hänsyn till vid val av bransch, om denna ej är given.

För enkelhets skull förutsätter vi att endast en bransch befinns lämplig. Nästa steg är då att identifiera de enskilda företagen i branschen och grovgallra dem. Detta sker mot kriterier i förvärvsplanen av typ marknadsandel, exportandel, lönsamhet och storlek, dvs kvantitativa mått. Målsättningen är att slutligen komma fram till ett litet fåtal företag, som sedan utsätts för noggrann analys. Detta är ett tids- och resurskrävande arbete och en ordentlig gallring är därför nödvändig. Under förutsättning att förvärvsplanen är väl utarbetad, medför denna gallring stora tids- och kostnadsbesparingar.

Om antalet kvarvarande företag fortfarande bedöms vara för stort i förhållande till tillgängliga resurser, sker så en bedömning av "mjukare", kvalitativa aspekter av typ företagets ledning, dess image på marknaden och andra faktorer som kan tänkas påverka utfallet av företagsköpet. Man begränsar sig dock till sådana som är lätta att samla in. Här "siktas" man helt enkelt med ett allt finmaskigare nät. Betydelsen av att köparens och säljarens företagsledningar är kompatibla, vilket kan vara en aspekt i bedömningen, belyses av Mace, Montgomery (1962, s 123): "This phrase, 'our kind of people', was encountered in almost every acquisition included in our study". Om köparen har branschkunskap, exempelvis vid ett horisontellt köp, torde en sådan bedömning lätt kunna göras. Om så inte är fallet, får denna anstå till dess att kontakt tagits med uppköpskandidaten.

När man så begränsat antalet företag, utsätts de kvarvarande för en ingående analys. Denna är vanligtvis tidskrävande och syftar till att ge företagsledningen ett så fylligt beslutsunderlag som tid, resurser och tillgänglig information medger. Tekniker för analysen kommer inte att behandlas, då extern företags- och räkenskapsanalys är ett väl avhandlat område (se bl a Hansson, 1971 och Elmgren-Warberg, Ingblad, 1980), och då mycket talar för att rena teknik- eller metodfel sällan förekommer i överlåtelsearbetet (se Lundman, 1977).

Några punkter av normativ natur skall dock tas upp. Analysen måste omfatta såväl företagets inre som dess förhållande till och beroende av omvärlden. Det förutsätts att en sådan beskrivning av det egna företaget redan är gjord. Detta medför att ett antal antaganden måste göras; antaganden om såväl företaget som dess omvärld.

Det är av stor vikt att gjorda sådana antaganden dokumenteras så att de kan redovisas öppet i det skriftliga beslutsunderlag som analysen utmynnar i. Osäkerheten i antagandena tenderar annars att försvinna eller åtminstone upplevas som reducerad när företagsledningen sedan skall ta ställning till köp av det analyserade företaget. Väl dokumenterade antaganden underlättar dessutom att en känslighetsanalys görs i ett senare skede.

Det som utförs i denna del av sökprocessen är, förutom företagsanalys, även en extern räkenskapsanalys. Denna sker vanligtvis uteslutande på basis av allmänt tillgänglig information och utgår från företagets balans- och resultaträkningar. För att kunna beräkna de betalningsströmmar, det "net cash flow", som företagsköpet för med sig, krävs en finansieringsanalys, som alltså inte omfattar intäkts- och kostnadsströmmar som ovan utan i stället strömmar av inkomster-utgifter och inbetalningar-utbetalningar.

Mace, Montgomery (1962, s 184) pekar på en ofta observerbar övertro på det informationsvärde, som finns inneboende i företagets redovisning: "But this we believe sincerely - financial statements don't really answer any questions, they just allow you to ask them". Om företagsledningen beslutar att ta kontakt med det analyserade företaget, ger då en noggrann räkenskapsanalys underlag för att ställa relevanta frågor och ytterligare reducera den osäkerhet, som initialt kan förefalla oöverstigligt stor.

Förvärvsplanen styr, liksom i tidigare skeden, arbetet och de tre modeller vi ovan behandlat fokuserar uppmärksamheten på vissa faktorer. Strategi-modellen betonar värdet av "fit" mellan köpare och säljare, produkt/marknadsmodellen betonar betydelsen av relativ marknadsandel (den valda branschens tillväxt är ju redan utredd) och CAPM inriktar intresset på företagets systematiska risk. Vilka av dessa faktorer som bör analyseras beror på situationen och typen av förvärv.

Den osystematiska, företagsspecifika risken måste belysas i beslutsunderlaget och de antaganden bedömningen bygger på anges. Portföljrisken visas genom att räkenskapsanalysen, inklusive finansieringsanalys, utmynnar i en sammanställning på koncernnivå; en budget eller prognos om man så vill, i vilken effekterna av företagsköpet klart kan utläsas ett situationsspecifikt antal år framåt i tiden. Här finns möjlighet att använda databaserade system för att vinna tid (se bl a Webb, 1974, s 143 ff).

Det kan synas överflödigt att påpeka, att företagets produkt eller produkter måste ges en framskjuten plats i analysarbetet. Detta tycks dock inte alltid vara fallet. Produktanalysens betydelse i en överlåtelsesituation belyses av Björkstén (i Harvey, Newgarden, ed., 1969, s 313):

"There are no sure guides to a successful merger. But there is one sure guide to an unsuccessful merger: Pay no attention to the scientific possibilities that might undermine a company's basic products, processes, or markets."

Webb (1974, s 56 f) instämmer:

"Thus a product appraisal of considerable depth is an essential preliminary... Acquisitions fail because of superficial product evaluation... An acquisition proposal must be backed up with an all embracing knowledge of the product, its potential and competitive standing."

På basis av analysen görs så en företagsvärdering (se kapitel 4). Denna del av överlåtelseprocessen har fått oproportionerligt stor allmän uppmärksamhet. Man kan tala om "myten om företagsvärderingens vikt" om man med begreppet företagsvärdering avser själva tekniken. Som många andra mytbildningar har den sina rötter i okunnighet och respekt för professionalism och absolut precision, vilket företagsvärdering ofta ger sken av att tillhandahålla. Som bör stå klart vid detta lag, vilar värderingen på de i analysdelen gjorda antagandena om företaget och dess omvärld, varför absolut precision är ouppnåelig. Detta hindrar inte att den för den rationella beslutsfattaren, som är väl medveten om den osäkerhet som vidlåder värderingen, är outhärdlig. Den representerar en kvantifiering av hans subjektiva sannolikhetsfördelningar för ett antal variabler och antaganden om samband och kommer att utgöra ett gränsvärde uppåt vid förhandling med säljaren om köpeskillingens storlek. Det bör vid detta lag också stå klart att ett företag vid en överlåtelse inte har något objektivt bestäm-

bart värde. De antaganden som en given köpare, och säljaren, gör, styr detta värde liksom andra faktorer, som vi återkommer till i nästa kapitel.

Sökprocessen avslutas med att företagsledningen, med den gjorda företagsanalysen och -värderingen som viktiga delar av beslutsunderlaget, fattar beslut om huruvida man skall gå vidare eller ej och att, vid positivt beslut, en genomförandeplan fastställs. Avgörande för beslutet är, som tidigare behandlats, om det kan visas att köpet av det aktuella företaget ger ett värdetillskott i form av större förväntade framtida nettobetalningsströmmar på given risknivå eller lägre risk med givna betalningsströmmar. Genomförandeplanen bör omfatta såväl de kommande förhandlingarna med säljaren som den integrering av det förvärvade företaget, som köparen avser genomföra. Detta tvingar honom att tänka igenom vad han vill - och förhoppningsvis även varför han vill det. Levinson (1973, s 119) skriver: "Every management that is thinking of buying up another company should ask itself seriously why it is doing so... After determining why it really wants to merge, every management should then ask itself if it wants to merge for the wrong reasons."

Avslutningsvis skall vi rekapitulera sökprocessens olika delar och deras huvudinnehåll.

- | | |
|-----------------|----------------------------------|
| 1. Undersökning | - branscher |
| 2. Grovgallring | - företag |
| Urval | - kvantitativa kriterier |
| Bedömning | - kvalitativa kriterier |
| 3. Analys | - företags- och räkenskapsanalys |
| | Antaganden |
| 4. Värdering | - teknik |
| 5. Beslut | - 3. och 4. beslutsunderlag |
| | Genomförandeplan |

Tabell 3:9 Sökprocessens delar och deras huvudinnehåll

Förvärvsplanen, som alltså är företagets operationaliserade mål vad gäller extern expansion, styr processen. Denna resulterar i ett skriftligt beslutsunderlag i kvantitativ och kvalitativ form, som redovisar gjorda antaganden och lämpar sig för känslighetsanalys. Företagsledningens beslut om företagsköp sammanfattas i en genomförandeplan, som i sin tur styr kommande förhandlingar med säljaren och den eventuella integrationen.

Skillnaden mellan det tillvägagångssätt, som här beskrivits, och den observerade verkligheten, belyses av Hagaman (1970, s 32): "Acquisitions play a significant role in the development strategy of many companies. Yet few companies devote as much time and attention to formal analysis of the firms they acquire as they do to an appraisal of ordinary capital investments, which may call for substantially smaller capital commitments."

Det kan finnas många skilda anledningar till ett sådant beteende. En kan vara att processen förefaller komplicerad och dessutom upplevs ge otillförlitliga resultat. Förhoppningsvis har vår genomgång av förvärvsfasen så här långt hjälpt till att klarlägga de fördelar, bl a i form av tidsbesparing och riskreducering, som en rationell totalanalys medför.

3.3.2.2 Kontakt med säljaren

I kanske ännu högre grad än sökprocessen är köparens kontakt med säljaren situationsspecifik. För första gången är nu inte köparen i full kontroll över vad som händer; ett gott resultat är avhängigt inte bara av köparens handlande utan även av säljarens mer eller mindre rationella beslut.

Rockwell (1968, s 130) belyser detta med en inte helt obekant jämförelse: "Corporate and boy-girl courtships are repeatedly compared - with good reason, I think. Both are easily thwarted by a clumsy overture, a thoughtless action, a carelessly voiced sentiment."

Framställningen i detta avsnitt är till stor del normativ och kommer att presentera en idealbild, sedd huvudsakligen ur köparens, investerarens, synvinkel. Alla aspekter kommer inte att kunna beaktas utan framställningen kommer, som ovan, att inriktas på kritiska faktorer.

Grundläggande för hela samarbetet med säljaren är att köparen inser, att ett företagsköp ofta innebär en stor och svår förändring för den andra

parten. En stor del av arbetet med att minimera de upplevt negativa effekterna av överlåtelsen kan göras i kontakten och förhandlingarna mellan köpare och säljare. I större eller mindre omfattning skall ju de bägge parterna leva tillsammans efter köpet, varför det ligger i deras gemensamma intresse att göra samgåendet så smärtfritt som möjligt.

Syftet med kontakten eller kontakterna är i första hand

1) att sondera terrängen, dvs utröna hur säljaren ställer sig till ett förslag om överlåtelse; 2) att, om säljaren är intresserad, presentera det egna företaget; 3) att inhämta kompletterande och verifierande information om säljaren eller med andra ord att minska det informationsgap som existerar mellan köpare och säljare. Det är ju den senare som tillhandahåller, först indirekt i form av årsredovisningar och sedan mer direkt, större delen av den information som köparen har tillgång till vid bedömningen av säljaren. Även om direkt vilseledande uppgifter inte är vanliga, måste köparen alltid vara uppmärksam på de möjligheter till "friserade" bokslut och dito resultatutveckling som existerar inom ramen för ett allmänt accepterat beteende på överlåtelsemarknaden. Rockwell (1968, s 122) talar om "the seemingly attractive facade which is so often created by a deft corporate makeup artist". Gränsen mot icke accepterat beteende kan vara svår att dra. Casler (1969) behandlar faktorer i företaget som säljaren kan tänkas vilja dölja och säger bl a följande vad beträffar beteende på fel sida om denna gräns: "For example, the seller may have held back on vital information. Or he may have found some way to 'dress up' the company, and thus hide a fatal flaw in its make-up".

Vi förutsätter att den rationelle köparen har en skriftlig genomförandeplan, som reglerar kontakten med säljaren. En sådan plan kan exempelvis omfatta, förutom tekniska detaljer av typ garantier, önskad uppgörelse och betalningssätt, även förhandlingstaktiska aspekter som argument i vissa förväntade standardsituationer och tänkbara eftergifter samt slutligen rena kontakttaktiska synpunkter som vem som skall kontaktas och på vilket sätt.

Den idealbild av kontakten mellan köpare och säljare som skall målas upp, får ses som ett detaljerat exempel i huvudsakligen pedagogiskt syfte. Vi delar i den andan upp processen i två delmoment:

Den första kontakten är ofta informell. Köparens "chief executive officer" (CEO) är den som bör ta denna inledande kontakt med vanligtvis motsvarande befattningshavare hos säljaren. Betydelsen av att kontakten tas på högsta nivå kan inte överskattas. Detta betonas av de allra flesta med erfarenhet av företagsköp. MacDougal, Malek (1970, s 80) skriver:

"Not surprisingly, the chief executive officer of the acquiring company plays the most vital role in developing effective personal contact with the seller. Many people who own, or who are in a position to influence the sale of, a company are already independently wealthy. A feeling for 'their kind of people' can be the determining factor when they come to decide on a long-term relationship.

It is particularly important that the acquiring company's chief executive officer participates in the initial discussions and maintains close contact with the principals as the negotiations proceed, not only to demonstrate his sincere intentions but also to offer concrete evidence of the seller's importance to the buying company's plans."

Sättet att ta kontakt kan variera efter situationen, men vanligt är att köparens CEO antingen introduceras genom en gemensam bekant eller tar direkt kontakt med säljaren per telefon eller brevledes med en begäran om ett sammanträffande för att diskutera "frågor av gemensamt intresse".

Detta bör också vara syftet med den första, informella, kontakten, som lämpligen äger rum mellan företagens respektive CEO. Säljaren, som ofta är oerfaren i överlåtelsefrågor och lika ofta inte har något begrepp om värdet på sitt företag i den givna situationen, är här i underläge gentemot köparen, varför han bör ges tillfälle att analysera situationen innan han tar ställning till köparens närmanden. Denne bör således inte kräva ett omedelbart svar. Detta ger bägge parter en chans att "rädda ansiktet" och säga nej efter betänketid - och medför ingen "bad-will" som förhindrar framtida kontakter. Om säljaren inte är direkt avvisande och köparen inte har avskräckts, gäller det för honom att "set the scene for checking the favourable forecast you have made and upon which your preliminary justification to purchase rests" (Webb, 1974, s 106). En lyckad första kontakt resulterar då i en överenskommelse om hur köparen skall få tillgång till ytterligare, vanligtvis ej offentligt tillgänglig, information om säljaren, och vice versa.

Den andra kontakten, som alltså tas efter en period av ömsesidigt informationsinhämtande, kan omfatta fler personer än de ursprungliga två. Normalt anlitar respektive part ett antal experter, som deltar i eller understödjer förhandlingarna. Erfarenheten visar dock att förhandlingsgruppen bör vara liten för att undvika att diskussionerna blir alltför formella. Rockwell (1968, s 131):

"The negotiations themselves are usually more sensitive than the door-opening procedure. A common mistake we used to make is getting too many managers into the act. It is difficult to negotiate with a crowd of people at the table. Too much conversation and too many 'contributions' can cause a meeting to bog down."

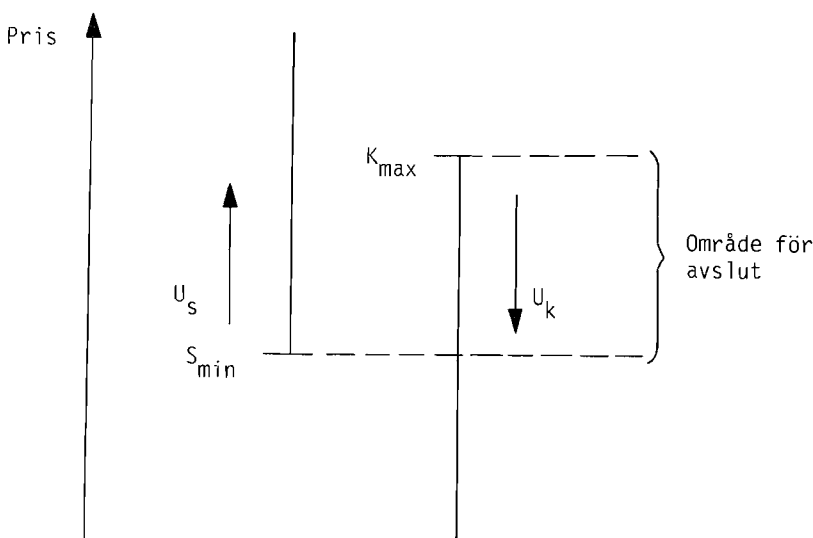
Parterna ges här tillfälle att ge sina synpunkter på lämpligheten av ett samgående och köparen får ofta anledning att, väl förberedd, närmare presentera sitt företag och fördelarna för bägge parter av det föreslagna företagsköpet. En god redogörelse för en sådan presentation och tänkbara visuella hjälpmedel ges i MacDougal, Malek (1970). Om situationen bedöms medge detta, kan köparen nu begära en totalrevision av det företag som skall köpas, omfattande såväl "hårda" som "mjuka" faktorer i företaget. En sådan revision kan innebära en avsevärd riskreduktion, men blir effektiv endast om köparen vid denna tidpunkt lyckats uppnå goda relationer med säljarens beslutsfattare. Detta kan vara svårt om förhandlingarna sker i stora grupper. MacDougal, Malek (1970, s 80): "If discussions between the companies take place in large, formal sessions with a rigid agenda, it is impossible to develop any kind of personal rapport". Vid totalrevisionen används ofta externa experter av typ revisorer, produkt- och marknadsanalytiker samt kanske organisationspsykologer. En avvägning måste göras så, att revisionen inte i onödan skapar oro och irritation bland de anställda i säljarens företag, vilket kan försvåra en slutlig integration. Säljarens interna information har här en viktig roll att spela. Mot detta står dock köparens intresse av största möjliga sekretess i detta känsliga överlåtelsskede. Problemet är svårt och får lösas från fall till fall.

3.3.2.3 Förhandling om avtal samt avslut

Förvärvsfasens tredje del omfattar först förhandling om avtal, som vanligtvis har prisfrågan som huvudpunkt. Det förefaller finnas två skolor

vad beträffar vid vilket stadium i förhandlingsprocessen som köparen skall ta upp frågan om priset; så tidigt som möjligt eller, som här, efter det att informationsinhämtandet i praktiken avslutats. Bl a förhandlingstaktiska skäl och möjligheten till detaljinformation om säljaren, som kan påverka köparens kritiska värde, talar för denna senare placering. Det tycks också finnas två skolor när det gäller hur budet om köpeskilling skall läggas fram; "take-it-or-leave-it"-skolan och vad vi kan kalla kompromiss-skolan. Vilken modell som används är naturligtvis avhängigt av köparens personlighet och den aktuella situationen, men det mesta talar för den senare modellen. Freund (1975, s 11) skriver: "... your negotiating goal should be to achieve solutions that both parties can live with... " Detta mål torde vara lättare att uppnå om det upplevda värdetillskott, för båda parter, som företagsköpet måste innebära för att komma till stånd, på något sätt delas mellan säljare och köpare.

Om vi förutsätter att båda parter subjektivt har bestämt ett kritiskt värde på företaget, dvs det värde till vilket säljaren är indifferent till att sälja eller behålla företaget och det värde till vilket köparen är indifferent till att köpa företaget eller göra en alternativ investering, kan förutsättningen för att ett avslut skall komma till stånd illustreras på följande vis (efter Johansson, 1973, s 12 ff och Lundman, 1966, s 43)



Figur 3.4 Avslutsmodellen

Parternas kritiska värden uttrycks i säljarens minimipris, eventuellt påverkat av konkurrerande bud, och köparens maximipris för företaget ($S_{\min}$ respektive $K_{\max}$). För att avslut skall komma till stånd krävs, att dessa "överlappar" så att ett för bägge parter intressant prisintervall uppstår; området för avslut. Detta har den egenskapen, att det här för såväl köpare som säljare är mer fördelaktigt att träffa ett överlåtelseavtal än att inte träffa ett sådant avtal, oavsett var inom intervallet priset slutligen hamnar. Inom området strävar köpare och säljare efter att maximera sin nytta i den riktning som pilarna anger (U_s respektive U_k). Var överlåtelsepriset kommer att hamna, är en funktion av bl a parternas förhandlingsstyrka och -skicklighet samt deras förmåga att uppskatta varandras minimi- respektive maximivärden. Existensen av området för avslut, oftast olika stort med olika köpare inblandade, kan förklaras med exempelvis de ovan berörda integrationseffekterna och köparens speciella skatteförhållanden, vilka gör att företaget är mer värt för honom än för säljaren.

Det är, som nämnts, parternas förhandlingsstyrka som till del avgör var inom området för avslut priset kommer att hamna. En vanlig förhandlingstaktisk detalj är, att köparen försöker få säljaren att begära ett pris för företaget. Under lyckliga omständigheter kan det ju tänkas att säljaren begär ett pris, som är inte bara lägre än köparens pris utan även lägre än det pris hans genomförandeplan stipulerar att han kan öppna förhandlingarna med. Det är här viktigt att skilja mellan modellens prisbegrepp, som nästan alltid är dolda för motparten, och de overta prisbegrepp, som utgör förhandlingsbud.

En intressant iakttagelse är att det pris man enas om ofta är en s k "straddle", dvs medeltalet av köparens och säljarens overta pris eller avgivna bud (se bl a Webb. 1974, s 128).

Naturligtvis behandlas ett stort antal andra aspekter i förhandlingen om avtal. Mac Dougal, Malek (1970, s 72) talar om "the maze of technical, legal, and financial details surrounding a prospective acquisition". Här finns all anledning för såväl köpare som säljare att ha kompetent och erfaren expertis vid sin sida för att inte råka i underläge i förhandlingarna på grund av okunnighet eller oerfarenhet. Ett sådant underläge leder snabbt till nyttoförluster i modellens termer. En utomordentligt utförlig, men samtidigt lättillgänglig, redogörelse för förhandlingsprocessen ges i Freund (1975).

Vi har tidigare talat om, att hela överlåtelseprocessen är inriktad på riskreducering. I förhandlingarna mellan parterna är det vanligt att köparen försöker "nollställa" vad vi kan kalla den historiska risken genom att kräva att säljaren lämnar garantier för poster i balansräkningen. För att ta Sverige som exempel, kan det nämnas att bl a invest-
mentbolag tagit standardformulär i bruk för detta ändamål. Bruket av garantier, "representations and warranties" på engelska, har utvecklats till en skön, och för juridisk expertis inkomstbringande, konst i USA. Mace, Montgomery (1962, s 202) belyser denna inställning i ett citat: "In the first place we never go through with a deal unless we get a guarantee from the sellers of the statements we base our offer on - we put this guarantee into the purchase agreement. Secondly, we have our auditors move in as soon after the closing as possible".

När förhandlingarna mellan köpare och säljare har slutförts, kan avslut göras antingen omedelbart, vilket är mer sällsynt, eller med viss fördröjning för att avtalet skall kunna skrivas ut och godkännas av bägge parter. Normalt ombesörjer köparen utskrift, och därmed formulering, av avtalstexten. Detta kan i många fall vara en fördel. Vid ett fördröjt avslut är det vanligt att någon typ av dokument författas, som täcker perioden fram till den överenskomna dagen för avslut och som reglerar bl a parternas rätt att bryta det preliminärt ingångna avtalet. Detta är nämligen inte helt ovanligt. Rockwell (1968, s 131) citerar en känd amerikansk bankman, som "estimates that, even after the handshake, one out of two mergers fizzles".

3.3.3 Integrationsfasen

Integrationsfasen är den tredje och sista delen av överlåtelseprocessen. Som namnet antyder, integreras här de två företagen i avsedd omfattning. I ena änden av den skalan finns det orelaterade, konglomerata köpet, som förblir ett till största delen självständigt bolag, och i den andra änden det relaterade köpet av typ horisontell integration, som helt smälter samman med det köpande företaget. Problemen, liksom också de potentiella integrationsfördelarna, kan sägas vara kumulativa i den bemärkelsen att de problem, som det konglomerata köpet har, står att finna också i de koncentrisk köpen. Dessa senares problem utgör slutligen en del av de relaterade köpens hela problembild. Detta är självfallet en sanning med modifikation, men erfarenheten visar att problemen, och de potentiella fördelarna, växer med graden av integration.

På samma sätt som vid presentationen av de tidigare delarna av överlåtelseprocessen, kommer inte ett försök till heltäckande beskrivning att göras. I stället kommer vissa kritiska faktorer att behandlas.

Vi har tidigare talat om, att 2/3 av utfallet av företagsköpet bestämdes i strategifasen. Vi har vidare pekat på de problem som kan uppstå, och uppstår, i förvärvsfasen. Man borde då rimligen kunna dra den slutsatsen, att integrationsfasen dels är av underordnad betydelse, dels vanligtvis förlöper lugnt. Ett observerbart faktum är, att många företagsledning har den inställningen - åtminstone innan det första företagsköpet. Leighton, Tod (1969, s 91) skriver:

"To put it another way, most buyers, although they are explore at length the legal and financial aspects of an aquisition, fail to consider thoroughly, and in advance, how the new company will be operated and managed after the acquisition agreement has been signed."

Ledningen för köpande företag, ofta mycket framgångsrika, är vanligtvis väl kompetent att göra just detta; att leda företag. De problem som uppstår vid integrationen av ett uppköpt företag är dock ofta av en typ som ligger utanför ledningens erfarenhet och kompetens. Webb (1974, s 132) belyser detta: "But the induction of an acquisition is not a similar process to the on going management of an established business and certainly failures result from not appreciating some essential differences."

Vad som ofta inte beaktas, är att integrationen av de två företagen måste styras för att de potentiella integrationsvinster, av typ synergieffekter, skall kunna realiseras. Leighton, Tod (op.cit., s 99): "The expansion of two plus two into five doesn't just happen - it must be managed... The specific problem that faces group management here is to identify 'fits' and to cash in on them by aggressively encouraging cross-fertilization." Nyckeln till detta, säger författaren, är "continuous interaction among the management personnel of the group companies".

Ett funktionellt område, där integrationen erfarenhetsmässigt är speciellt problematiskt, är marknadsföring och försäljning. Detta framgår bl a av Mace, Montgomery (1962, s 255): "Most of the administrative jobs of integration involved in acquisitions were described as difficult, but one

area which seemed particularly perplexing was the integration of the marketing activities" och av följande citat på samma sida "'Sales, of course, was the most difficult'".

Integrationsprocessen berörs också av Howell (1970, s 72), som dessutom ger strukturen för vår behandling av allmänna kritiska faktorer i integrationsfasen:

"One phase of the acquisition process which has received scant treatment in the literature during the past ten years is the integration of new companies into the parent organization. This very complex process differs for each situation and is not easily generalized. Successful completion of this phase, however, will depend on how management approaches the following:

- Organization of acquisitions relative to the parent.
- Utilization of opportunities for functional integration.
- Establishment of systems for planning and control."

Integrationsfasen bör styras av en genomförandeplan, som snarast möjligt, efter inhämtande av eventuell, kompletterande information samt samråd, snarast möjligt ersätts av en plan för den fortsatta verksamheten. Processen är, som redan berörts, högst situationsspecifik, bl a beroende på vilken typ av företagsköp som är aktuell.

Vi har tidigare poängterat betydelsen av företagsledarens personliga engagemang i olika delar av överlåtelseprocessen. Hans roll är inte slutspelad i och med att avtalet om köp har undertecknats. Viktiga insatser återstår i integrationsfasen. Rockwell (1968, s 127): "The president's participation does not cease when the right company is located and the merger deal consummated. Often it is at this point that the most critical period begins. Once the agreement has been signed, it is the president's job to get the wheels moving and keep them moving, to start the cross-pollination of ideas, and to convert hopeful thinking to profitable action."

Vi kommer här att inrikta intresset främst mot konglomerata köp, där det köpta företaget blir ett fristående dotterbolag till köparen. Detta av den anledningen att den i kommande kapitel behandlade tekniken företagsköp med utfallsförbehåll, av skäl som skall anges nedan, resulterar i att köparen tillförs ett fristående dotterbolag.

Vad gäller den första punkten i Howell's tabell ovan, det köpta företags organisatoriska inplacement, är problemen för konglomerat köp inte stora; de förblir i allt väsentligt fristående. Det som här främst binder moder- och dotterbolag samman är ett system bestående av en lämpligt dimensionerad och kompetent finansavdelning, långt driven finansiell integration och väl utvecklade planerings- och kontrollsystem.

Vad avser den funktionella integrationen med långsiktiga effekter, är det i första hand central likviditetsförvaltning som är aktuell efter ett konglomerat köp, men även andra aspekter och följder av centraliserad cash management kan medföra integrationsvinster. Central resursallokering är, som vi visade vid behandlingen av produkt/marknadsportföljmodellen, en annan tänkbar integrationsfördel vid denna typ av köp. Tillförandet av extraordinär, ur dotterbolagets synvinkel, ledningskapacitet från moderbolaget kan vara exempel på en annan sådan fördel.

Planerings- och kontrollsystem är en väsentlig del av integrationsfasen. Vissa detaljer i kontrollarbetet kan, och bör, utföras omedelbart, medan resterande systemdelar installeras efter hand.

En viktig kontrolluppgift har moderbolagets revisorer. Det är vanligt att revisorerna går in i dotterbolaget omedelbart efter avslutet, om det inte redan tidigare kunnat göras, dels för att snarast bekräfta dotterbolagets "ingångsvärde", dels för att kartlägga de rutiner som gäller i företaget. På lång sikt utgör sedan revisorerna moderbolagets kanske bästa kontrollmöjlighet. Dit räknas då också eventuella internrevisorer som koncernen kan ha.

Om det köpta företaget är litet, händer det ofta att dess redovisnings-system är bristfälligt. Detta ställer då stora krav på moderbolaget att, beroende på situationen, ändra eller komplettera systemet eller alternativt att "översätta" de i systemet genererade rapporterna till det i moderbolaget använda formatet. Leighton, Tod (1969, s 98) förklarar varför:

"Otherwise, corporate headquarters may easily lose control of an operation, especially in the period of rapid growth which usually follows a transfusion of capital and management assistance."

Planerings- och kontrollsystemen för det fristående dotterbolaget begränsas ofta till att omfatta aggregerade resultatmått på bekostnad av detaljuppgifter om exempelvis produktionen. Syftet med förvärvet och tillgänglig personal och kompetens i moderbolaget är styrande för systemens utformning.

Den första tiden efter avslutet kan ofta systemen ersättas av personliga kontakter på olika nivåer i moder- och dotterbolagen. Det är därför av största vikt att sådana kontakter snarast möjligt etableras, om detta inte skett redan vid förhandlingarna om köp. Ett annat skäl för sådana direkta kontakter är att rapportrutinerna i ett företag lätt tycks råka i olag i samband med en överlåtelse.

Dotterbolagets personal måste omedelbart få besked om köparens avsikter med förvärvet och hur detta kan komma att påverka dem. Detta kommer att behandlas närmare nedan.

Kitching (1973, s 158) redovisar sammanfattningsvis följande erfarenheter:

"But apart from the details, there are certain key areas that must be promptly dealt with if the new subsidiary is to be effectively integrated. The executives interviewed suggest that these are to:

1. set up communications channels;
2. make decisions on keeping the other company's personnel;
3. set up reporting relationships;
4. get the planning and control systems progressively installed."

Som bekant gäller i Sverige speciella villkor vad avser punkt 2. Våra trygghetslagar gör det ju mycket svårt att handskas med de anställda på ett skönsmässigt sätt. Vid en eventuell inskränkning i driften är det dessutom facket som specificerar den turordning som skall gälla för friställande av arbetskraft. Företagsledningens handlingsfrihet på detta område är av bl a dessa anledningar starkt beskuren.

En aspekt av integrationsfasen, som lätt förbises eller kanske gärna förbises därför att den upplevs som svår att åtgärda och dessutom ofta ligger utanför företagsledningens normala kompetens, är de psykologiska effekterna av en företagsöverlåtelse. Dessa skall här i korthet beröras.

De effekter som kan bli aktuella i de två organisationerna är, enligt Blake, Mouton (1983, s 42), oberoende av företagens storlek, följande:

Säljaren

"Confronted with a new owner and new reporting relationships, managers are likely to feel any one or all of the following tensions and emotions:"

- Violation of expectations
- Fear of the unknown
- Loss of autonomy
- Previous antagonism toward the acquiring organization
- Fear of streamlining

Köparen

"The motivations in the acquiring organization are likely to be significantly different than those described above as prevailing in the organization being acquired."

- Pride of ownership
- Presumption of understanding of the organization being acquired
- Expectation of spontaneous cooperation

Vad beträffar det sålda företaget, är oro och ängslan inför en upplevt osäker framtid erfarenhetsmässigt mycket vanliga. Även om jobbet inte skulle vara i fara, kan överlåtelsen komma att innebära omplacering eller förflyttning. De anställda kan exempelvis känna sig svikna, "sålda", av den tidigare ägaren och hysa tvivel om sitt "egentliga" värde. Företagsledningen som tidigare haft mer eller mindre full bestämmanderätt över sitt handlande, har nu plötsligt en överordnad struktur att ta hänsyn till och direktiv från.

Det köpande företags ledning och personal kan tänkas känna stolthet över att man gjort ett riktigt "klipp" när man lyckades köpa sitt nuvarande dotterbolag, och sådana känslor överförs lätt till den senare organisationen, där det kan förstärka känslan av personlig värdeförlust. Vanligt är att köparen tror sig ha en bättre förståelse än säljaren för hur företaget skall fungera i produktion och marknadsföring. Detta leder till att förutsättningarna för ett gott samarbete reduceras. Dessa kan

ytterligare reduceras av att köparen, helt orealistiskt i de flesta fall, förväntar sig att säljarens ledning och personal oförbehållsamt skall samarbeta med köparen.

En aspekt som alltmer börjar noteras, är företagskulturen (se bl a Ansoff, 1979, kap. 8) och dess betydelse vid företagsomgående. Kulturen omfattar bl a organisationens normer och värderingar som, förutom att de tycks vara av avgörande betydelse för hur smidigt en överlåtelse skall kunna genomföras, är synnerligen svåra att påverka på kort sikt. Om kulturerna i de två företagen inte är kompatibla, blir resultatet en kulturkollision, med vanligtvis förödande resultat. Det blir alltmer uppenbart, att en analys av denna aspekt bör ingå som en del av arbetet i sökprocessen.

Mot bakgrund av den förda diskussionen om psykologiska faktorer i överlåtelseprocessen, är det företagsledningens, eller den eller de som ledningen utser, uppgift att motivera säljaren att samarbeta och att presentera ett gott resultat. En förutsättning för detta är att de blockeringar, som uppstått, undanröjs. Blake, Mouton (op.cit., s 43 ff) tar upp, och beskriver, fusionseminarier med deltagare från såväl köpare som säljare som ett sätt att påverka dessa blockeringar. Rogers (1975, s 149) ger ett annat exempel: "Encountergruppen eller den målorienterade gruppen har använts på många sätt i industrisammanhang. Ett av de mer fantasifulla sätten har rört de psykologiska problem som uppstår när två bolag slås samman."

Den sista kritiska faktorn vi skall ta upp, när det gäller integrationsfasen, är information. Vi har tidigare behandlat att sekretesskravet under förvärvsfasen medför, att informationen till bl a de anställda i det köpta företaget blir bristfällig. Detta kan vara en förklaring till den osäkerhet och oro som dessa känner. Förhållandet kan, och bör, åtgärdas snarast efter avslutet. Leighton, Tod (1969, s 95) skriver:

"It is critical to deal with the anxieties of everyone concerned immediately after the acquisition: those of the seller, the parent company personnel, the suppliers, the customers, and the community. The best strategy is for the acquiring corporation and the seller to join together in formulating a plan for allaying anxieties, and to do this well in advance of signing."

Den plan som omnämns i citatet kan ha följande innehåll (Leighton, Tod, op.cit., s 95), varvid bortses från lagstadgad informationsplikt:

1. Säljarens VD förklarar i brev till alla sina anställda på avslutsdagen varför han accepterat köparens bud.
2. Köparen informerar pressen om köpet och de planer man har för framtiden.
3. Köparens VD presenterar sitt företag i brev till alla anställda i det köpta företaget. Vidare anger han orsakerna till att han valt just deras företag och vilka icke-ekonomiska fördelar han förväntar sig.
4. En gemensam kommuniké tillställs leverantörer, större kunder och affärspressen med utdrag ur avtalet.
5. En sammankomst äger rum inom en vecka från avslutstidpunkten för företagsledning och arbetsledande personal i de två företagen. Bägge verkställande direktörerna presenterar mer i detalj de fördelar som samgåendet förväntas medföra.
6. Diskussioner initieras mellan nyckelpersoner i moderbolaget och säljarens bankkontakter, juridiska ombud, revisorer m fl.
7. Kommunala instanser kontaktas och företagets framtidsplaner presenteras.

Förutom att dessa aktiviteter har en rent informationsförmedlande funktion, har de reellt egenvärde som symbolhandlingar. Vi ser då inte begreppet symbolhandling som synonymt med skenhandling, utan snarare som en aktivitet som av mottagaren uppfattas som ett betygande av respekt.

För att avsluta beskrivningen av integrationsfasen och dess kritiska faktorer, skall tre citat ur Mace, Montgomery (1962, s 230 och 276) presenteras:

"... the truism that the acquired organization is composed of people - people with fears, ambitions, anxieties, insecurities, abilities, and potentials. Frequently this underlying and basic fact of business life gets overlooked."

"The values to be derived from an acquisition depend largely upon the skill with which the administrative problems of integration are handled. Many potentially valuable acquired corporate assets have been lost by neglect and poor handling during the integration process. Each organization acquired is composed of a unique combination of human and physical assets, and it is the job of the acquiring company management to motivate and administer the unique group to achieve the objectives which made the arrangement appear to be a good deal in the first place."

"But it is possible to perform the integration phase of an acquisition according to its definition, 'Harmonious co-ordination of behavior and personality with one's environment,' and we add, at a profit."

4. Företagsvärdering

Framställningen i detta kapitel är starkt påverkad av professor Sven-Erik Johanssons tankar, uttryckta i bl a Johansson (1957, 1961, 1973) och Johansson, Lundman (1966). Detta inte sagt som ett försök att fränhända mig ansvaret för eventuella felaktigheter i framställningen - det ansvaret ligger helt på mig.

Vi talade i föregående kapitel om "myten om företagsvärderingens vikt" och avsåg då själva tekniken, som vi ser som en underordnad dimension till företagsanalysen. Formalisering, kvantifiering i värdetermer, av den gjorda analysen av en given uppköpskandidat, är av stor betydelse. Företagsvärdering är ett nödvändigt inslag i en rationell förvärvshantering, men, och detta är ett stort men, den får aldrig ge sken av att i sig innebära en osäkerhetsreduktion. Osäkerheten för en investerare är lika stor oavsett om beslutsunderlaget är verbalt eller har översatts i numerisk form. Väsentligt är att det kritiska värde, som köparen använder i förhandlingen med säljaren, skall avspegla den sannolikhetsfördelning för framtida utfall som köparen, enligt vårt resonemang i kapitel 2, måste uppskatta för att man skall kunna beteckna hans beteende som rationellt. Med köpare avses då beslutsfattaren eller beslutsfattarna och inte den eller de personer, som gjort analysen av säljaren.

Detta krav kan tillgodoses genom att de antaganden, på vilka analysen och därmed värderingen vilar, öppet redovisas på ett sådant sätt, att de tillåter beslutsfattaren att lätt undersöka hur förändringar i dessa antaganden påverkar värderingens resultat. Beslutsfattaren skall med andra ord kunna utföra känslighetsanalyser på basis av det beslutsunderlag, som serveras honom. Ett vanligt sätt att göra detta är att ange köparens mest sannolika resultat och omge det med ett optimistiskt och ett pessimistiskt alternativ, vilket alltså kan ses som ett mycket enkelt försök till uppskattning av utfallets sannolikhetsfördelning. På detta sätt kan effekterna av de olika alternativen studeras och ett förväntat värde, dvs summan av varje utfallsalternativ vägt med dess subjektiva sannolikhet, beräknas.

När vi här talar om företagsvärdering, avses värdering vid överlåtelse. Denna skiljer sig avsevärt från värdering exempelvis i samband med taxering, för vilken särskilda regler gäller; regler som gör denna typ av värdering direkt olämplig i överlåtellesammanhang. Vi avser vidare frivillig överlåtelse i vilken ett aktiebolag (AB) köper ett annat AB, eller rättare sagt aktierna i ett annat bolag. Det vi här kallar företagsvärdering borde kanske hellre kallas aktievärdering. För att fokusera intresset på det företag som köps och inte på de värdepapper, som representerar detsamma, behåller vi dock beteckningen företagsvärdering.

Vi går inte in på en närmare diskussion om de många olika värdebegrepp, som förekommit i främst internationell litteratur om företagsvärdering. Vår utgångspunkt är, att ett företag i en överlåtellesituation inte har något objektivt bestämbar värde. Det har däremot ett visst, subjektivt baserat värde ur köparens och ett likaledes subjektivt värde ur säljarens synvinkel. Dessa värden sammanfaller vanligtvis inte och utgör om de "överlappar", som föregående kapitel visade, parternas kritiska värden i en förhandlingssituation. Om vi vill vara riktigt exakta, räcker det att parternas kritiska värden sammanfaller; någon "överlappning" och därav följande område för avslut krävs inte för att en överlåtelse skall komma till stånd.

Det kapitalvärde (K) ett företag har kan bestämmas, baserat på beslutsfattarens situation och framtidsuppfattning, med hjälp av följande formel:

$$(4.1) \quad K = \frac{a}{i}$$

där a = framtida genomsnittlig avkastning

i = kalkylräntefot

Vi återkommer nedan till dessa begrepp.

Denna formel ger kapitalvärdet för ett företag som förväntas ge avkastning under evig tid.

En beräkning av företagets kapitalvärde för en viss, given tidsperiod, kan göras med hjälp av följande formel, i vilken vi förutsätter att avkastningen kan tillgodosgöras i slutet av respektive år:

$$(4.2) \quad K = a \frac{1 - q^{-n}}{i} + Lq^{-n}$$

där a = genomsnittlig avkastning under perioden

$$q = 1 + i$$

n = antalet år i den aktuella tidsperioden

L = företagets försäljnings- eller likvidationsvärde.

Sambandet mellan de två formlerna ses om vi antar att den aktuella tidsperioden i formel (4.2) är oändlig. Vi får då

$$K = a \frac{1 - q^{-\infty}}{i} + Lq^{-\infty}$$

$$q^{-\infty} \approx 0, \text{ varför } K = \frac{a}{i}$$

För en utförlig jämförelse av de två metoderna vad avser livslängdsantaganden hänvisas till Johansson, Lundman (1966, kap. 2).

Innan vi går in på direkta metodfrågor vid värderingen av företag, är det på sin plats med en allmän kommentar i form av ett normativt påstående.

All fullständig företagsvärdering vid överlåtelse innebär för köpare och säljare någon form av avkastningsvärdering, där de framtida betalningskonsekvenserna uppskattas och kapitaliseras. Hänsyn tas därvid till den risk som, ur köparens synvinkel, upplevs vara förknippad med företagsköpet.

Så kallad substansvärdering kan göras av två anledningar:

1. Som ett led i en avkastningsvärdering, där de framtida betalningskonsekvenserna hänförs till dels normal avkastning på företagets substans, dvs nettotillgångar, dels övernormal avkastning på denna substans. Det kapitaliserade värdet av den övernormala avkastningen utgör företagets goodwill. Annorlunda uttryckt är den övernormala avkastningen lika med avkastningen på företagets goodwill, som inte är en över tiden konstant storhet. Detta är en förklaring till att sådan övernormal avkastning existerar.

2. För att utgöra ett kontrollvärde vid bedömning av rimligheten i avkastningsvärderingen. Förutsättningen för detta är dock att man med substansvärde här avser företagets likvidationsvärde och inte dess värde som "going concern", vilket görs i föregående fall.

Med denna uppdelning kan vi urskilja två typer av substansvärden:

1. Värdet på företaget som "going concern".
2. Värdet på företaget vid dess upplösning, dvs dess likvidationsvärde.

Substans- och goodwillvärdena är då underordnade begrepp i den enda relevanta värderingsmetoden vid företagsöverlåtelser, nämligen avkastningsvärdering. Likvidationsvärdering ses som ett specialfall, där företagets enda framtida avkastning är det som en likvidation inbringar.

I enlighet med vår diskussion ovan kan avkastningsvärdering göras på två olika sätt; med antagande om evig avkastning eller med antagande om tidsbegränsad sådan.

En avkastningsvärdering för evig tid kan göras med ekvationen (4.1) ovan, dvs $K = \frac{a}{r}$, där kapitalvärdet är lika med den genomsnittliga, förväntade avkastningen per år dividerad med kalkylräntan, eller egentligare kalkylräntefoten. Detta är den enklaste tänkbara modellen för avkastningsvärdering, men den används här för att belysa de generella frågeställningar som är förknippade med denna typ av modeller. Det är denna modell som ofta används i praktiken i ett läge, där en snabb, schablonartad värderingsmetod krävs. En köparens förräntningskrav på exempelvis 25 % kan då direkt översättas i ett värde, som i detta fall motsvarar fyra gånger den genomsnittliga avkastning, som köparen väntar sig att företaget skall kunna ge.

Två problem aktualiseras vid en praktisk tillämpning av modellen; vad som avses med avkastning och vilken kalkylränta som skall användas. Vi ser problemet ur köparens, investerarens, synvinkel och konstaterar då, att vi med avkastning måste avse de framtida betalningskonsekvenser för investeraren, som köpet förväntas medföra och inte företagets redovisade eller justerade vinst. Bedömningen av betalningskonsekvenser kan ses som uppdelad i två moment; för det första en prognos över det köpta företagets framtida resultat, för det andra en "översättning" av detta resultat till betalningskonsekvenser i det köpande företaget. Ett steg i denna riktning

kan vara att använda utdelningsbar vinst som mått på den förväntade framtida avkastningen. Om inte köparen förväntar sig kontinuerligt avtagande räntabilitet i det köpta företaget, förutsätter nämligen modellen implicit att all vinst delas ut och att det följaktligen inte sker någon vinstnedplöjning. Ett undantag från detta är det fall, då internräntan i företaget är lika med investerarens aktuella kalkylränta.

Bland tänkbara betalningskonsekvenser kan som exempel på betalningar till köparen nämnas utdelningar, utskiftning och köpeskillning vid framtida försäljning. Kapitaltillskott, exempelvis vid nyemission, är exempel på betalningar från köparen. Lånetransaktioner med ty åtföljande räntebetalningar kan i vissa fall också ingå liksom naturligtvis "interna" effekter på det köpande företaget. Priser, försäljningsvolym och kostnader kan ju påverkas av köpet (Johansson, 1973, s 29).

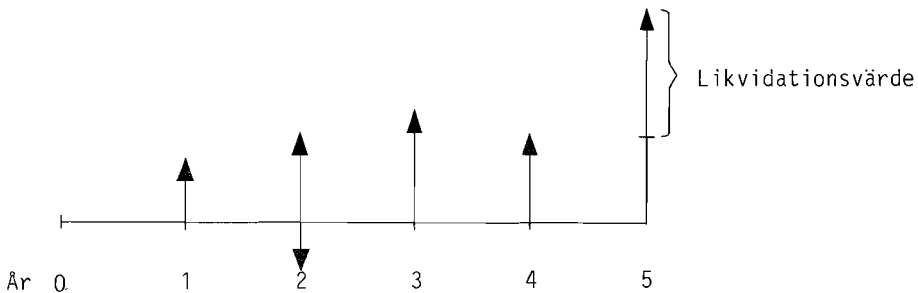
Parentetiskt kan sägas, att om en analys av det köpta företaget ger vid handen, att detta har rörelsefrämmande tillgångar eller överlikviditet, som inte behövs för att generera och i framtiden bibehålla den förväntade, genomsnittliga årsvinsten i företaget, bör värdet av dessa läggas till kapitalvärdet. Med samma resonemang skall då underlikviditet, som alltså kräver kapitaltillskott från köparen, dras ifrån formelns kapitalvärde.

Den kalkylränta som köparen använder sig av är subjektivt bestämd. Den uttrycker den förräntning på investerat kapital, här köpeskillingen, som han kräver för att göra investeringen. Om vi vänder på det hela, är köparen beredd att betala så mycket för företaget, att den förväntade avkastningen på investeringen är lika med just denna kalkylränta. Resonemanget låter bestickande enkelt, men i praktiken är ett rationellt bestämmande av kalkylräntefoten ofta ett svårt problem. Vi skall inte närmare gå in på problemet, då det är generellt för investeringskalkyler och är väl behandlat i litteraturen (se bl a Johansson, Lundman, 1966, kap 2). Dock skall nämnas att ett sätt att bestämma kalkylräntefoten är att utgå från en viss marknadsränta, vilken kan variera med den aktuella situationen, och till den göra ett risktillägg, som också varierar med situationen. Ett annat är att kalkylräntefoten bestäms som alternativutnyttjandekostnaden för kapital. I praktiken kan dessa båda metoder tjäna som föreställningsramar, men det subjektiva inslaget i bestämmandet av kalkylräntefot kvarstår. Det förtjänar dock påpekas att Capital Asset Pricing-modellen, som tidigare nämnts, i vissa situationer kan användas som hjälpmedel vid kapitalkostnadsberäkningar.

Om vi ser på de två faktorerna betalningskonsekvenser och kalkylräntefot, kan den första i en överlåtelsesituation beräknas på basis av den tidigare genomförda företagsanalysen som, med gjorda antaganden, utmynnar i beslutsfattarens prognos för framtida utfall. Denna analys och den tidigare utförda analysen av det egna företaget och dess omvärld utgör underlaget för det subjektiva bestämmandet av kalkylräntefot.

Avkastningsvärderingen vid tidsbegränsat innehav kan utgå från ekvation (4.2) endast i det fall att köparen räknar med identiska årliga betalningskonsekvenser. I ett sådant fall kan dock den enklare ekvationen (4.1) tjäna som värderingsmodell.

För att kunna värdera betalningsserier som inte är konstanta, krävs att hänsyn kan tas till betalningen för varje enskilt år. Detta kan göras i en modell för investeringsbedömning av följande slag, i vilken vi antar en 5-årig tidshorisont:



Figur 4.1 Investeringskalkyl vid företagsöverlåtelse

I modellen betecknar uppåtriktade pilar betalningar till köparen, inbetalningar, och nedåtriktade pilar betalningar från köparen, utbetalningar, exempelvis i form av kapitaltillskott. För köparen är uppåtriktade pilar således positiva och nedåtriktade pilar negativa. En diskontering med vald kalkylräntefot av varje års betalningskonsekvenser till år 0 ger, efter summering, nuvärdet av betalningsströmmarna. Perioden avslutas med inbetalningar, som innefattar företagets beräknade likvidationsvärde. Nuvärdet, eller kapitalvärdet (K) som vi skall fortsätta att kalla det, utgör då det pris som köparen maximalt kan betala, hans kritiska värde med gjorda antaganden.

Detta kan skrivas:

$$(4.3) \quad K = \sum_{t=1}^n (a_t - b_t)q^{-t}$$

där K = nuvärdet av de framtida betalningsströmmarna, vilka för ett givet år kan vara positiva eller negativa

a_t = inbetalningar (vid slutet av varje år)

b_t = utbetalningar (vid slutet av varje år)

t = respektive år (1 - 5 i figur 4.1)

n = kalkylperiodens sista år

i = kalkylräntefoten

$q = 1 + i$

Om vi som exempel tar år 5, multipliceras detta års betalningsström med $(1 + i)^{-5}$, vilket är detsamma som det inverterade värdet av $(1 + i)^5$, dvs $\frac{1}{(1 + i)^5}$, varpå samtliga års nuvärden summeras och investeringens, företagsköpets, kapitalvärde fås.

Från säljarens synpunkt är företagsöverlåtelsen en desinvestering, för vilken samma typ av kalkyl som ovan kan göras.

En nackdel med värderingsmetoden för tidsbegränsat innehav upplevs ofta vara, att ett likvidationsvärde vid periodens slut måste uppskattas, varvid hänsyn måste tas bl a till eventuella avvecklingskostnader. Den ersätts därför ofta av modellen för evig tid om genomsnittliga betalningskonsekvenser är allt man tycker sig kunna och behöva uppskatta, exempelvis vid köp av företag med lång och jämn resultatbakgrund.

Väsentligt är att beslutsfattaren, användaren av modellerna, är medveten om de antaganden, som ligger bakom desamma och att han utnyttjar möjligheterna till känslighetsanalyser. På detta sätt kan beslutsfattaren få sin uppfattning om framtiden omvandlad till ett värde, ett kritiskt värde, på det potentiella företagsköpet.

De framtida skattekonsekvenser, som företagsköpet medför, skall i princip medräknas vid värderingen av företag. Dessa konsekvenser är emellertid synnerligen situations- och kombinationsspecifika, varför generella riktlinjer för behandlingen av skatt i företagsvärderingen är svåra att ange.

Det är viktigt att inse, att ett hänsynstagande till skatt i en given situation innebär en prognos över bl a framtida skattebelastning och skattekrediter och att den är behäftad med osäkerhet på samma sätt som de prognoser över avkastning, som görs inför värderingen.

Värderingsmodellen för evig tid, som får följande utseende om hänsyn tas till en antagen konstant bolagsskatt:

$$(4.4) \quad K = \frac{(1 - s)a_f}{i_{es}}$$

där a_f = avkastning före skatt

s = nominell skattesats

i_{es} = kalkylräntefoten efter skatt

Ieder dock till samma resultat som den ursprungliga modellen utan hänsynstagande till skatt. Detta under förutsättning att, som vanligt är, kalkylräntefoten före skatt reduceras proportionellt med skattesatsen, dvs med $(1 - s)$. En sådan komplicering av modellen har således inget informationsvärde.

Två frågor som bör aktualiseras inför valet att göra bedömningen av investeringars lönsamhet med eller utan hänsynstagande till skatt är (Johansson, 1973, s 115):

1. Kan rangordningen mellan alternativa investeringsprojekt väsentligen förändras om den grundas på en lönsamhetsbedömning efter skatt i stället för före skatt?
2. Hur komplicerat är det att bygga in skattefaktorn i metodiken för investeringskalkylering?

Svaret på dessa frågor är i en överlåtelseprocess avhängigt av den aktuella situationen för både köpare och säljare och, framför allt, av beslutsfattarens subjektiva uppfattning om framtiden.

Hänsynstagande till inflation, här utan närmare definition (se Näslund, 1976, s 2), i avkastningsvärderingen måste, liksom i skattefallet, inkludera en prognos, i detta fall över hur inflationen påverkar olika kostnads- och intäktsposter i det potentiella dotterbolaget. Vilka eftersläpningseffekter kan man räkna med i förhållandet mellan företagets ut- och inbetalningar? Hur påverkas kostnaderna respektive efterfrågan på företagets produkter?

Den detaljerade informationsbakgrund, som krävs för att köparen skall kunna ta hänsyn till sådana inflationseffekter, saknas vanligtvis innan förhandlingar mellan parterna påbörjats. Om köparen väljer att ta sådana effekter i beaktande, är det därför av vikt att förhandlingarna på ett tidigt stadium inriktas på att i dessa avseenden komplettera bilden av det aktuella företaget.

En iakttagelse av praktisk betydelse är det faktum, att en nominell ränta, penningränta, vid konstant inflationstakt kan konverteras till realränta för ett givet projekt. Penningräntefoten minus realräntefoten är lika med inflationstakten, om vi förutsätter kontinuerliga betalningsströmmar och kontinuerlig ränteberäkning (se bl a Johansson, 1973, s 93). Detta medför, att det i en förvärvssituation, där det gäller att rangordna tänkbara företag att köpa, är likgiltigt vilket mått man begagnar sig av i sin kalkyl. Därmed dock inte sagt att man i denna kan bortse från skillnader mellan olika företag vad avser inflationskänslighet, dvs resultatpåverkande effekter som ett resultat dels av den genomsnittliga inflationstakten, dels av de ständigt återkommande förändringarna i denna.

När det gäller hänsynstagande till skatt och inflation i samband med investeringskalkylering, gäller det allmänt, att det är väsentligt att en sådan bedömning sker centralt i företaget. Företagsköp är bara en av flera tänkbara investeringar, som konkurrerar om knappa resurser och en sådan konkurrens bör ske på lika villkor (se Näslund, 1978, s 136 f).

Vi skiljer här, som tidigare nämnts, mellan två typer av substansvärden, nämligen värdet på företaget som "going concern" och värdet på företaget vid dess upplösning; även kallat likvidationsvärde.

Värderingen av det i drift varande företags substans, dvs tillgångar minus skulder, har, om den inte ingår i en goodwillberäkning, knappast något berättigande i en överlåtelsesituation. En sådan fristående substansvärdering görs erfarenhetsmässigt mycket ofta inför ett företagsköp såväl i Sverige som utomlands. Av vilken anledning görs då en sådan värdering och ger de ett användbart mått på företags värde? Johansson (1973, s 20 ff) behandlar några av många i litteraturen anförda motiv:

"Ett motiv är det jag nyss antydde, nämligen att man vill få ett underlag för en bedömning av vilken räntabilitet den förväntade framtida vinsten representerar, satt i relation till substansvärdet. Är detta syftet med en substansvärdeberäkning, är den egentligen bara ett led i avkastningsberäkningen, nämligen ett sätt att kontrollera säkerheten i den framtida vinsten, här speciellt med hänsyn till risken för ökad framtida konkurrens. Substansvärdeberäkning är alltså ett led i vårt sätt att kontrollera vinstprognosen, inte ett självständigt mått på företags värde."

Ett annat motiv som nämns är, att man vill ha en uppfattning om vad det skulle kosta att starta ett nytt företag, likvärdigt med det man överväger att köpa, eller med andra ord företags reproduktionsvärde. Köparen kan då, som alternativ till företagsköpet, i stället starta ett nytt företag. Det kan dock ifrågasättas om substansvärdet är ett relevant mått på kostnaden för att starta ett nytt företag. Ett existerande företag är vanligtvis starkt situationsspecifikt.

Ett tredje motiv är att substansvärdet skall utnyttjas för kontroll av avkastningsvärdet. Vilken typ av kontroll är dock ofta oklart. En inte ovanlig uppfattning är att ett företag med högt substansvärde innebär en mindre riskexponering vid given avkastning än ett företag med lägre substansvärde. Man är av denna anledning beredd att betala ett högre pris för det förra företaget. Förutsättningen för detta resonemang är dock, som tidigare påpekats, att man med substansvärde avser företags likvidationsvärde, dvs vad man vid en avveckling av företaget med försäljning av företags tillgångar netto kan realisera.

Tekniken vid substansvärdeberäkning skall, liksom dess många inneboende skatteproblem, här helt förbigås. Som en avslutning på detta avsnitt vill jag till fullo instämma i professor Johanssons ord (1973, s 22): "Det torde framgå av denna diskussion att jag personligen inte har mycket till övers för ett traditionellt substansvärde som mått på företagsvärdet".

Ingår däremot substansvärderingen endast som ett led i köparens försök att skapa sig en mångfasetterad bild av uppköpskandidaten, är användandet av metoden invändningsfritt. Det är dock en öppen fråga, om informationsvärdet motsvarar kostnaden för beräkningen.

Företagets goodwillvärde kan beräknas på två olika sätt; med en direkt eller en indirekt metod. I den indirekta metoden utgör goodwillvärdet en restpost, nämligen skillnaden mellan företagets avkastningsvärde och dess substansvärde. Det utgör därmed ingen nödvändig förutsättning i värderingsprocessen och metodens informationsvärde är lågt.

I den direkta metoden däremot är en beräkning av goodwillvärdet nödvändig. Vi har tidigare redogjort för resonemanget bakom metoden, men belyser den ytterligare med följande citat (Johansson, 1973, s 19):

"Det förekommer också att man gör företagsvärderingar genom att beräkna en form av substansvärde plus ett goodwillvärde. Goodwillvärderingen bygger därvid normalt på en jämförelse mellan en beräknad framtida vinst, satt i relation till ett substansvärde, och en uppfattning om normal förräntning. Därest vinsten anses representera mer än normal förräntning på substansvärdet, utgör detta ett kriterium på att det finns ett goodwillvärde. Den övernormala vinsten diskonteras på ett eller annat sätt, ofta till en högre kalkylränta än den normala eller för en kortare period än den under vilken man räknar med att den normala vinsten skall utgå."

Tanken bakom detta senare förfarande är den, att en övernormal vinst på sikt medför ökad konkurrens, varvid den övernormala vinsten avtar eller helt försvinner. Sättet att beakta just denna risk av de många olika riskmoment, som kan urskiljas och ofta kanske inte klart urskiljes i en förvärvssituation, och speciellt med användande av begrepp som substansvärde och normal vinst, utgör en stark överförenkling, vars osäkerhetsreducerande effekt är oklar.

Vi har behandlat företagsköp enbart som en investeringsprocess, i vilken ett kapitalvärde på företaget beräknas och detta i syfte att poängtera lämpligheten av just denna ansats. I praktiken används också andra metoder för investeringsbedömning.

5. Förbehållsköp – teoretisk analys

5.1 INLEDNING

Kapitlets huvudsyften är 1) att analysera effekten av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll på köparens osäkerhet vid företagsförvärv samt sambandet mellan köparens totalrisk och utformningen av utfallsförbehållet och 2) att analysera om och hur tekniken möjliggör företagsförvärv som eljest inte skulle ha kunnat komma till stånd.

Vi ser företagsköp som en investering, vilken sker under osäkerhet. Denna osäkerhet söker den rationelle investeraren att reducera med olika medel. Ett steg i denna riktning kan vara att investeraren använder sig av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll eller, med ett enklare uttryck, förbehållsköp. Osäkerheten hänför sig i första hand till det köpta företags framtida resultat, dvs de medel som detta kan generera och som i form av betalningskonsekvenser kommer investeraren tillgodo. Dessa betalningskonsekvenser påverkar investerarens marknadsvärde, som vi ju tidigare förutsatt att han strävar efter att maximera.

Investerarens upplevda osäkerhet vad avser det köpta företags framtida resultat hänför sig dels till vad vi kan kalla genuin osäkerhet i företags framtid, dels till relativ osäkerhet på grund av att han inte har lika ingående information och kunskap om företaget, som säljaren har. Det existerar alltså ett informations- eller osäkerhetsgap mellan köpare och säljare. Detta gap reduceras normalt i förhandlingar mellan parterna, men kan vanligtvis inte slutas helt. Det kan ligga i säljarens intresse att information av upplevt negativ natur inte kommer till köparens kännedom, om den bedöms kunna ha avsluts- eller prispåverkande effekt. Vidare kan tänkas att köparen, inom eller utom ramen för accepterat beteende, påverkat resultatet och resultatutvecklingen de senaste åren före köpet. Denna historiska resultatnivå och -utveckling spelar i många fall en avgörande roll i köparens bedömning av företags förväntade framtida resultat och därmed i bedömningen av det pris han kan betala. En tredje förklaring till att informationsgapet inte helt kan slutas är det faktum, att det bl a av tidsskäl är omöjligt att till köparen överföra all den kunskap om företaget, som säljaren har.

Informationsmässigt befinner sig alltså köparen i underläge. Kan han, genom att begagna sig av tekniken förbehållsköp, eliminera de tänkbart negativa konsekvenserna av detta underläge och samtidigt reducera effekterna av den genuina osäkerheten om företagets framtid?

5.2 SYSTEMET FÖRBEHÅLLSKÖP

5.2.1 Definition och terminologi

Företagsköp med utfallsförbehåll innebär att köpeskillingen görs avhängig av det köpta företagets framtida resultat eller annan variabel under en viss, avtalad tidsperiod. Köpeskillingen är ex ante helt eller delvis obestämd och delas i det senare fallet upp i en fast och en rörlig del. Den fasta delen kan ses som en "handpenning" på företaget och den rörliga delen, som alltså är utfallsberoende, kan ses som slutbetalningen. Den fasta delen kan vara större än den faktiska köpeskillingen ex post, vilket innebär att den rörliga delen då är negativ. I detta fall reduceras köpeskillingen om ett avtalat utfall inte uppnås under avtalsperioden. Säljaren får full betalning vid överlåtelse tillfället, men förbinder sig att betala tillbaka viss, utfallsberoende del om vinsten understiger den prognosticerade. Vid denna typ av avtal, som vi kan kalla minusmetoden, kan en viss del av köpeskillingen nedsättas i förvar.

Här skall dock endast studeras förbehåll, där den rörliga delen förväntas vara positiv och tillfaller säljaren i form av en vinstandel. Denna andel har den specifika egenskapen att den kan vara större än 100 %.

Förbehållsköp kallas i Sverige även företagsköp med rörlig köpeskillning eller köp med delvis obestämd köpeskillning (se bl a Björling, 1975; Hagstedt et al, 1979). Ett alternativt uttryck, som nämndes av några i studien intervjuade, är att köpa företag "på formel".

I engelskspråkiga områden talar man exempelvis om "contingent price corporate acquisitions", "contingent payouts" eller "earnouts" (se bl a Reum, Steele, 1970; Freund, 1975).

5.2.2 Systemets egenskaper

Förbehållsköp förutsätter som regel

att ägandet av det köpta företaget övergår till köparen i samband med avslut,

att säljaren ansvarar för (eller kan kontrollera och påverka) företagets skötsel under avtalsperioden,

att avtal träffats om hur den vinst, som skall delas, skall mätas och kontrolleras och

att köparen under avtalsperioden ej kan integrera det köpta företags verksamhet med annan sådan och därigenom nå integrationsfördelar.

Utfallsförbehållet kan syfta till

att reducera för köpare och säljare gemensam osäkerhet, som inte beror på tillgång till olika information vid förvärvstillfället, dvs genuin osäkerhet,

att reducera den för köparen specifika osäkerhet, som beror på mindre information och kunskap om företaget än vad säljaren har, dvs relativ osäkerhet och/eller

att stimulera säljaren att sköta företaget så bra som möjligt under avtalsperioden eller med andra ord att genom vinstdelningssystemet ge säljaren incitament till god "performance".

Utformningen av förbehållsavtalet påverkas av sambandet mellan företagets förväntade värde vid avtalsperiodens slut (V_1) och det förväntade utfallet under denna period (U_R). Två typfall av samband är här i första hand av betydelse:

1. V_1 är oberoende av U_R , dvs U_R ger ingen ny information för bedömning av V_1 .
2. V_1 är beroende av U_R . Sambandet kan vara positivt så att högre U_R leder till högre V_1 . Det kan också tänkas vara negativt på grund av att företaget under avtalsperioden sköts på ett sådant sätt att vinsten "transfereras" från perioden efter avtalsperioden till densamma i syfte att ge säljaren större totala vinstandelar. Härtill kommer att U_R och sambandet mellan U_R och V_1 kan vara beroende av den incitamentseffekt som den utfallsberoende köpeskillingen kan ha på skötseln av företaget under avtalsperioden.

5.3 FÖRBEHÅLLSKÖP OCH OSÄKERHET

5.3.1 Osäkerhet

Den osäkerhet, som främst skall behandlas i de närmaste avsnitten, är spridningen i de förväntade betalningskonsekvenserna för investeraren.

Två typer av sådan osäkerhet kan urskiljas, mot vilka investeraren skulle kunna tänkas vilja skydda sig genom att använda tekniken förbehållsköp i stället för köp med fast pris:

1. Risk för positiv eller negativ avvikelse från fördelningens medelvärde.
2. Risk för enbart negativ avvikelse från fördelningens medelvärde, s k downside risk.

Den första risken är den i finasteoretisk analys använda (se avsnitt 2.2.1 om CAPM) och uttrycks i spridningsmått standardavvikelse eller varians. Den andra risktypen, där investeraren således söker skydda sig mot utfall under prognos, kan intuitivt förmodas vara den, som empirins investerare i första hand vill skydda sig mot. Uttrycket semi-variens används här för att beskriva denna risk.

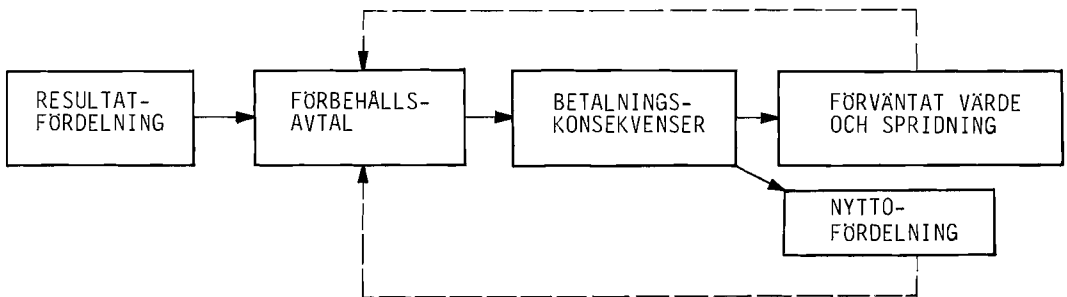
Den gjorda uppdelningen är av betydelse vid konstruktionen av förbehålls-avtalet, varvid avtalet kan ges olika utseende beroende på vilket risk-skydd investeraren vill uppnå.

Såväl genuin som vad vi i avsnitt 5.1 kallade relativ osäkerhet (på grund av informationsunderläge) avspeglas i köparens sannolikhetsfördelning för framtida utfall.

5.3.2 Betalningskonsekvenser

Den osäkerhetsreduktion som eftersträvas sker i de betalningskonsekvenser som köpet ger upphov till. Den rationelle investeraren skapar sig en bild av framtiden i form av en subjektiv sannolikhetsfördelning avseende företagets framtida resultat. Denna fördelning kan sedan "översättas" till betalningskonsekvenser med given avtalsutformning, varpå ett förväntat värde och spridning kan beräknas. Köparens aktuella nyttofunktion används sedan för "värdering" av dessa storheter. Alternativt kan betalningskonsekvenserna i sin tur direkt "översättas" till en nyttofördelning,

dvs uttryckas i nyttotermier. I detta senare fall kan hänsyn tas till köparens specifika situation vad avser exempelvis finansiell styrka och förbehållsavtalet konstrueras på ett sådant sätt, att risken för t ex ruinerande betalningskonsekvenser ("ruinous loss") elimineras. Ett tillvägagångssätt vid avtalsutformning med beaktande av osäkerhet illustreras i följande figur, där streckade linjer anger återkoppling:

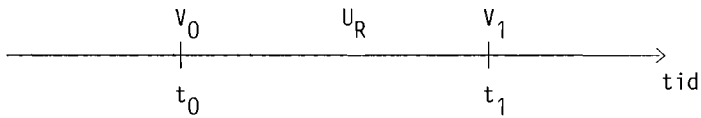


Figur 5.1 Tillvägagångssätt vid utformning av förbehållsavtal

De betalningskonsekvenser som företagsköpet medför för köparen är dels utbetalningar till säljaren, dels inbetalningar från det köpta företaget under innehavsperioden och från en framtida köpare vid periodens slut.

Utbetalningarna utgörs av köpeskillingen, som vid köp med utfallsförbehåll kan vara rörlig, dvs i sin helhet utfallsberoende, eller delvis rörlig och i det senare fallet ha såväl en fast del som en rörlig, utfallsberoende del. I praktiken utbetalas ofta den rörliga delen från företaget i form av vinstandel. I föreliggande analys, där hänsyn inte tas till skatt, antas den rörliga delen utbetalas av köparen, som samtidigt antas erhålla hela den utfallsberoende utdelningen från företaget. När vi i det följande använder uttrycket "vinstdelning" skall detta tolkas som delning av till köparen utdelad vinst. För att förenkla analysen antas vidare att köparens innehavsperiod sammanfaller med avtalsperioden vid förbehållsköp.

Följande figur ger en bild av de i den kommande analysen använda grundbegreppens tidsmässiga inplacering:



Figur 5.2 Avtalsperioden och använda grundbegrepp

V_0 = företags värde vid periodens början

V_1 = företags värde vid periodens slut

U_R = utfall i betydelsen företags resultat under avtalsperioden

t_0 = periodens början

t_1 = periodens slut

Företags resultat under avtalsperioden ges benämningen U_R av den anledningen att inte mindre än fyra olika betydelser av begreppet utfall kan urskiljas vid ett förbehållsköp. Dessa är:

1. Utfall i betydelsen företags resultat enligt årsredovisningen, här kallat U_R .
2. Utfall i betydelsen företags resultat enligt den interna beräkning som ligger till grund för bestämningen av den rörliga delen av köpeskillingen, här kallat U_B . Som kommer att framgå av kapitel 7 kan förbehållsavtalet innehålla bestämmelser av sådan art, att den interna resultatberäkningen kommer att avvika från den externa resultatredovisningen.
3. Utfall i betydelsen betalningskonsekvenser för köparen, här U_K .
4. Utfall i betydelsen betalningskonsekvenser för säljaren, här U_S .

5.3.3 Analys av osäkerhetsreduktion

Metodiken vid och förutsättningarna för analysen är följande:

1. Värderingen sker från köparens synpunkt.
2. Den syftar till att bestämma hans s k kritiska värde eller maximipris.
3. Detta bestäms som det diskonterade värdet av förväntade betalningskonsekvenser för köparen av företagsförvärvet.
4. Betalningskonsekvenserna delas upp i två klasser: a) sådana som kan hänföras till avtalsperioden och b) sådana som kan hänföras till perioden efter avtalsperioden. De senare sammanfattas i ett förväntat företagsvärde vid avtalsperiodens slut (V_1). Företaget (aktierna) förväntas kunna säljas till detta pris.
5. Avtalsperioden antas vara ett år, varför analysen kan ske med en enperiodmodell.

6. Företagets totala utdelning för avtalsperioden antas sammanfalla med dess resultat (U_R) under perioden.
7. Fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen antas ske på ett sådant sätt att det diskonterade värdet av dessa betalningar sammanfaller med köparens maximipris ($PF_{\max}$) vid företagsförvärv utan utfallsförbehåll.

Detta antagande innebär att U_R , V_1 och kalkylräntan antas vara oberoende av valet mellan köp till fast pris och förbehållsköp samt av utformningen av förbehållsavtalet (fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen). Antagandet innebär att analysen inte beaktar bl a följande förhållanden:

- att förbehållsköp begränsar köparens möjligheter att under avtalsperioden uppnå integrationsfördelar,
- att U_R kan vara beroende av det "incitamentssyfte" som kan styra utformningen av förbehållsavtalet och
- att förbehållsavtalet kan reducera köparens osäkerhet och därmed motivera en lägre kalkylränta än vid köp med fast pris.

Den sista punkten förefaller vara av mindre betydelse för en analys av effekten av förbehållsköp på köparens osäkerhet. Minskad spridning i förväntad internränta eller förväntat nuvärde vid given kalkylränta används som kriterium på minskad risk. Den kalkylränta, som används vid bestämning av köparens maximipris, är samtidigt den internränta som erhålls vid förvärv till detta pris.

8. Beslutssituationen köpa nu/köpa senare analyseras inte utan investerarens val står mellan att vid tidpunkten t_0 köpa med fast pris eller med utfallsförbehåll.
9. Vad gäller sambandet mellan U_R och V_1 förutsättes att a) inget samband föreligger eller b) att sambandet är linjärt så att $V_1 = m \cdot U_R$, varvid m är en vinstmultiplikator (P/E-tal).
10. All osäkerhet i V_1 antas vara hänförlig till graden av samband mellan U_R och V_1 , då jämförelser endast sker mellan att köpa med fast pris och förbehåll och tiden efter t_1 antas vara gemensam för de två alternativen.
11. För att förenkla modellutformningen representerar alla variabler till värderingstidpunkten diskonterade värden.
12. Skatt och inflation beaktas ej.
13. Köparen är den rationelle investerare, som beskrevs i kapitel 2.

Analysen inleds med ett numeriskt exempel med nedanstående subjektiva sannolikhetsfördelning för U_R och V_1 , mellan vilka inget samband förväntas föreligga.

Sannolikhet för utfall (Pr)	Utfall (U_R)	Företagets värde (V_1)	Totalt utfall ($U_R + V_1$)	
0,2	50	1.000	1.050	
0,6	100	1.000	1.100	$M = 1.100$
0,2	150	1.000	1.150	$\sigma = 31,6$

Tabell 5.1 Sannolikhetsfördelning för företagets resultat och värde vid periodens slut utan antagande om samband mellan dessa variabler

Fördelningens medelvärde (M) är det maximala pris ($PF_{\max}$) köparen är villig att betala vid köp med fast pris. Vid detta pris är de förväntade betalningskonsekvenserna för köparen lika med noll.

Fördelningens osäkerhet, uttryckt som dess standardavvikelse, är 31,6 och utgör den osäkerhet som köparen utsätter sig för vid köp med fast pris.

Rörlig köpeskillning

I syfte att konstanthålla det förväntade värdet vid köp med fast pris och förbehållsköp antar vi att förbehållsavtalet utformas så, att köpeskillningen är helt rörlig och att betalningskonsekvenserna för säljaren (U_S) skrivs som $U_S = 22 \times 0,5U_R$. Detta avtal innebär att köparen och säljaren först delar på företagets vinst och att därefter köpeskillningen beräknas som 22 multiplar av säljarens andel av vinsten. Antalet multiplar (m) fås av följande formel:

$$(5.1) \quad PF_{\max} = m \cdot 0,5U_R$$

Vi vet att $PF_{\max}$, köparens kritiska värde är 1.100 och att företagets förväntade resultat är 100, varför m blir 22. Om vinstandelen är 1,0, dvs att säljaren får hela U_R , blir m lika med 11.

Förbehållsavtalet ger följande betalningskonsekvenser:

Sannolikhet för utfall (Pr)	Utfall (U_R)	Företagets värde (V_1)	Totalt utfall ($U_R + V_1$)	Till säljaren (U_S)	Netto till köparen (U_K)
0,2	50	1.000	1.050	550	500
0,6	100	1.000	1.100	1.100	0
0,2	150	1.000	1.150	1.650	<u>-500</u>
					$M = 0$
					$\sigma = 316,2$

Tabell 5.2 Sannolikhetsfördelning för betalningskonsekvenser vid förbehållsköp med rörlig köpeskillning och utan antagande om samband mellan resultat och marknadsvärde

Vi kan nu konstatera att förbehållsavtalet i detta fall inte medfört någon osäkerhetsreduktion utan istället en tioudubbling av osäkerheten (från $\sigma = 31,6$ till $\sigma = 316,2$) med oförändrat förväntat värde. Anledningen är den, att tekniken förbehållsköp med helt rörlig köpeskillning förutsätter att multiplar av företagets resultat betalas till säljaren för att företagets värde (V_1) skall kunna överföras till denne. Vid antagande om att företagets värde är oberoende av resultatet under avtalsperioden ökar således spridningen vid företagsköp med rörlig köpeskillning i jämförelse med köp med fast pris. Den rationelle företagsköparen föredrar då den senare tekniken.

Om köparen istället förväntar sig att det föreligger ett samband mellan U_R och V_1 och att $V_1 = 10 \cdot U_R$, får vi följande betalningskonsekvensfördelning vid köp med fast pris:

Sannolikhet för utfall (Pr)	Utfall (U_R)	Företagets värde (V_1)	Total utfall ($U_R + V_1$)	Maximalt pris ($PF_{\max}$)	Netto till köparen (U_K)
0,2	50	500	550	1.100	-550
0,6	100	1.000	1.100	1.100	0
0,2	150	1.500	1.650	1.100	<u>550</u>
					$M = 0$
					$\sigma = 347,9$

Tabell 5.3 Sannolikhetsfördelning för betalningskonsekvenser vid köp med fast pris och med antagande om samband mellan resultat och marknadsvärde

En jämförelse med tabell 5.1 visar att ett antagande om samband mellan resultat och företagsvärde får till följd att osäkerheten i förväntade betalningskonsekvenser ökar kraftigt. Ökningen påverkas av det antagna P/E-talet på så sätt, att ett högt P/E-tal ger en större osäkerhetsökning än ett lägre P/E-tal.

Följande tabell visar betalningskonsekvenserna vid ett förbehållsköp med antagande om samband mellan företagets resultat och marknadsvärdet, V_1 . Till säljaren betalas $22 \times 0,5U_R$ enligt förbehållsavtalet.

Sannolikhet för utfall (Pr)	Utfall (U_R)	Företagets värde (V_1)	Totalt utfall ($U_R + V_1$)	Till säljaren (U_S)	Netto till köparen (U_K)
0,2	50	500	550	550	0
0,6	100	1.000	1.100	1.100	0
0,2	150	1.500	1.650	1.650	0
					$M = 0$
					$\sigma = 0$

Tabell 5.4 Sannolikhetsfördelning för betalningskonsekvenser vid förbehållsköp med rörlig köpeskillning och med antagande om samband mellan resultat och marknadsvärde

Här kan vi nu konstatera att förbehållsavtalet, med oförändrat förväntat värde, resulterat i en total osäkerhetsreduktion för köparen. Avtalet är detsamma som i föregående exempel, där samband mellan U_R och V_1 inte förväntades, varför förklaringen måste stå att finna i det antagande som görs om dessa samband. I tabell 5.4 antas P/E-talet vara 10 och det totala utfallet ($U_R + V_1$) således vara 11 gånger U_R . Till säljaren betalas enligt avtalet just 11 gånger U_R eller snarare 22 gånger halva U_R .

Ett förbehållsavtal med rörlig köpeskillning och med antagande om samband mellan resultat och företagsvärde ger således total osäkerhetsreduktion om köpeskillningen utgör $1 + \text{P/E-talet}$ antal multiplar av företagets resultat. En kontroll av denna slutsats visar att ett antaget $\text{P/E} = 5$ vid köp med fast pris ger $M = 0$, $\sigma = 189,7$ medan vid ett förbehållsköp, där köpeskillningen är $1 + 5$, dvs 6 multiplar av U_R , $M = 0$ och $\sigma = 0$.

Delvis rörlig köpeskillning

Vi lämnar nu förbehållsköp med rörlig köpeskillning och övergår till köp med delvis rörlig köpeskillning. Köparen betalar i detta fall till säljaren såväl en fast del (FD) som en rörlig, utfallsberoende del (RD). För att nå jämförbarhet mellan förbehållsköp och köp med fast pris sätter vi den fasta och nuvärdet av den förväntade rörliga delen lika med köparens maximala pris ($PF_{\max}$) vid köp med fast pris, dvs $PF_{\max} = FD + E(RD)$. Den fasta delen, som bestäms och betalas vid periodens början, kan då uttryckas som

$$(5.2) \quad FD = PF_{\max} - E(RD)$$

Vid antagande om oberoende mellan företagets resultat och dess värde vid periodens slut (och utgående från tabell 5.1) ger ett förbehållsavtal med vinstdelning (50/50) följande betalningskonsekvenser:

Sannolikhet för utfall (Pr)	Utfall (U_R)	Företagets värde (V_1)	Totalt utfall ($U_R + V_1$)	Till säljaren Fast del (FD)	Rörlig del (RD)	Netto till köparen (U_K)
0,2	50	1.000	1.050	1.050	25	- 25
0,6	100	1.000	1.100	1.050	50	0
0,2	150	1.000	1.150	1.050	75	25
						$M = 0$
						$\sigma = 15,8$

Tabell 5.5 Sannolikhetsfördelning för betalningskonsekvenser vid förbehållsköp med delvis rörlig köpeskillning och utan antagande om samband mellan resultat och marknadsvärde

En jämförelse med tabell 5.1 visar att osäkerheten genom vinstdelningsavtalet halverats i jämförelse med osäkerheten vid köp med fast pris och detta med oförändrat förväntat värde av betalningskonsekvenserna för köparen. Den fasta delen av köpeskillningen, som är en konstant och därför inte påverkar spridningen, är beräknad som köparens maximala pris vid köp med fast pris (1.100) minus nuvärdet av den förväntade rörliga delen (50) enligt formel 5.2 ovan.

Vid antaget samband mellan företagets resultat och marknadsvärde (och utgående från tabell 5.3) ger ett förbehållsavtal med delvis rörlig köpeskilling och vinstdelning (50/50) följande betalningskonsekvenser:

Sannolikhet för utfall (Pr)	Utfall (U_R)	Företagets värde (V_1)	Totalt utfall ($U_R + V_1$)	Till säljaren		Netto till köparen (U_K)
				Fast del (FD)	Rörlig del (RD)	
0,2	50	500	550	1.050	25	-525
0,6	100	1.000	1.100	1.050	50	0
0,2	150	1.500	1.650	1.050	75	<u>525</u>
						$M = 0$
						$\sigma = 332,0$

Tabell 5.6 Sannolikhetsfördelning för betalningskonsekvenser vid förbehållsköp med delvis rörlig köpeskilling och med antagande om samband mellan resultat och marknadsvärde

Osäkerhetsreduktionen vid förbehållsköp blir i detta fall liten; standardavvikelsen minskar från 347,9 i tabell 5.3 till 332,0. Den osäkerhetsreduktion som uppnås blir beroende av a) hur stor andel av vinsten som tillfaller säljaren och b) relationen mellan U_R och V_1 .

Den hittills gjorda analysen av osäkerhetsreduktion vid köp med utfallsförbehåll kan sammanfattas på följande sätt:

1. Förbehållsköp med rörlig köpeskilling

Vid denna typ av förbehållsköp överförs företagets värde till säljaren genom att köparen betalar honom multiplar av företagets resultat under avtalsperioden.

Om köparen antar att samband inte föreligger mellan företagets resultat och marknadsvärde ökar förbehållsavtalet spridningen, osäkerheten, i köparens betalningskonsekvenser.

Ett antagande om att samband föreligger mellan företagets resultat och dess marknadsvärde medför att total osäkerhetsreduktion kan uppnås genom att köpeskillingen = $U_R \cdot (1 + P/E\text{-talet})$.

2. Förbehållsköp med delvis rörlig köpeskillning

Vid ett antagande om att samband inte föreligger mellan företagets resultat och marknadsvärde ger en vinstdelning (50/50) en halvering av köparens osäkerhet; 0/100 medför total osäkerhetsreduktion.

Om samband förutsätts föreligga ger en vinstdelning (50/50) en relativt sett liten osäkerhetsreduktion. Orsaken är att den rörliga delen av köpeskillningen utgör en del av företagets resultat under avtalsperioden och att resultatet i sig utgör endast en del av det företagsvärde som måste överföras från köpare till säljare.

Man kan dock tänka sig avtalskonstruktioner, där den rörliga delen utgör multiplar av företagets resultat och den fasta delen (FD) därmed är betydligt mycket mindre än i våra exempel och således mindre än företagets förväntade värde vid avtalsperiodens slut (V_1).

Generellt kan sägas att köparen kan nå total osäkerhetsreduktion vid förbehållsköp under förutsättning att han kan utforma ett förbehållsavtal, i vilket nuvärdet av utbetalningarna till säljaren är lika med nuvärdet av de förväntade inbetalningarna för alla tänkbara utfall eller "states of the world" (j). Detta kan skrivas

$$(5.3) \quad FD + RD_j = U_{Rj} + V_{1j} \quad (j = 1, 2 \dots n)$$

I detta fall övertar säljaren köparens hela subjektiva osäkerhet utan att det förväntade värdet av betalningskonsekvenserna för köparen av företagsköpet förändras. Total osäkerhetsreduktion kan även uppnås om säljaren garanterar köparen en viss vinst, som gäller alla "states of the world". Vid avtal om delvis rörlig köpeskillning, där negativ rörlig del inte kan utgå, uppnås inte total osäkerhetsreduktion om den fasta delen sätts högre än ($U_R + V_1$) för lägsta av köparen förväntade "state of the world".

5.3.4 Avtalsutformning

I detta avsnitt skall behandlas avtalsutformning vad avser själva köpeskillningen vid företagsköp med utfallsförbehåll. Frågor om administration, kontroll, begränsningar i handlingsfrihet mm tas upp i kapitel 7. Avsnittet bygger till del på den i föregående avsnitt gjorda analysen.

Syftet med förbehållsavtalet, fortfarande i första hand sett ur köparens synvinkel, antas vara dels att reducera dennes osäkerhet under avtalsperioden, dels att ge säljaren incitament till god "performance" under samma period. "Köp nu - integrera senare" kan sägas känneteckna tekniken förbehållsköp, då säljare av resultatmätningsskäl måste svara för driften under avtalsperioden. Ur köparens synvinkel bör därför avtalet utformas så, att säljaren ges incitament att driva företaget på ett sådant sätt att dess resultat på kort sikt maximeras utan negativ effekt på den långsiktiga lönsamheten, dvs efter förbehållsperiodens slut.

Avtalet förutsätts utformas i en förhandlingssituation, i vilken köpare och säljare har subjektiva sannolikhetsfördelningar för framtida utfall. Oavsett om köp med utfallsförbehåll aktualiserats på grund av att köparen upplevt alltför stor osäkerhet i sina bedömningar av framtiden eller om område för avslut saknats, dvs att säljarens förväntade värde legat högre än köparens, eller om orsaken varit någon annan, finns anledning för de två parterna att inför varje förhandlingsomgång beräkna en kritisk avtalsutformning, vars nuvärde av förväntade betalningskonsekvenser svarar mot det kritiska värdet vid köp med fast pris. Avtalsförhandlingarna kommer alltid att innehålla ett antal ej kvantifierbara frågor av svåröverskådligt slag, men den centrala frågan om köpeskillingen kan kvantifieras i termer av förväntade betalningskonsekvenser (eller nytta) av respektive part och kanske också prognosticeras av respektive motpart.

Vi förutsätter att företagets resultat bestäms utgöra kriterium för utfallsmätningen under förbehållsperioden och att köparen skattat graden av samband mellan resultatet under perioden och marknadsvärdet vid periodens slut. Följande centrala avtalsvariabler kan då urskiljas:

Fördelning mellan fast och rörlig del

Möjlig teknik vid företagsköp kan ses som ett intervall, där i ena änden köp med fast pris innebär att den fasta delen är 100 %. I den andra änden finns köp med rörlig köpeskillning helt utan fast del. Mellan dessa extremer finns köp med delvis rörlig köpeskillning, där den fasta delen kan variera från att vara i det närmaste lika med det fasta priset till att vara i det närmaste lika med noll.

Vi har tidigare behandlat frågan om val mellan köp med fast pris och köp med utfallsförbehåll och då konstaterat, att vid förbehållsköp den fasta delens storlek kan ses som en residual sedan nuvärdet av den förväntade rörliga delen av köpeskillingen vid given avtalsutformning beräknats. Formeln $PF_{\max} = FD + E(RD)$ i avsnitt 5.3.3 visar detta förhållande. Den fasta delens maximala storlek bestäms av köparens framtidsförväntningar och den formel som gäller för beräkning av den rörliga delen och utgör ett kritiskt värde i förhandlingarna med säljaren.

Formel för den rörliga delen av köpeskillingen

Vid konstruktionen av den förbehållsformel, som reglerar storleken av den rörliga delen av köpeskillingen och som således medför osäkerhetsreduktion för köparen, måste denne vara medveten om vilken osäkerhet han vill minimera; total osäkerhet, dvs spridning, eller enbart risk för utfall under prognos, dvs det som vi tidigare kallat semivarians. Formeln konstrueras sedan så, att det önskade riskskyddet uppnås. Som bl a framgår av avsnitt 5.3.3 kan detta ske på olika sätt. Några av dessa skall behandlas här.

En första fråga avser om osäkerhetsreduktionen skall åstadkommas genom vinstdelning eller genom resultatdelning. I det förra fallet delas endast positiva utfall och köparen står ensam risken för förlust, medan i det senare fallet såväl det köpta företags vinster som dess förluster under avtalsperioden delas. Resultatdelning minskar spridningen i köparens utfallsfördelning i högre grad än vinstdelning under förutsättning att hans fördelning omfattar utfall under noll. I annat fall finns ingen skillnad mellan de två alternativen.

Vi väljer att i fortsättningen tala om vinstdelning och kan då skilja mellan två huvudtyper, nämligen vad vi här kallar symmetrisk och asymmetrisk vinstdelning. Den symmetriska vinstdelningen har använts i föregående avsnitt om osäkerhetsreduktion och innebär att köpare och säljare delar företagets vinst i en konstant proportion (50/50, 30/70 eller liknande) över hela resultatintervallet. Asymmetrisk vinstdelning innebär att vinsten delas i en variabel proportion över resultatintervallet. Avtalet kan här innefatta en tröskelvinst, över vilken vinstdelning sker. Vinstandelarna kan vara progressiva, av incitamentsskäl knappast degressiva, och i

tröskelvinstfallet även proportionella. Vid asymmetrisk delning kan man också tänka sig en vinstandel, som är konstant i absoluta mått.

Vid en jämförelse med den osäkerhetsreduktion i betalningskonsekvenserna för köparen, som äger rum vid en vinstdelning 50/50, dvs en halvering av osäkerheten, ger proportionerna 30/70, 30 % till köparen och 70 % till säljaren, en större osäkerhetsreduktion. Detta gäller för alla proportioner, där köparens andel understiger 50 %. Vid proportionen 0/100 reduceras osäkerheten i företagets resultat fullständigt förutsatt att V_1 är oberoende av U_R . Även vid progressiv vinstdelning kan en betydligt mycket större osäkerhetsreduktion än en halvering uppnås.

Den progressiva skalan har ett valfritt antal brytpunkter mellan intervall, inom vilka en given, stigande andel av företagets resultat tillfaller säljaren. Denna andel kan beräknas totalt på hela resultatet, dvs så att den för det uppnådda intervallet gällande procentsatsen el dyl tillämpas på hela företagets vinst, eller marginellt per brytpunkt.

Överföring till säljaren av företagets värde

Vid företagsköp med fast pris överförs företagets värde till säljaren genom den köpeskillning som parterna träffar avtal om i förhandlingar. Vid förbehållsköp görs köpeskillningen till del eller i sin helhet avhängig av det köpta företagets resultat eller annat utfallskriterium under en avtalsperiod. Hela eller del av utfallet under denna period såväl som hela eller del av företagets marknads- eller kapitalvärde måste på något sätt överföras till säljaren för att denne skall få valuta för sitt företag.

Denna överföring kan ske på några olika sätt. Vid köp med delvis rörlig köpeskillning kan den fasta delen tänkas motsvara eller överstiga företagets värde och den rörliga delen helt avse fördelningen mellan köpare och säljare av företagets utfall under förbehållsperioden. Vidare kan man tänka sig att den fasta delen motsvarar bara en del av företagets värde och att resterande del plus säljarens andel av utfallet görs resultatberoende. I detta senare fall räcker det dock inte med att delar av utfallet överförs utan det krävs att multiplar av detsamma överförs. Vi har i föregående avsnitt sett hur detta, med givna förutsättningar, påverkar köparens betalningskonsekvenser.

Vid köp med rörlig köpeskillning måste multiplar av resultatet användas för att företagets värde skall kunna överföras till säljaren. Detta kan exempelvis ta den formen, att säljaren får en viss del av företagets kapitalvärde vid avtalsperiodens slut. Kapitalvärdet uträknas då som ett antal multiplar av företagets resultat under perioden, varvid antalet multiplar bestäms av den använda kalkylräntan.

Vi har i den gjorda analysen sett förbehållsperioden som en enda period i avsikt att förenkla analysen. Om denna förutsättning släpps, kan vi se att antalet år i förbehållsperioden utgör ett slags multiplar, då det är de totala betalningarna till säljaren under hela perioden som utgör de relevanta betalningskonsekvenserna av förbehållsköpet. Antalet år som säljaren får del av företagets resultat påverkar givetvis dessa totala betalningar. Diskonteringseffekten gör dock att det inte är möjligt att överföra hela företagsvärdet på detta sätt annat än under vissa speciella förhållanden. En kombination med någon annan överföringsteknik krävs för att hela värdet skall kunna överföras.

Simulering av osäkerhetsreduktion

Avtalsutformningen vad avser köpeskillningen kan, speciellt om förhandlingsfasen blir långdragen, komma att kräva ett omfattande beräkningsarbete. Bl a av denna anledning lämpar sig processen för datoriserad simulering, vid vilken främst den osäkerhetsreducerande effekten av olika avtalskonstruktioner snabbt kan avläsas. Ett exempel på ett sådant simuleringsprogram ges i bilaga 1.

Liksom den tidigare gjorda analysen av osäkerhetsreduktion vid förbehållsköp bygger simuleringen på subjektiva förväntningar om framtida utfall. Användaren, köparen eller säljaren, gör en skattning av företagets förväntade vinst under avtalsperioden och av spridningen i densamma. I det exempel, som visas nedan, har den förväntade vinsten bestämts till 100 ± 100 . Årsvinsten tillåts således variera inom intervallet 0 till +200. Avtalsperioden antas vara 5 år och i varje enskild simulering (här 100 st) anges respektive års vinst med hjälp av en slumpalsgenerator, som kan ses som en slumpalstabell. Genom att börja på samma ställe i tabellen, använda samma "seed", i olika simuleringar, kan framtiden sägas konstanthållas och god jämförbarhet mellan olika avtalskonstruktioner uppnås.

Fördelningen av köparens subjektiva osäkerhet mellan köpare och säljare som resultat av ett vinstdelningsavtal (50/50) kan, med givna förutsättningar, belysas i följande enkla exempel av främst pedagogisk natur, där oberoende mellan företagets resultat (U_R) och marknadsvärde (V_1) förutsätts och där de båda parternas kalkylränta antas vara 10 %.

Etthundra simuleringar av den valda avtalsperioden genomförs enligt nedan, varefter den gjorda skattningen av förväntad vinst och spridning kommer att uttryckas i en normalfördelad sannolikhetsfördelning för utfall. Som slutprodukt fås nuvärdet av fördelningens medelvärde, standardavvikelse och konfidensintervall på 5 %-nivån med given avtalsutformning och givna förutsättningar för såväl säljare som köpare och för själva företaget.

Simulering nr 1

AR	FORV	AVVIK	SLUMP	MIN	MAX	ARETS	SALJAR	KOPAR	NPV	NPV	NPV
	VINST	ELSE	TAL	VINST	VINST	VINST	ANDEL	ANDEL	SALJ	KOP	VINST
1	100.0	100.0	.898	0.0	200.0	179.5	89.8	89.8	81.6	81.6	163.2
2	100.0	100.0	.272	0.0	200.0	54.4	27.2	27.2	104.1	104.1	208.2
3	100.0	100.0	.689	0.0	200.0	137.7	68.9	68.9	155.8	155.8	311.6
4	100.0	100.0	.009	0.0	200.0	1.7	0.9	0.9	156.4	156.4	312.8
5	100.0	100.0	.777	0.0	200.0	155.3	77.7	77.7	204.6	204.6	409.2

Simulering nr 2

AR	FORV	AVVIK	SLUMP	MIN	MAX	ARETS	SALJAR	KOPAR	NPV	NPV	NPV
	VINST	ELSE	TAL	VINST	VINST	VINST	ANDEL	ANDEL	SALJ	KOP	VINST
1	100.0	100.0	.975	0.0	200.0	195.1	97.5	97.5	88.7	88.7	177.3
2	100.0	100.0	.808	0.0	200.0	161.6	80.8	80.8	155.4	155.4	310.9
3	100.0	100.0	.211	0.0	200.0	42.3	21.1	21.1	171.3	171.3	342.6
4	100.0	100.0	.735	0.0	200.0	147.1	73.5	73.5	221.6	221.6	443.1
5	100.0	100.0	.646	0.0	200.0	129.2	64.6	64.6	261.7	261.7	523.3

Simulering nr 3

AR	FORV	AVVIK	SLUMP	MIN	MAX	ARETS	SALJAR	KOPAR	NPV	NPV	NPV
	VINST	ELSE	TAL	VINST	VINST	VINST	ANDEL	ANDEL	SALJ	KOP	VINST
1	100.0	100.0	.405	0.0	200.0	80.9	40.5	40.5	36.8	36.8	73.6
2	100.0	100.0	.845	0.0	200.0	169.0	84.5	84.5	106.6	106.6	213.2
3	100.0	100.0	.813	0.0	200.0	162.6	81.3	81.3	167.7	167.7	335.4
4	100.0	100.0	.730	0.0	200.0	146.1	73.0	73.0	217.6	217.6	435.1
5	100.0	100.0	.452	0.0	200.0	90.4	45.2	45.2	245.6	245.6	491.3

EFTER 100 SIMULERINGAR VAR:

	MEDELVARDE	STDAVV	KONFIDENSINTERVALL 5 %	
	NPV RORLIG		-1.96 STDAVV	+1.96 STDAVV
SALJARENS NUVARDE	195.2283	4.6436	186.1268	204.3298
KOPARENS NUVARDE	195.2283	4.6436	186.1268	204.3298
NUVARDE VINSTEN TOTALT	390.4566	9.2873	372.2536	408.6597

Tabell 5.7 Exempel på simulering av osäkerhetsreduktion vid företagsköp med utfallsförbehåll

Genom att i simuleringen använda motpartens sannolika förväntningar om framtida utfall, skattade exempelvis på basis av genomförda överlåtelseförhandlingar, kan köparen eller säljaren bilda sig en uppfattning om hur en given avtalskonstruktion ter sig ur motpartens synvinkel och sedan rätta sin förhandlingstaktik därefter.

5.4 FÖRBEHÅLLSKÖP OCH RISKFÖRDELNING

5.4.1 Effekter på området för avslut

I analysen i föregående avsnitt har implicit förutsatts att område för avslut enligt avslutsmodellen (se avsnitt 3.3.2.3) existerat, dvs att köparens och säljarens kritiska värden överlappat eller åtminstone sammanfallit, så att köp med fast pris varit en tänkbar överlåtelseform. Om vi nu förutsätter att området för avslut är negativt eller med andra ord saknas, kan man under vissa förutsättningar enkelt visa att ett utfallsförbehåll i ett sådant läge kan skapa förutsättningar för avslut genom teknikens i avsnitt 5.3.3 behandlade osäkerhetsreducerande egenskaper. Man får då anta att köparen och säljaren har olika förväntningar, t ex på grund av köparens informationsunderläge, att säljarens förväntade värde är större än köparens och att hans osäkerhet är mindre än den senares.

Detta resonemang leder osökt in på en tänkbar situation, där köparens förväntade värde av betalningskonsekvenserna vid köp med fast pris är högre än säljarens, men där avslut inte kommer till stånd på grund av att köparen upplever osäkerheten i det förväntade värdet av betalningskonsekvenserna för ett givet företagsköp som för stor. Detta är en situation som avslutsmodellen inte beaktar, då modellen inte tar explicita riskhänsyn. Genom användande av tekniken förbehållsköp kan även i ett sådant fall förutsättningar för avslut tillskapas.

5.4.2 Effekt på systematisk risk

Av ekvation (2.25) framgår att den systematiska risken eller betavärdet kan skrivas

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma_{R_m}^2}$$

dvs att den systematiska risken är lika med kovariansen (cov) mellan avkastningen på objektet i och avkastningen på marknadsportföljen, i vilken i ingår, dividerad med marknadsportföljens varians.

Vi förutsätter att i är ett företag som köps med utfallsförbehåll och ställer oss frågan hur den systematiska risken förändras genom förbehållsköpet. Problemet ses liksom tidigare ur köparens synvinkel och uttrycks i förväntanstermer. Företaget i 's avkastning (R_i) motsvarar de totala betalningskonsekvenserna för köparen under perioden vid köp med fast pris. Således är i i detta fall den systematiska risken i köparens betalningskonsekvenser lika med företagets betavärde. Vi har tidigare sett hur ett förbehållsavtal kan påverka betalningskonsekvenserna för köparen (U_k) på ett sådant sätt att den förväntade spridningen (σ) minskar med oförändrat förväntat värde.

Kovariansen, $\text{cov}(R_i, R_m)$ kan (se bl a Markowitz, 1952 s 302) skrivas

$$(5.4) \quad r_{im} \sigma_{Ri} \sigma_{Rm}$$

dvs korrelationskoefficienten (r) gånger standardavvikelsen för R_i gånger standardavvikelsen för R_m , varför ekvation (2.25) kan skrivas

$$(5.5) \quad \beta_i = \frac{r_{im} \sigma_{Ri} \sigma_{Rm}}{\sigma_{Rm}^2}$$

vilket också framgår av vår ekvation (2.23), som i generella termer lyder

$$(5.6) \quad \beta_i = \frac{r_{im} \sigma_{Ri}}{\sigma_{Rm}}$$

För att belgisa effekten av ett förbehållsavtal på den systematiska risken i köparens betalningskonsekvenser för avtalsperioden antar vi att företagets betavärde är 1, dvs lika med marknadsportföljens betavärde. Vi använder samma avtalskonstruktion som i tabell 5.4, där vid rörlig köpeskilling och antagande om samband mellan företagets resultat (U_R) och dess värde vid avtalsperiodens slut (V_1) de diskonterade betalningskonsekvenserna för köparen blev lika med noll för alla tänkbara "states of the world". Detta innebär att standardavvikelsen också är lika med noll och att därmed även den systematiska risken är lika med noll.

Förbehållsavtalet har reducerat den systematiska risken och i detta ytterlighetsfall t o m eliminerat den. Köparens betalningskonsekvenser under avtalsperioden är här således oberoende av marknaden och han kan nå sitt förräntningskrav utan systematisk risk. Vad avser denna risktyp kan vi säga att vi här har en arbitragesituation, dvs förräntning utan risk. Den systematiska risken övertas i sin helhet av säljaren, vars betalningskonsekvenser för avtalsperioden i detta fall, då företagets betavärde är 1, är perfekt positivt korrelerad med marknadsportföljen.

I samband med förbehållsköp kan man följaktligen urskilja inte mindre än tre betavärden, nämligen företagets, som är lika med den systematiska risken i betalningskonsekvenserna för köparen vid köp med fast pris, köparens och säljarens.

5.4.3 Riskexponering

I avsnitt 5.3.4 berördes frågan om riskexponering under ett förbehållsköps avtalsperiod vad avser den del av köpeskillingen som, vid köp med delvis rörlig köpeskillning, betalas till säljaren vid periodens början. För att belysa denna fråga ser vi närmare på måttet räntabilitet på en kapitalmarknad. Analysen sker i CAPM-termer och riskmåttet är systematisk risk. Företagsförvärvet värderas således med hänsyn till dess effekt på köparens aktieportfölj, vilket inte varit fallet i den tidigare analysen.

Problemet har inom ramen för CAPM studerats av bl a Sharpe (1966), Treynor, Jensen (1968, 1969) och Fama (1972). Modellen för marknadsjämvikt på en kapitalmarknad ex ante skrivs

$$E(R_i) - R_f = \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

och är densamma som vår ekvation 2.27. För att ta hänsyn till att alla objekt på marknaden inte alltid är i jämvikt och således inte alltid är korrekt prissatta, kan ekvationen omformuleras till

$$(5.7) \quad E(R_i) - R_f = \eta_i + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

där η_i är ett mått på ojämvt (disequilibrium). Om $\eta_i > 0$ är objektet undervärderat, om $\eta_i < 0$ är objektet övervärderat. Det säger sig självt att en påpasslig investerare söker objekt, exempelvis aktier, med positiv η_i .

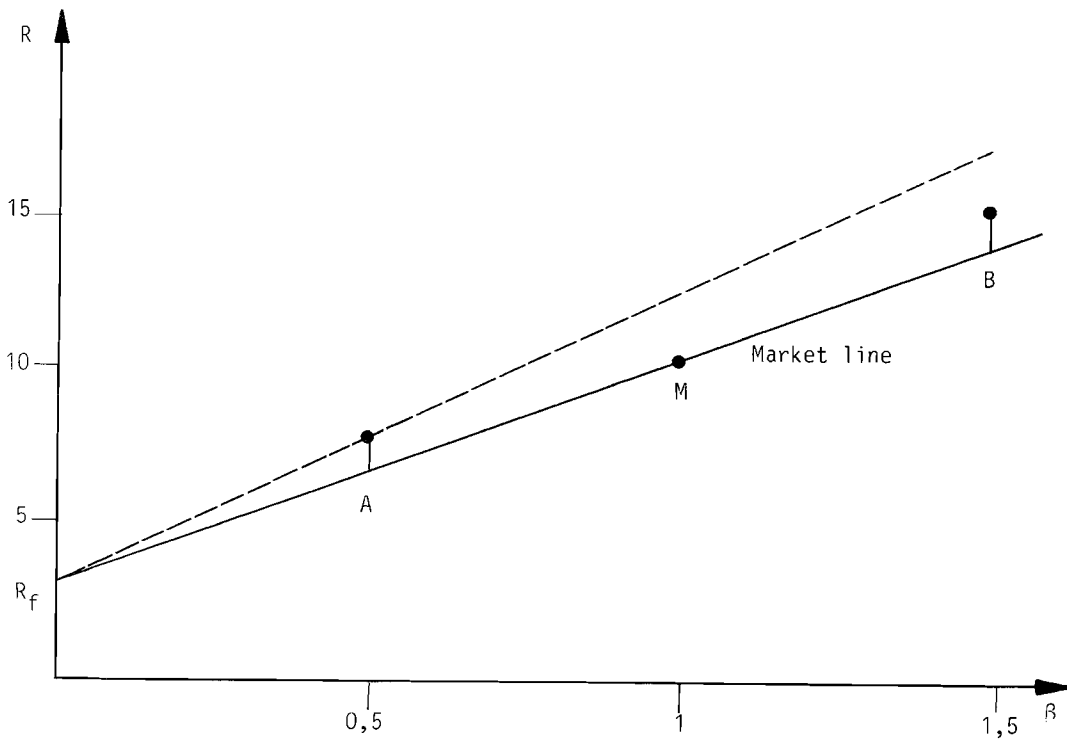
De mått som använts i de ovan nämnda studierna är olika, men samtliga har det gemensamt, att de är enparametermått. Dessa är enkla att arbeta med och har den fördelen, att de kan användas för bedömning av "investment performance", vilket här används då det är ett svåröversättbart uttryck, på olika risknivåer. De ersätter alltså de traditionella tvåparametermått avkastning och risk.

Det enklaste av dessa mått är Jensens. Det är nämligen lika med η_i . Måttet har den fördelen att det, under vissa förutsättningar, kan studeras i en ex post-modell av följande utseende:

$$(5.8) \quad R_{it} - R_{ft} = \eta_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{it}$$

Detta är helt enkelt ekvation 5.7, men för en given tidsperiod (t) och med tillägg av en "disturbance term", ϵ_{it} . Av ekvationen framgår att de nyss nämnda förutsättningarna är att den riskfria räntan (R_f) och betavärdet (β_i) är konstanta. η_i kan beräknas genom regressionsanalys.

En jämförelse mellan två "investment performances" kan se ut som i följande diagram, där vi jämför två till synes likartade prestationer, som vardera överstiger "market line" med en procentenhet, på betanivåerna 0,5 respektive 1,5.



Figur 5.3 Jämförelse mellan "investment performance" på skilda risknivåer vad avser systematisk risk

Jämförelsen mellan de bägge prestationerna görs så, att de "diskonteras" till den punkt på market line, där $B = 1$, dvs marknadens betavärde. Prestationerna representeras av avståndet till market line. A blir då värd 2 och B blir värd 0,67. Den streckade linjen utvisar storleken på de prestationer som krävs på olika risknivåer för att motsvara prestationen A. B skulle alltså behöva vara tre gånger så stor som A för att vara likvärdig. "Utväxlingen" blir speciellt stor om man jämför prestationer på mycket låg risknivå, exempelvis på obligationsmarknaden som kan ha ett betavärde på 0,1, med prestationer på risknivåer på eller över marknadsportföljens.

Ovanstående resonemang pekar på nödvändigheten av att på något sätt ta hänsyn till skillnader i riskexponering vid jämförelse av "investment performance" på olika risknivåer.

Detta är av stor vikt vid utvärdering (ex post) av företagsköp med utfallsförbehåll, då hänsyn måste tas till den ur köparens synvinkel minskade risken under avtalsperioden - oavsett om man avser totalrisk eller, som detta exempel, systematisk risk.

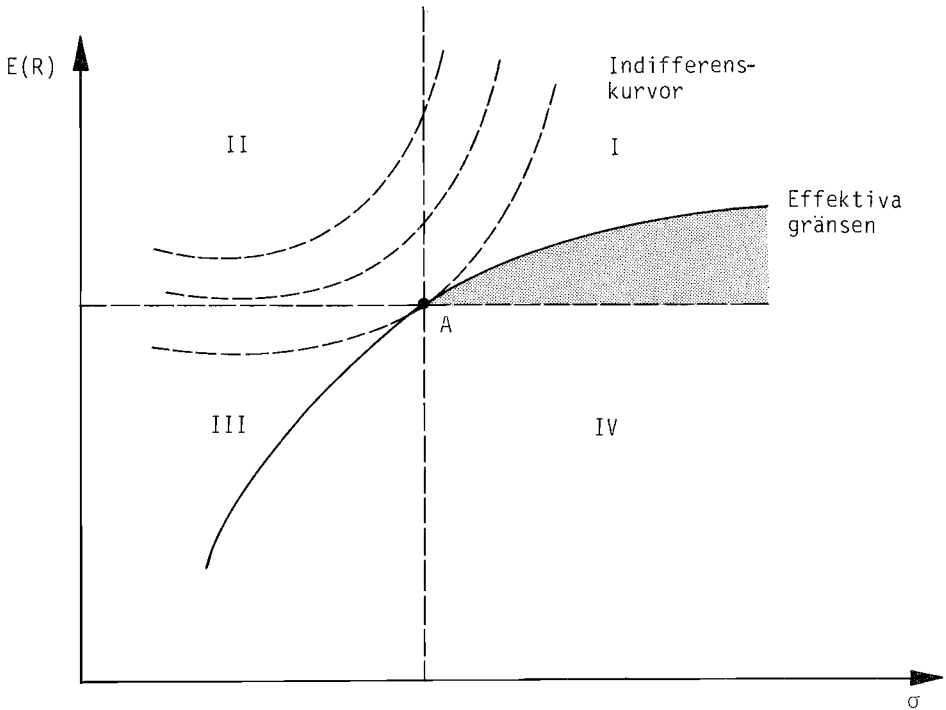
5.4.4 Förbehållsköp och marknadsbilden

Frågan om hur användandet av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll påverkar den mängd företag, som är tänkbara uppköpsobjekt för en given investerare, analyseras mot bakgrund av den främst av pedagogiska skäl detaljerade genomgången i avsnitt 2.2.1 av Capital Asset Pricing-modellen och dess bakgrund. Frågan kan då omformuleras till att lyda: Hur påverkas marknads "opportunity set" och den effektiva gränsen av att tekniken används?

Analysen sker endast på totalrisknivå, då intresset här i första hand riktas mot hur enskilda uppköpsobjekt på marknaden påverkas av ett avtal om förbehållsköp. Det kan vara på sin plats att än en gång påpeka, att det är de förväntade betalningskonsekvenserna och inte det köpta företags förväntade resultat som förändras vid företagsköp med utfallsförbehåll.

Vi börjar analysen med att tillskapa en marknad för företagsköp, vilket kan ses som en parallell till förfarandet vid Sandmos state-preference-analys i avsnitt 2.2. Vi antar att investerarna på marknaden är stora företag, vilket också var förhållandet i denna studie (se kapitel 6), vilka genom diversifiering i den egna portföljen av dotterbolag själva kan reducera den osystematiska, dvs företagsspecifika, delen av totalrisken.

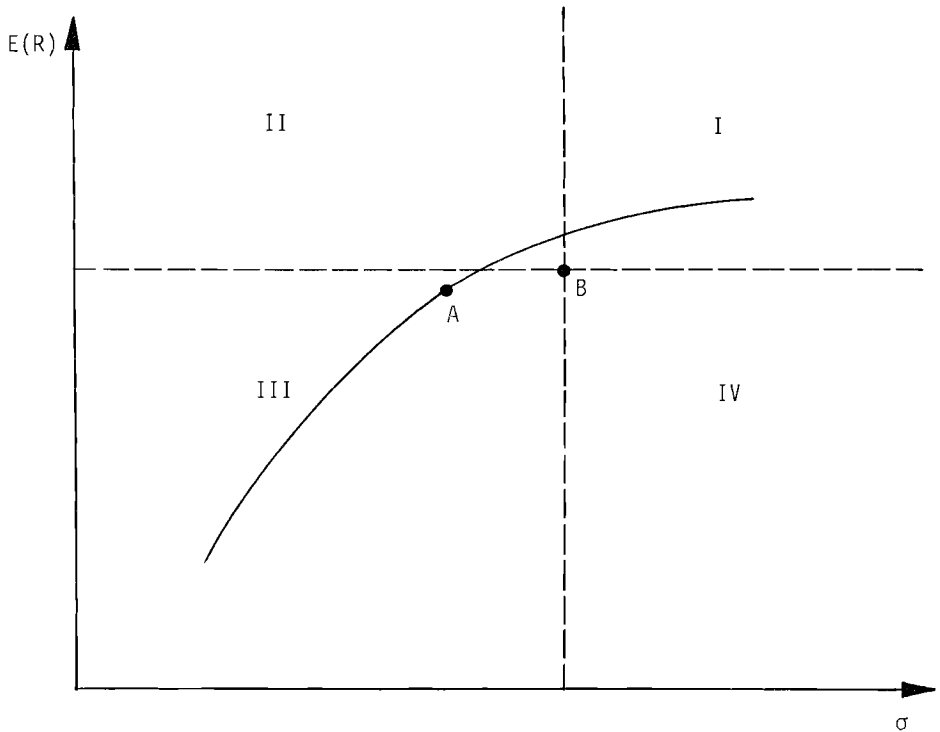
Vid investeringstillfället har en given köpare en riskaversion, som uttrycks i modellens indifferenskurvor. För att strukturera analysen utgår vi från den punkt på den effektiva gränsen, där köparens högsta indifferenskurva tangerar denna. Vi delar in $E(R)/\sigma$ - planet i (numrerade) kvadranter med centrum i tangeringspunkten (A) och får då följande bild:



Figur 5.4 Modell för köpbeslut vid företagsköp med fast pris och möjligt område vid köp med utfallsförbehåll

Punkten A representerar ett företag, som investeraren kan och i utgångsläget vill köpa. Vi antar att A inte kan förbehållsköpas och förutsätter att bara sådana företag som har lika hög eller högre förväntad avkastning och lika hög eller högre risk än A, dvs företag inom det skuggade området i första kvadranten, kan bli aktuella för förbehållsköp. Endast sådana förbehållsavtal kan realistiskt tänkas förekomma, där förväntad avkastning och/eller risk minskar ur investerarens synvinkel.

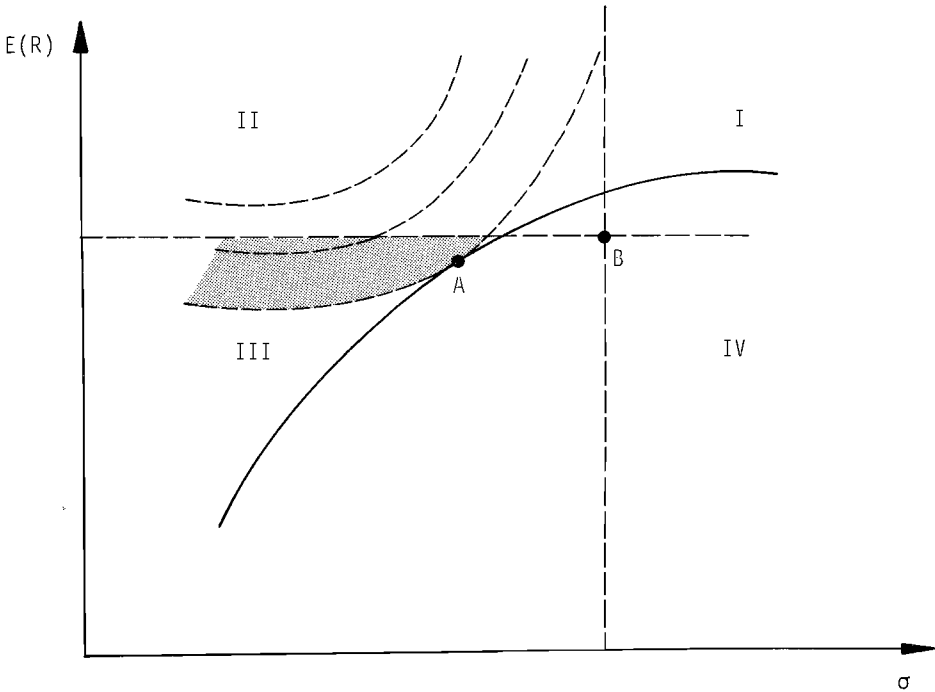
Om vi ser på ett givet företag (B) inom det skuggade området i figur 5.4 och flyttar kvadrantcentrum till detta företag får vi följande generella bild utan knytning till en speciell investerare:



Figur 5.4 Möjlig "rörelseriktning" vid förbehållsköp för ett givet, icke-effektivt företag

Företaget B kan med hjälp av förbehållsköp ges sådana egenskaper, ur investerarens synvinkel, i $E(R)/\sigma$ - planet att det förflyttas nedåt och åt vänster i diagrammet. All rörelse för det givna företaget sker således i den tredje kvadranten. Anledningen till detta är den ovan angivna, nämligen att parametervärdena med förbehållsavtalets hjälp kan sänkas men i praktiken aldrig höjas. Den effektiva gränsen utgör inget hinder för företaget B:s förflyttning, då den är en "constrained" gräns (jämför diskussionen om Pareto-optimum i kapitel 2), utvisande vilka företag som är effektiva vid köp med fast pris. Företaget A, som är ett av de effektiva företagen, skulle med användande av utfallsförbehåll kunna göras ännu effektivare. Detta innebär att tekniken förbehållsköp kan göra icke-effektiva företag effektiva eller "övereffektiva" och att effektiva företag kan göras mer effektiva. Med andra ord kan den ursprungliga effektiva gränsen flyttas i positiv riktning, dvs uppåt och åt vänster i diagrammet, med användande av denna teknik.

Vi kan nu slå samman figurerna 5.4 och 5.5 för att se vart företaget B kan förflyttas för att bli effektivt och konkurrera med eller konkurrera ut företag A i den givna investeringssituationen.



Figur 5.6 Möjligt område vid förbehållsköp för givet företag och given köpare

Vi har nu kommit till en situation med en given investerare och ett givet företag (B), som måste överlåtas med utfallsförbehåll för att kunna konkurrera med köparens alternativa investeringsobjekt, nämligen företaget A, som är effektivt vid köp med fast pris. För att komma ifråga måste B göras effektivt och helst effektivare än A. Detta innebär att B måste flyttas åtminstone till den effektiva gränsen. Den enda punkt på denna gräns, som utlöser köp, är den punkt där investerarens högsta indifferenskurva tangerar gränsen, dvs punkt A. Sannolikheten för att investeraren skall välja B är i denna punkt, och i vår tvåparametervärld, 0,5, då ju företaget A också befinner sig här.

För att företaget B med säkerhet skall väljas, måste det förflyttas förbi den effektiva gränsen. Då all förflyttning sker inom tredje kvadranten, utgör dennas övre gräns det möjliga områdets begränsning uppåt i diagrammet. För att bli mer attraktivt för investeraren än företag A, måste B nå en högre indifferenskurva än den, som tangerar modellens effektiva gräns. Detta är således en ytterligare begränsning för det möjliga området. Vi kan nu ange detta område som den del av den tredje kvadranten, som ligger (en oändligt liten sträcka) innanför (över) den indifferenskurva, som tangerar den effektiva gränsen i punkten A. Det möjliga området är skuggat i diagrammet.

Av figur 5.4 framgår det, att ju större riskaversion en investerare har, dvs vid ju lägre riskvärde hans högsta indifferenskurva tangerar den effektiva gränsen, desto fler företag kan det finnas, som kan göras effektiva eller övereffektiva. En investerare med mycket låg riskaversion kan inte använda tekniken, då det i extremfallet helt enkelt saknas företag, som kan göras effektivare än det företag i modellens "opportunity set" som är effektivt på högsta risknivå.

I kapitel 2 visade Sandmo i en state-preference-analys att man med användande av avtal av samma typ som utfallsförbehåll kan nå en nyttofördelning mellan köpare och säljare, som ligger över traditionellt, begränsat Pareto-optimum. Denna väsentliga egenskap, som är implicit i vår analys i detta kapitel av effekterna av förbehållsköp, talar starkt för teknikens lämplighet i en överlåtelsesituation.

Det visar sig således finnas även marknadsanknutna teoretiska motiv för såväl köpare som säljare att genomföra företagsöverlåtelsen som ett köp med utfallsförbehåll. Den förre kan, med given riskaversion, få fler investeringsobjekt att välja mellan och med teknikens hjälp få lägre total investeringsrisk och systematisk risk under avtalsperioden. Den senare kan göra sitt företag effektivt eller effektivare och därmed få till stånd en av någon anledning eftertraktad överlåtelse. Sannolikheten för avslut kan således påverkas i positiv riktning om företagsförvärvet genomförs som ett förbehållsköp.

6. Studiens empiriska undersökningar

6.1 SYFTE, INRIKTNING OCH UPPLÄGGNING

Syftet med studiens empiriska del har främst varit att ge underlag för:

- Urval av företagsköpare
- Beskrivning av processen vid företagsköp
- Urval av förbehållsköpare
- Beskrivning av processen vid förbehållsköp med speciell inriktning på avvikelser från processen vid köp med fast pris

Den empiriska undersökningen omfattar förstudie, företagsenkät och företagsintervjuer med förbehållsköpare och i något fall även förbehålls-säljare. Till detta kommer parallella studier av litteratur om företags-överlåtelser. Författarens föreställningsram har kompletterats under studiens gång och ett ömsesidigt beroendeförhållande kan sägas existera mellan litteraturstudier och främst företagsintervjuer. De förra har kontinuerligt gett uppslag till nya frågeområden vid efterföljande företagsbesök och de senare har lika kontinuerligt gett uppslag till nya områden för litteraturstudium. Vid någon tidpunkt, dikterad av bl a tillgängliga tids- och andra resurser, måste dock processen avbrytas och strecket dras. I denna undersökning har detta skett när överlåtelse-processens kritiska områden och faktorer vid företagsköp med fast pris respektive utfallsförbehåll bedömts ha identifierats och data för analys inhämtats. Styrande vid datainsamlingen har i första hand varit de detaljerade syftesfrågorna (se kapitel 1).

6.2 FÖRSTUDIE

I förstudien genomfördes informella intervjuer med experter på företags-överlåtelser i avsikt dels att bestämma en lämplig målgrupp för företags-enkäten, dels att översiktligt inventera de problem som möter företags-köparen och -säljaren oavsett använd teknik. Urvalet av experter var

subjektivt och omfattade förutom konsulterande experter även flergångsköpare och ett mindre antal säljare med i samtliga fall erfarenhet av en företagsöverlåtelse.

Dessutom företogs en genomgång av offentlig dokumentation av företagsöverlåtelser i Sverige, varvid konstaterades att Statens pris- och kartellnämnd (SPK) förde det vid undersökningstillfället enda offentliga registret över företagsöverlåtelser. Registret utgavs första gången för åren 1969/70 som en del av "Marknad och Fusioner". Denna publikation omfattar företagsöverlåtelser, där något av de inblandade företagen haft en omsättning överstigande 10 miljoner kronor året före överlåtelserna och omfattar uppköp av i Sverige verksamma företag inom samtliga branscher. För 1969/70 saknas dock uppgifter för branschen Bank- och Försäkringsrörelse. Överlåtelserna redovisas företagsvis och inte enbart i aggregerad form, varför registret lämpade sig väl för bestämmande av målgrupp för studiens företagsenkät. På detta sätt kunde de mest förvärvsaktiva företagen identifieras; företag med erfarenhet av och sannolikt även kunskap om företagsköp. Registret ger dock inte uppgift om använd teknik, varför urval av förbehållsköpare inte kunde göras direkt.

6.3 FÖRETAGSENKÄT

Företagsenkäten genomfördes med de 100 mest förvärvsaktiva företagen i Sverige under perioden 1970-1975. De köpande företagens namn hämtades ur SPKs årliga register och följande urvalskriterier användes: företaget skulle ha gjort antingen minst 3 förvärv under perioden eller ha gjort minst 2 förvärv något av periodens år. Dessa kriterier användes för att säkerställa att de i enkätens målgrupp ingående företagen hade mer än engångserfarenhet av företagsköp och i den förhoppningen att köp med fast pris och köp med utfallsförbehåll samma år skulle visa sig ha förekommit och därmed underlätta en direkt jämförelse mellan dessa förvärvstekniker.

Den valda tidsperioden är betingad främst av det faktum, att detaljinformation om företagsöverlåtelser tidigare än 1970 saknas eller är ofullständig samt att information för åren efter 1975 inte fanns tillgänglig vid undersökningstillfället. Tidsgränsen 1970 skulle sannolikt ha valts även om information om företagsöverlåtelser i Sverige före detta år hade funnits tillgänglig. Skälen framgår av följande citat ur Kitching (1974, s 130):

"Only those purchases made between 1965 and 1970 were studied. This time frame was chosen, first, because the executives interviewed felt it was impossible to judge the outcome of an acquisition in less than two years, and second, because after seven years the 'corporate memory' of circumstances surrounding an acquisition starts to fade."

Med tanke på de efterföljande företagsintervjuerna kunde således inte den studerade tidsperioden göras för lång utan måste begränsas.

De i enkätens målgrupp ingående 100 företagen framgår av bilaga 2. Redovisade resultat avser just denna population och något uttalande om resultatens generaliserbarhet kan, på grund av urvalsmetoden, inte göras.

6.3.1 Enkätens genomförande

Den 4 maj 1977 utsändes ett introduktionsbrev (se bilaga 3) i vilket studien presenterades. En vecka senare utsändes tillsammans med ett följebrev, där fullständigt sekretesskydd avseende alla lämnade uppgifter utlovades, undersökningens enkätformulär (se bilaga 4). Ungefär tre veckor senare skickades ett påminnelsebrev (se bilaga 5) till 43 företag, från vilka svar ännu inte mottagits.

Som ett resultat bl a av Handelshögskolans (HHS) utomordentligt goda förhållande till näringslivet är svarsprocenten vid enkätundersökningar av denna typ regelmässigt hög. Som framgår av nedanstående sammanställning av det i denna undersökning aktuella bortfallet, är svarsprocenten även i detta fall hög:

Målgrupp	100
./. Avstår	2
./. Ej svar	<u>13</u>
Inkomna enkätsvar	<u>85</u>

I oktober 1977 redovisades resultatet av enkäten brevlades till de i undersökningen medverkande företagen (se bilaga 6).

6.3.2 Enkätens innehåll och resultat

Enkäten inriktades uteslutande på tekniken företagsköp med utfallsförbehåll. Följande frågor ställdes:

1. Är förekomsten av tekniken "företagsköp med utfallsförbehåll" känd inom Ert företag?
2. Finns inom företaget kunskap om tekniken (för- och nackdelar, avtalsutformning mm)?
3. Har företaget någon gång under perioden 1970-75 övervägt att använda tekniken vid företagsförvärv i Sverige?
4. Har företaget under perioden 1970-75 förvärvat annat företag i Sverige genom köp med utfallsförbehåll?

Dessutom ombads företagen att fylla i och i förekommande fall korrigera/komplettera en tabellbilaga, i vilken samtliga aktuella företagsköp enligt SPKs register listats. Syftet med denna femte fråga var dels att kontrollera det totala antalet köp under perioden, dels att få uppgift om hur många och vilka företag som köpts med utfallsförbehåll och vilket år detta skett. Slutligen ombads företagen att ange organisatorisk inplacering för förvärvade företag.

Enkätens resultat framgår av nedanstående tabeller:

<u>Fråga</u>	<u>Antal företag som svarat ja</u>	<u>% av totala antalet företag¹</u>
Fråga 1 (förekomst)	72	85
Fråga 2 (kunskap)	57	67
Fråga 3 (övervägt)	48	56
Fråga 4 (förbehållsköpt)	25	29

¹ Avrundade värden

Tabell 6.1 Sammanställning av enkätsvar

De 25 förbehållsköparna utgörs av såväl statligt/kommunalt ägda som privata företag. De senare omfattar såväl börsnoterade som icke börsnoterade företag och cirka hälften av dem kan karakteriseras som konglomerat eller är sysselsatta med byggnadsverksamhet.

67 % av de tillfrågade företagen ansåg sig ha kunskap om tekniken. Efterföljande företagsintervjuer med sex av de företag som förbehållsköpt under perioden visade dock att den kunskapen i de flesta fall måste betecknas som bristfällig. Intressant är att notera att drygt hälften av de företag som övervägt att använda tekniken verkligen använt den. Som senare kommer att visas är tillämpningen av tekniken inte helt problemfri, vilket torde stå klart även efter en översiktlig analys, varför denna andel kan förefalla hög. Förhållandet uppgavs av flertalet intervjuade företag kunna tillskrivas teknikens uppenbart osäkerhetsreducerande egenskaper.

Av tabell 6.1 framgår att 25 företag förbehållsköpt under perioden. 42 företag har förvärvats med utfallsförbehåll av totalt 494 förvärv för målgruppen och dessa har fördelats över tidsperioden på följande sätt:

År	Antal köp	Antal köp med utfallsförbehåll	Förbehållsköp i % av antal köp ¹	Totalt antal köp i Sverige ²
1970	68	4	6	328
1971	30	2	7	309
1972	51	2	4	404
1973	84	3	4	495
1974	118	12	10	728
1975	143	19	13	828
Totalt	494	42	9	3 092

¹ Avrundade värden

² Som jämförelse anges här det totala antalet företagsköp i Sverige.
Källa: SPK.

Tabell 6.2 Förbehållsköp i relation till antal företagsköp

Periodens två sista år uppvisar en betydligt ökad frekvens i jämförelse med periodens början. Det bör dock noteras att antalet förbehållsköp ligger på en så låg nivå att extremvärden, exempelvis i form av ett stort företags användande av tekniken ett visst år, starkt kan påverka utfallet.

Antalet köpare framgår av nedanstående tabell:

År	Antal företag som köpt	Antal företag som förbehållsköpt	Förbehållsköpare i % av antal köpare ¹
1970	38	3	8
1971	21	2	10
1972	33	2	6
1973	47	3	6
1974	56	9	16
1975	50	12	24

¹ Avrundade värden

Tabell 6.3 Förbehållsköpare i relation till antal företagsköpare

Av ovanstående tabell framgår klart teknikens ökande popularitet mot slutet av perioden.

De förbehållsköpta företagen i studien var små i relation till de köpande företagen. De förra hade i genomsnitt en omsättning på ca 1,6 % av köparens omsättning året före överlåtelsen med 0,07 % respektive 35 % som extremvärden.

En jämförelse med utvecklingen i USA under motsvarande tidsperiod kunde göras först efter välvillig medverkan av konsultföretaget W.T. Grimm & Co i Chicago, som specialiserar sig på företagsöverlåtelser. Följande tabell har detta företag som källa:

År	Antal förbehållsköp	Förbehållsköp i % av antal köp ¹
1968	305	7
1969	728	12
1970	311	6
1971	136	3
1972	112	2
1973	52	1
1974	33	1
1975	20	1
1976	32	1

¹ Avrundade värden

Tabell 6.4 Förbehållsköp i USA i relation till totala antalet företagsköp enligt W.T. Grimm & Co.

Tidskriften Mergers and Acquisitions listar företagsköp där köpeskillingen överstiger \$700 000 (se Knight, 1971, s 386). Från denna källa är följande tabell över frekvensen av förbehållsköp i USA hämtad:

<u>År</u>	<u>Antal förbehållsköp</u>	<u>Förbehållsköp i % av antal köp¹</u>
1966	43	6
1967	142	11
1968	296	17
1969	346	19
1970 (jan-aug)	187	21

¹Avrundade tal

Tabell 6.5 Förbehållsköp i USA i relation till totala antalet företagsköp enligt "Mergers and Acquisitions"

Tabell 6.4 och 6.5 ger sammantagna en klar bild av teknikens ökande användning i USA under slutet av 1960-talet. 1970 inträffar dock en förändring och intresset för förbehållsköp avtar dramatiskt. Anledningen kan med största säkerhet sägas vara ikraftträdandet den 31 oktober detta år av Accounting Principles Board's (APB) Opinion 16, i vilken den skattemässigt fördelaktiga pooling-metoden vid redovisning av förbehållsförvärv i praktiken förbjuds. Sådana förvärv efter detta datum måste redovisas med användande av förvärvsmetoden och uppkommen goodwill vid apportemission beräknas på basis av aktievärdet vid den tidpunkt då den utfallsberoende delen av köpeskillingen bestäms till sin storlek.

6.4 FÖRETAGSINTERVJUER

I enkäten identifierades 25 företag som använt tekniken företagsköp med utfallsförbehåll under perioden 1970-1975. Av dessa bedömdes åtta vara speciellt väl lämpade för närmare studium, då de köpt fler än ett företag med utfallsförbehåll och dessutom under perioden genomfört köp med fast pris. Företagsintervjuer genomfördes i sex av de åtta företagen. Två av de lämpliga företagen avstod, varav ett med sannolikt stor teknikererfarenhet. De intervjuade företagen hade under den studerade tidsperioden genomfört 14 förbehållsköp av de totalt 42 som uppgavs i enkäten och under samma tid köpt 27 företag med fast pris. I tre fall kunde ägaren/säljaren intervjuas i syfte att få en mer allsidig belysning av främst teknikens för- och nackdelar.

En huvudanledning till att inte rena fallstudier genomfördes, vilket ursprungligen var planerat, var den knappa tillgången på specifik information om tekniken. Denna tycktes upplevas som "känslig" av både säljare och köpare under och de närmaste åren efter den studerade tidsperioden. Möjligt är dock att denna knappa tillgång på information är karaktäristisk för studier av företagsöverlåtelser. Lundman (1966, s 3) konstaterar i denna fråga följande: "Man anser i företagarkretsar att promemorior och utredningar om företagsöverlåtelser är av så strängt konfidentiell art, att de normalt inte kan utlämnas till forskningsändamål."

I stället för fallstudier genomfördes således företagsintervjuer med de personer i de valda företagen, som uppgavs vara i besittning av relevant "corporate knowledge". Intervjuerna fokuserades efter hand alltmer på generellt kritiska områden och faktorer i tekniken företagsköp med utfallsförbehåll i stället för på de enskilda företagen och deras beteende. Standardiserade intervjuformulär användes inte, utan särskilda sådana iordningställdes inför varje enskild intervju, avpassade efter den givna situationen.

Intervjuundersökningen genomfördes på så sätt, att de efter enkätundersökningen utvalda företagen kontaktades per telefon. Kontaktman i respektive företag var den person som på enkätformuläret angavs ha besvarat enkäten. Ett första sammanträffande ägde rum, varvid undersökningens vid tidpunkten gällande inriktning och omfattning presenterades och sekretessaspekten poängterades. Efter det att företaget förklarat sig villigt att medverka i undersökningen intervjuades den eller de aktuella befattningshavarna. Dessa fick, utom i ett fall och under speciella omständigheter, tillfälle att förbereda sig genom att de cirka två veckor före varje intervju fick uppgift om vilka frågor eller frågeområden som skulle behandlas. Efter bearbetning av intervjusvaren gjordes i många fall följdintervjuer, initierade dels av ofullständiga svar, dels av att nya frågeområden upptäcktes som ett resultat av de ovan nämnda parallella studierna av litteratur om företagsöverlåtelser och då främst förbehållsöverlåtelser.

Resultatet av företagsintervjuerna redovisas i kapitel 7 inom ramen för den genomgång som där görs av förbehållsteknikens kritiska områden och faktorer. I denna genomgång används överlåtelseprocessen vid köp med fast pris som struktur och framställningen inriktas främst på avvikelser från denna process vid köp med utfallsförbehåll.

7. Förbehållsköp – beskrivning och analys av kritiska områden och faktorer

7.1 INLEDNING

Beskrivningen och analysen av den praktiska användningen av själva tekniken företagsköp med utfallsförbehåll hämtar sin information dels från synnerligen sparsamt förekommande litteratur av i första hand amerikanskt ursprung, dels från denna studies empiriska undersökningar. Som tidigare nämnts upplevdes vissa aspekter av tekniken som "känsliga" av såväl köpare som säljare. Dessutom befanns teknikkunskapen eller kanske hellre teknikinsikten vara dålig även hos företag som själva använt förbehållstekniken. Sammantaget har denna brist på data medfört att kapitlet tvingats göras mindre deskriptivt än som ursprungligen avsågs och följaktligen mer preskriptivt. Ansatsen är i görligaste mån, där data kunnat insamlas, induktiv men ett visst mått av deduktiva slutsatser förekommer till följd av databristen.

Framställningen i detta kapitel syftar inte till att ge en fullständig bild av överlåtelseprocessen vid företagsköp med utfallsförbehåll utan fokuseras på avvikelser från den i kapitel 3 utförligt beskrivna processen vid köp med fast pris. Denna ger dock struktur åt den här gjorda genomgången av förbehållsköpets kritiska områden och faktorer. Vad avser analysdelen av överlåtelseprocessen vid förbehållsköp sker dessutom en jämförelse mellan i kapitel 5 beskrivet rationellt beteende och i litteratur eller egna intervjuer rapporterat beteende. Liksom tidigare ses problemet främst ur köparens synvinkel, varvid förutsätts att såväl köpare som säljare är företag. Om inte annat sägs, förutsätts köpet ske kontant och inte genom apportemission. Det senare betalningssättet medför speciella problem.

I kapitlets sista avsnitt redogörs för vissa skatte- och redovisningsaspekter på företagsköp med utfallsförbehåll.

7.2 FÖRBEHÅLLSKÖPETS STRATEGIFAS

Vi börjar i överlåtelseprocessens strategifas och kan då konstatera att förbehållsköp hos de i denna studie intervjuade företagen är en teknik,

inte en strategi. Enligt kapitel 3 styr ett rationellt företags mål dess strategi för extern expansion. Denna strategi operationaliseras och uttrycks i förvärvsplanen. I denna skulle man kunna tänka sig att förbehållsköp nämns, men vi har inte stött på något sådant exempel. I stor utsträckning är det syftet med förvärvet som styr teknikanvändningen och gör köparen mer eller mindre lämpad som förbehållsköpare. För ett företag som expanderar via horisontell integration är tekniken mindre användbar, medan den mycket väl passar för en konglomerat köpare. Anledningen till detta är bl a att ett förbehållsköpt företag, vilket framkom i enkätundersökningen och företagsintervjuerna, måste förbli en relativt fristående enhet, i form av ett dotterbolag eller kanske division, för att möjliggöra den resultatmätning, som skall ligga till grund för beräkning av den rörliga delen av köpeskillingen. Syftet vid horisontell integration är ju regelmässigt att snarast dra fördel av existerande samordningsmöjligheter, strategimodellens "fit", genom att fusionera de två företagen. Resultatet för ett företag, som på så sätt gått upp i ett annat och där exempelvis produktionsfunktionerna samordnats, är i praktiken omöjligt att beräkna med någon grad av precision. Det är därför uppenbart, att tekniken inte lämpar sig för företagsköp, som måste resultera i omedelbar funktionell fusion. Samordning av exempelvis vissa finansiella funktioner, resulterande exempelvis i central lividitetsförvaltning, behöver däremot inte omöjliggöra ett användande av tekniken. Investment- och utvecklingsbolag kan därför synas speciellt väl lämpade som förbehållsköpare, för vilka tekniken kan ingå som en del i den valda strategin för extern expansion. Andra typer av företag kan också vara lämpade som köpare med utfallsförbehåll men det krävs då, som nedan kommer att behandlas, bl a att det köpta företaget under avtalsperioden tillåts förbli en i allt väsentligt fristående enhet, i vilken den existerande företagsledningen kvarstår och ges resultatansvar. Efter avtalsperiodens slut kan sedan förvärvet fusioneras eller organisatoriskt inplaceras så, att eventuella synergieffekter kan tillvaratas och då kanske effektivare än vid köp med fast pris.

De företagsköpare, för vilka förbehållsköp överhuvudtaget kan tänkas bli aktuellt, har anledning att redan i strategifasen försäkra sig om att inte råka i underläge vid kommande förhandlingar med säljaren. Detta kan exempelvis ske genom att det i förvärvsplanen ges direktiv om att de företag, som utvalts för noggrann analys, utsätts för sådan även vad gäller eventuellt köp med utfallsförbehåll. Detta skapar en förhandlingsberedskap, som tillåter köparen att själv föreslå tekniken, kanske för att bryta ett dödläge i segdragna prisförhandlingar, eller att inte "tas på sängen" om säljaren tar upp frågan.

Vi behandlade i kapitel 3 produkt/marknads-portfölj-modellen och konstaterade, att företag av typ "frågetecken" med låg relativ marknadsandel och hög marknadstillväxt eller, annorlunda uttryckt, låg kapitalgenerering och högt kapitalutnyttjande, kan ses som lämpliga investeringsobjekt. Denna typ av företag är kapitalkrävande, om en i modellens termer nödvändig utveckling mot större marknadsandel skall komma till stånd, och medför en hög riskexponering för köparen. För orelaterade köp av denna typ av företag kan utfallsförbehållstekniken ses som lämplig. Säljaren kan avlasta köparen en stor del av risken under avtalsperioden, vars längd eventuellt kan anpassas så, att "frågetecknets" negativa cash flow hunnit förbytas i en kanske förväntat positiv sådan, dvs att företaget blivit en "stjärna", vid periodens slut.

7.3 FÖRBEHÅLLSKÖPETS FÖRVARVSFAS

De första skeendena i förvärvsfasens sökprocess, dvs undersökning av bransch och urval av företag, förändras inte påtagligt ens om vi förutsätter att köparen redan bestämt sig för att genomföra förvärvet med utfallsförbehåll.

Vad avser bransch, kan ingen sådan uteslutas vid förbehållsköp även om snabbt tillväxande, turbulenta branscher förefaller bäst lämpade för tekniken. Med hjälp av utfallsförbehåll kan nämligen även en köpare av ett företag i en mogen bransch under avtalsperioden skydda sig; exempelvis mot strategiska diskontinuiteter av typ regeringsingripanden. Det är således inte bara den risk, som sammanhänger med det direkta utfallet av det förvärvade företags normala verksamhet, som köparen på detta sätt reducerar, utan även den risk som har att göra med förändringar i de för branschen gällande spelreglerna.

Urvalet av företag påverkas teoretiskt sett, vilket vi visat i kapitel 5, av dessa företags villighet att låta sig köpas med utfallsförbehåll. CAPM:s "opportunity set" och effektiva gräns förändras om tekniken tillåts användas. Tyvärr är det dock i praktiken så, att en köpare normalt inte vet vilka företag som är intresserade av en förbehållsöverlåtelse. Ex ante existerar en effektiv gräns och ex post en annan. Detta förhållande betyder vår tidigare redovisade uppfattning, att CAPM främst är lämplig som föreställningsram för beslutsfattare och inte som instrument i speciella investeringssituationer.

Bedömningen av företag som klarat grovgallringen, dvs kvalitativa omdömen om företagets "mjukvara", inriktas vid förbehållsköp enligt samstämmiga uppgifter i de intervjuade företagen på företagsledningen i högre grad än vid köp med fast pris. Förbehållstekniken förutsätter att denna stannar kvar och driver företaget under avtalsperioden. Detta oavsett om ledningen äger företaget, vilket med något enstaka undantag var fallet i denna studie, eller ej. Det ansågs föga sannolikt att en ägare skulle acceptera en överlåtelse med utfallsförbehåll om företaget under avtalsperioden skulle drivas av en av köparen tillsatt företagsledning.

Analysdelen av sökprocessen påverkas, i motsats till tidigare delar, i hög grad vid förbehållsköp i jämförelse med köp med fast pris på så sätt, att vissa nya analysmoment tillkommer och andra utvidgas. Syftet är, som tidigare, att ge beslutsfattaren underlag för investeringsbeslutet och samtidigt ge honom möjlighet att vara väl förberedd för olika eventualiteter i förhandlingarna med säljaren. Tyngdpunkten förflyttas vid analys för förbehållsköp från det förra i riktning mot förhandlingsunderlag, då prisfrågan vid denna typ av köp inte längre är den centrala förhandlingsfrågan. Denna deduktiva slutsats bekräftas i studiens företagsintervjuer. Dess plats intas, som vi kommer att visa nedan, av frågor om hur främst den rörliga delen av köpeskillingen skall konstrueras. Detta är, om vi förutsätter att parterna är jämbördiga, betydligt mycket mer komplicerat än rena prisdiskussioner, där för köparen ett lägre pris innebär större nytta. Den nytta, som är förknippad med en viss typ av avtalskonstruktion vad gäller den rörliga delen av köpeskillingen, är däremot inte alltid uppenbar. Allt detta pekar mot teknikinsiktens och förhandlingsstyrkans allt större vikt vid förbehållsköp och den ökade vikt, som analysen måste ges för att säkerställa i vårt fall köparens förhandlingsstyrka. Hecht (1967, s 8) uttrycker det på följande sätt:

"It has often been said that merger negotiations are akin to an old-fashioned horse trade. However, the earnout is a horse trade in a new kind of corral. New ground rules are called for. It involves new terms, new concepts and a new approach to old concepts to successfully negotiate this type of merger."

En jämförelse mellan empiriska data om analysdelen av överlåtelseprocessen vid förbehållsköp och den i kapitel 5 gjorda analysen av tekniken vad avser avtalsutformning och köparens analysansats visar på stora skillnader. Skälen till detta kan vara många. Ett skäl kan vara att de teoretiska modellerna och hypoteserna är felaktiga, ett annat att det rapporterade beteendet inte motsvarar analysens rationella maximeringsbeteende, exempelvis som en följd av dålig teknikinsikt hos köparna. Ett tredje skäl kan vara att det rapporterade beteendet inte är det verkliga beteendet. Utgångspunkten i detta kapitel är dock den, att konstaterade avvikelser är att hänföra till icke-rationellt beteende hos förbehållsköparna till följd främst av dålig teknikinsikt.

Det riskmått som köparna använt vid valet mellan köp med fast pris och förbehållsköp är riskexponering och vad vi i föregående kapitel kallat semi-varians. Likhetsstecken har satts mellan osäkerhet och risk för att investeringen skall ge ett negativt resultat ex post. Förbehållsköpet uppfattas därför ha tilltalande egenskaper genom att a) grundinvesteringen, den fasta delen av köpeskillingen, är mindre än vid köp med fast pris och b) tekniken kan reducera risken för resultatutfall under prognos exempelvis genom att förbehållsavtalet omfattar en tröskelvinst, under vilken ingen vinstdelning sker och köparen således tar all vinst.

Anledningen till att utfallsförbehåll använts är i samtliga fall där data kunnat fås (9 av de studerade 14 förbehållsköpen) svårigheter att på ett för köparen tillfredsställande sätt skatta det köpta företags framtida resultatutveckling på basis av historiska data. Osäkerheten har helt enkelt varit för stor. Det är svårt att bedöma om området för avslut med fast pris varit negativt eller om det varit positivt men osäkerheten har varit så stor att villkor för avslut som en följd av denna osäkerhet saknats. Slutintrycket av de gjorda företagsintervjuerna är dock att inget av de 9 förbehållsköpen hade kommit till stånd med någon alternativ förvärvsteknik.

Något explicit val mellan köp med rörlig eller delvis rörlig köpeskillning har inte rapporterats och inte heller att köparens analys omfattat beräklandet av en kritisk avtalsutformning, dvs ett maximalt pris vid köp med utfallsförbehåll, inför förhandlingarna med säljaren.

Frågan om graden av samband mellan företagets resultat under avtalsperioden (U_R) och dess värde vid periodens slut (V_1) och detta sambands betydelse för avtalsutformningen har inte beaktats. Intrycket är att ett linjärt samband mellan U_R och V_1 implicit förutsatts existera.

Företagsintervjuerna har inte kunnat besvara frågan om hur det köpta företagets värde överförs till säljaren; genom multiplar av företagets resultat eller genom avtalsperiodens längd. I inget fall har förbehållskontraktet lämnats ut till granskning och muntliga data i denna fråga har inte heller stått att få. I 13 av de studerade 14 förbehållsköpen översteg dock avtalsperioden ett år.

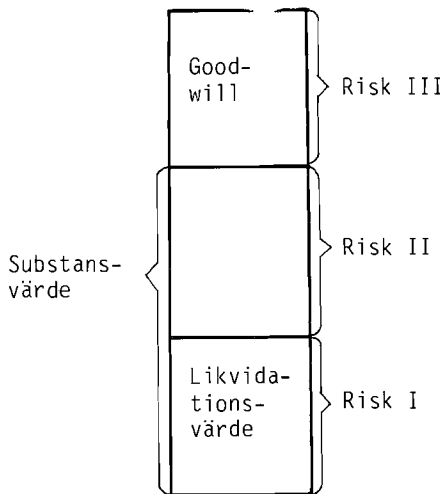
Köparens målsättning vid avtalsutformningen har i samtliga studerade fall varit osäkerhetsreduktion. Det i föregående kapitel omnämnda incitamentssyftet, dvs att genom avtalsutformningen ge säljaren incitament till god "performance", har inte angetts som styrande för utformningen. Ett sammanfattande omdöme efter företagsintervjuerna måste, med reservation för insamlade datas ofullständighet, bli att avtalen i de 14 studerade företagsköpen med utfallsförbehåll varit starkt köparorienterade.

Fem centrala frågor att analysera inför ett förbehållsköp, empiriskt identifierade och relativt ingående behandlade i litteraturen om företagsköp med utfallsförbehåll är a) fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen, b) avtalsperiodens längd, c) kriterium för resultatmätning under avtalsperioden, d) definition av valt kriterium och e) formel för beräkning av köpeskillingens rörliga del. Den följande framställningen utgår från empiriska data i den främst amerikanska litteraturen, kompletterad med egna undersökningsdata samt vissa analyser och kommentarer.

Den första frågan, fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen, innebär rent praktiskt att man bestämmer storleken på den fasta delen av köpeskillingen, köparens "handpenning", som alltså erläggs vid förvärvstidpunkten. I normalfallet kan förväntas att köparen strävar efter en så liten fast del som möjligt. Grundläggande för fördelningen är graden av osäkerhet i det köpta företagets framtida betalningsströmmar. Ju större upplevd osäkerhet, desto mindre "handpenning", dvs fast del, är köparen beredd att betala.

Detta stämmer väl med det av intervjupersonerna rapporterade beteendet. Ett av huvudskälen för att använda förbehållstekniken var just det förhållandet att köparens riskexponering under avtalsperioden minskar. Ett substansvärde tänkande visade sig styra bestämmandet av den fasta delens storlek. Denna låg i de fall där data kunde fås (7 förbehållsköp) i intervallet mellan det köpta företags likvidationsvärde och dess substansvärde, dvs nettotillgångar, "med en dragning mot substansvärdet" som en av intervjupersonerna uttryckte det.

Nedan görs ett försök till riskanalys inom denna substansvärdeorienterade föreställningsram, varvid kan konstateras att ovanstående fördelning mellan fast och rörlig del av köpeskillingen inte ger köparen största praktiska möjliga riskreduktion. Om vi ser på företags avkastningsvärde och förutsätter att detta kan delas upp i substansvärde och goodwill, kan vi i följande figur urskilja tre olika typer av riskbegrepp:



Figur 7.1 Ett företags avkastningsvärde och tre substansvärdeberoende risktyper

Köparens totala exponeringsrisk minimeras om den fasta delen av köpeskillingen sätts lika med likvidationsvärdet. Vi förutsätter då att detta värde utgör säljarens "rock bottom price" även vid förbehållsköp. Den risk som fördelningen ger upphov till, Risk I, är då den möjliga, negativa förändringen i likvidationsvärdet under avtalsperioden. Risk II kan hänföras till den del av substansvärdet, som har att göra med företaget som "going concern" och är i allmänhet, ofta då beroende på bransch, av bety-

dande storlek även vid normal avtalslängd, dvs 3-5 år (se nedan). Risk III upplevs traditionellt representera en sådan grad av osäkerhet att den, som ovan behandlats, kan föranleda köparen att ställa högre förräntningskrav än på resten av företagets vinst, som inte är att beteckna som "övertvinst" och som inte i sig förväntas medföra ändrade konkurrensförhållanden. Vinsten kommer i detta resonemang in som bestämmande för avkastningsvärdet. Något hårdraget kan man säga, att ju större denna risk är, desto större nytta ex ante har köparen av att genomföra företagsköpet i form av ett förbehållsköp. Risk III elimineras med detta synsätt under avtalsperioden nämligen helt av förbehållsavtalet om den fasta delen av köpeskillingen inte tillåts överstiga substansvärdet.

I denna fråga, fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen, kan vi notera en avvikelse mellan vad vi sett som rationellt beteende i föregående kapitel, där den maximala fasta delen bestäms av den förväntade (framtida) avkastningen, och den empiriskt konstaterade bestämningen på basis av (historiska) substansmått.

Vad gäller fråga nummer två, avtalsperiodens längd, kan det ligga i säljarens intresse att göra den så kort som möjligt. Problemet ses då ur finansiell synvinkel och säljaren/ägarens strävan förutsätts vara att få betalt för sitt företag med minimal fördröjning. Det är däremot inte lika klart hur köparen skall ställa sig till frågan om avtalsperiodens längd. Å en sidan kan han, som visats i kapitel 5, vara mer riskskyddad under perioden än efter dess slut, vilket skulle tala för en lång avtalsperiod, och kan då lära känna företaget och kanske branschen. Vidare kan köparen påverka sitt dotterbolag i en sådan riktning att de två företagen efterhand görs mer kompatibla i olika avseenden, vilket torde underlätta det framtida samarbetet oavsett vilken grad av integration som planeras. Å andra sidan reducerar förbehållsköpet köparens handlingsfrihet, hans flexibilitet, under avtalsperioden i åtminstone två avseenden, nämligen vad gäller försäljning av det köpta företaget och vad gäller köp av ytterligare företag inom samma bransch. Även om detta senare köps med fast pris, kan inte samordningsfördelar utnyttjas så länge som det förbehållsköpta företaget

av resultatmätningsskäl måste förbli en fristående enhet. Detta skulle då tala för att även köparen eftersträvar en kort avtalsperiod. Hans avvägning av periodens längd är av nödvändighet situationsspecifik och avhängig av syftet med förvärvet.

Avtalsperioden är i normalfallet i denna studie 3-5 år (10 av 14 studerade förbehållsköp) men avvikelser förekommer. En svensk förbehållsköpare, ingående i vårt urval, har använt så kort period som 1 år. Det är svårt att se hur teknikens potential skulle kunna utnyttjas till fullo under en så kort avtalsperiod. Reum, Steele (1970, s 85) nämner 3-5 år som det normala i USA och tillägger:

"In a shorter period, the conditions causing the buyer to opt for the incentive payment are not likely to be satisfied. On the other hand, the seller is usually reluctant to settle for too long a delay in receiving his full compensation."

En annan och kanske väl så viktig faktor när det gäller begränsningen av avtalsperiodens längd i USA till 5 år är det förhållandet, att det är den maximalt tillåtna periodlängden om säljaren eftersträvar skattebefrielse vid aktieöverlåtelsen genom en s k "tax-free reorganization" (se Guardino, 1973, s 81). Det är här inte fråga om en egentlig skattebefrielse utan snarare tillstånd att senarelägga betalningen av skatt.

Det valda kriteriet för resultatmätning, den tredje centrala frågan, var i samtliga 14 fall i vår studie vinst, i 4 fall i kombination med omsättning (utan närmare angivande av avtalskonstruktion), men även andra kriterier kan förekomma. Exempel på detta är försäljning, cash flow, substansvärde och, vid köp av börsnoterade företag, börsvärde. Avgörande för kriteriets lämplighet är dess relevans för de bägge parterna och dess mätbarhet. Normalt har det dock, av naturliga skäl, någon direkt eller indirekt lönsamhetsanknytning. Det bör här påpekas att andra kriterier än vinst inte nödvändigtvis ger köparen samma riskreducering i betydelsen "downside protection". Avgörande är det faktiska sambandet mellan valt kriterium och vinst.

En intressant fråga, som denna studie inte kan besvara, är huruvida ett valt kriterium med förväntat låg variabilitet kan få förbehållsköpet att i juridisk mening "degenerera" till ett köp med fast pris, vilket skulle kunna få köparens och säljarens skattesituation att förändras.

Den fjärde frågan, definitionen eller preciseringen av valt kriterium anges vara en av de stora stötestenarna vid förbehållsköp. Då företagets vinst är det vanligen förekommande kriteriet, koncentrerar vi oss på denna. Oavsett vem som praktiskt skall göra själva beräkningen, krävs riktlinjer för detta arbete. Vanligt såväl hos våra förbehållsköpare som i USA (se bl a Hecht, 1967) är att dessa innebär att vinsten skall "beräknas enligt god redovisningssed på samma sätt som tidigare räkenskapsår men med följande begränsningar/tillägg: ..."

Det som följer efter kolontecknet är i många fall resultatet av segdragna förhandlingar, i vilka respektive parts goda vilja kan upplevas ifrågasatt. Hecht (op.cit., s 9) skriver:

"It is the negotiation of these modifications which presents some of the major pitfalls in using an earn-out."

De avtalade begränsningarna och tilläggen kan vara av mångahanda slag, initierade antingen av köpare eller av säljare, och syftar till att förhindra att parterna tillskansar sig icke avsedda fördelar på motpartens bekostnad. Förhandlingar i sådana frågor är självfallet känsliga. Det är en fördel för köparen, ur vars synvinkel vi fortfarande ser problemet, att i förhandlingarna ha tillgång till situationsanpassad analys av de aspekter, som kan tänkas komma att tas upp.

Det är viktigt att skilja mellan köparens redovisningsmässiga behandling av det köpta företagets vinst och beräkningen av densamma för fastställande av den rörliga delen av köpeskillingen (se kapitel 5). I det senare fallet kan principerna komma att avvika från god redovisningssed, då det ju enbart är fråga om en uppgörelse mellan parterna för internt bruk. Freund (1975, s 210) anser att det här i första hand är säljaren som måste skydda sig och att denne

"should insist that the parties agree in advance on just how these items will be treated for purposes of the determination - which need not be the way they are treated in the purchaser's financial statements or even necessarily be in accord with generally accepted accounting principles."

Begränsningar och tillägg som kan tas upp vid förhandling om förbehålls-avtal är enligt litteraturen exempelvis följande:

- Avskrivningar. Här kan avtalas att säljarens avskrivningsmetod vid överlåtelsen skall användas även under avtalsperioden. Detta gäller även lagervärdering, avsättning till fonder mm.
- Löner. Ett tänkbart beteende från säljarens sida är att sänka sin och kanske andra intressenters lön i syfte att förbättra det beräknade resultatet och därmed få en större rörlig del av köpeskillingen. Förutsättningen för detta är givetvis att avtalet är så konstruerat, att säljaren totalt sett tjänar på att sänka sin lön. Resonemanget gäller även bonus och anställningsförmåner. Köparen kan skydda sig genom att kräva, att kostnader av denna typ i det köpta företaget inte under avtalsperioden får sänkas under den nivå som gällde vid överlåtelsen.

Säljaren kan, vad gäller anställningsfrågor, skydda sig genom att kräva anställningskontrakt för hela perioden, dvs en garanti från köparen att företagsledningen inte kommer att avskedas under denna, och avtal om att köparen inte kan tvinga på honom personal mot hans vilja. Köparen kan då i sin tur kräva en konkurrensklausul, som täcker tiden närmast efter avtalsperioden.

- Overheadkostnader och kostnader för övriga tjänster från moderbolaget. Detta kan vara en mycket "het" fråga, då det ofta är svårt att ange vilken nytta exempelvis ett fåmansbolag, där ägaren ensam framgångsrikt utvecklat sitt företag, kan ha av den överordnade organisatoriska nivån. Om debitering för sådana tjänster säger Freund (1975, s 211):

"This is standard practise in a multi-division company and, in all fairness, the purchaser is generally entitled to extract some charge in this area, since there are bound to be services (e.g. legal, accounting, public relations, advertising, computer, etc.) handled through the corporate office which directly or indirectly benefit the seller as a subsidiary."

Parterna har all anledning att avhandla denna fråga, som annars är en god framtida konflikthanterande. Säljaren kan här skydda sig genom att maximibelopp för sådana kostnader anges i avtalet.

- Kostnader av mer strategisk natur. Exempel på detta är kostnader för forskning och utveckling samt reklam. Här har köparen anledning att skydda sig mot tänkbar "incentive myopia", dvs närsynthet hos säljaren betingad av förbehållsavtalet, vilken resulterar i att han enbart ser till företagets lönsamhet under avtalsperioden och bortser ifrån den långsiktiga lönsamheten. Sådana polariseringstendenser tycks ligga latenta i tekniken, då det generellt sett är i köparens intresse att i denna situation tillfälligt drabbas av översynthet. Problemet kan lösas så, att minimibelopp för aktuella poster anges. En annan utväg är att vid den interna vinstberäkningen inte låta dessa poster påverka företagets resultat. Knight (1971, s 388) berör dessa alternativ:

"Long range expenditures such as capital budgeting are often excluded from the incentive formula when the immediacy of their impact upon the subsidiary is questionable. Discretionary expenditures may also be excluded, but more often the minimum levels of such expenditures are specified."

- Extraordinära poster. Dessa kan i vissa fall vara starkt resultatpåverkande, exempelvis i positiv riktning vid försäljning av fastighet med lågt bokfört värde, men också i negativ riktning, varför behandlingen av sådana poster bör regleras i förbehållsavtalet. Om man väljer att bortse från dem vid vinstberäkningen, kan det finnas anledning att avtala hur eventuellt utfallande intäkter och kostnader skall fördelas mellan parterna. Dessa skall leva tillsammans under avtalsperioden och ju fler friktioner som kan undvikas, desto bättre är det. Mot detta skall dock ställas risken för att alltför komplicerade och omfattande avtalsförhandlingar skrämmar i första hand kanske säljaren och att överlåtelsen av den anledningen går om intet.
- Lån från moderbolaget. Här är det åtminstone i USA vanligt att moderbolaget debiterar avtalad ränta för kapital som dotterbolaget får disponera, vilket belopp sedan dras ifrån den internt beräknade vinsten (Reum, Steele, 1970, s 85).

Det förtjänar upprepas, att dessa begränsningar och tillägg i förhållande till god redovisningssed görs i den interna beräkningen av företagets vinst som ett led i fastställandet av den rörliga delen av köpeskillingen. Syftet är att minimera framtida konflikter genom att klart fastställa de väsentliga spelregler, som gäller under avtalsperioden. Som ovan nämnts, är inte företagets vinst det enda tänkbara kriteriet, men det är det klart vanligaste.

"These contingent payments are usually in the form of stock, debt, or cash, conditional on the earnings of the acquired firm. Earnings may not be the conditional criterion, but the majority of American mergers use earnings. Other possible variables are stock price, return on investment, sales or any criterion the two participants choose." (Knight, 1971, s 386)

Den femte centrala frågan i ett förbehållsavtal är den formel, som används för att beräkna den rörliga delen av köpeskillingen. Den amerikanska litteraturen om förbehållsköp skiljer mellan tre huvudtyper av formler, men variationerna är många och vanligtvis anpassade till en given situation. Någon klar bild av de i vår undersökning studerade förbehållsköpen har inte stått att få vad avser frågan om formel för att beräkna den rörliga delen av köpeskillingen, då området är ett av de som av köparna upplevts som "känsliga".

1. Formel med fast bas

Detta tycks¹ vara den vanligaste typen i vår studie och är det historiskt också i USA (Hecht, 1967, s 4). Man utgår här från en basvinst, om vi fortfarande håller oss till det vanligaste kriteriet, och betalning utgår till säljaren med belopp, som bestäms av med hur mycket basvinsten överträffas, vilket vi här kallar överskott. Någon betalning utgår således inte för år, under vilket vinsten inte når upp till basvinsten. Denna kan utgöras av företagets vinst året före köpet, överlåtelseårets vinst eller den genomsnittliga vinsten under ett antal år före köpet. Detta senare är vanligt om det köpta företagets vinst uppvisar stora historiska fluktuationer. Skillnaden mellan det aktuella årets vinst, internt beräknad efter avtalade riktlinjer, och basvinsten, eller med andra ord överskottet fördelas sedan mellan parterna på så sätt, att säljaren vanligtvis får en procentdel som ökar ju mer företagets vinst överträffar basvinsten, dvs vad vi i föregående kapitel kallade asymmetrisk, progressiv vinstdelning med tröskelvinst.

¹ Säkra data saknas.

Vid köp med apportemission, där säljarens betalning utgår i form av aktier i det köpande bolaget, kompliceras bilden betydligt. Vi har då två variabler att ta hänsyn till vid beräkningen av betalningens storlek ett givet år, nämligen förutom det köpta företags vinst även köparens aktiekurs, om vi förutsätter att denne är börsnoterad. Den enklaste formen av ekvation för beräkning av hur många aktier i moderbolaget som säljaren har rätt att få som betalning för sin prestation, sin "performance", ett visst år ser ut på följande sätt:

$$(7.1) \quad \text{Antal aktier} = \frac{\ddot{O} \times K}{B}$$

där $\ddot{O}$ = överskott för året (vinst minus basvinst)

K = kapitaliseringsfaktor

B = köparens börskurs

Förutom de två variablerna innehåller ekvationen en konstant, K eller kapitaliseringsfaktorn, som är en kritisk faktor i förhandlingarna om förbehållsavtal. Bestämningen av denna är situationsspecifik, men graden av riskreducering, uttryckt som fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen, kan påverka dess storlek. Hecht (1967, s 4) ger exempel på detta:

"In a number of cases on file the capitalization rate has approximated the initial down payment divided by the last year's after-tax earnings."

En aspekt som, ur säljarens synvinkel, enligt litteraturen om förbehållsköp bör komma in vid bestämningen av kapitaliseringsfaktorn, är effekten vid förbehållsköp på moderbolagets marknadsvärde. Denna marknadsimperfection, som har sin grund i antagandet om att moderbolaget har ett P/E-tal som överstiger det köpta bolagets, medför att moderbolaget kan redovisa en "fiktiv" tillväxt i vinst per aktie (se figur 3.1). Om säljaren är medveten om detta samband, vill han naturligtvis vara med och dela på det "övervärde", som hans vinst skapar i moderbolaget. Reum, Steele (1970, s 87) belyser detta:

"Therefore, when negotiating, the seller should be aware of the leverage that the buyer's P/E multiple gives to his earnings contribution and insist that some 'reasonable' capitalization factor be applied to the excess earnings in determining the number of shares he is to receive. The factor should approximate the parent's P/E ratio, though perhaps lower to adjust for uncertainty and the possibility of a negative impact on earnings."

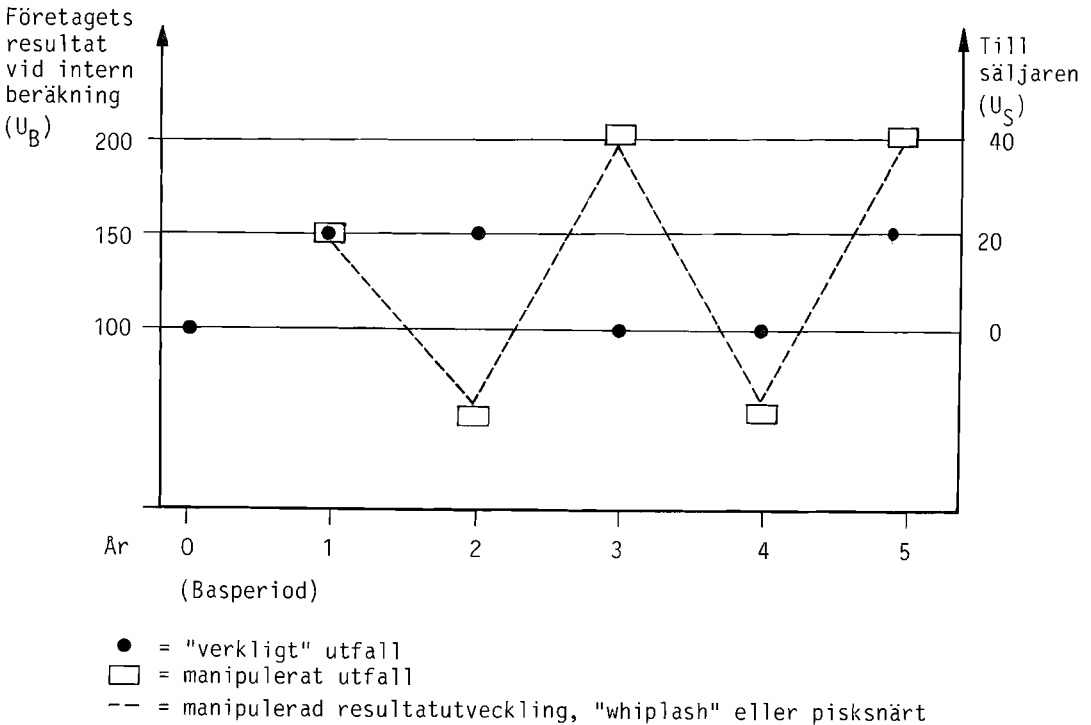
I detta sammanhang kan det vara på sin plats att beröra förbehållsavtalets effekt på moderbolagets vinst per aktie (EPS) vid köp med apportemission. Genom att köparen vid överlåtelsen endast betalar den fasta delen av köpeskillingen, stiger EPS initialt mer vid förbehållsköp än vid köp med fast pris. Om vi förutsätter att säljarens prognos slår in och att den totala köpeskillingen därvid blir större än vid köp med fast pris, reduceras dock skillnaden för att vid avtalsperiodens slut byta tecken. Detta resonemang gäller dock endast under förutsättning att "fully diluted earnings per share" inte behöver redovisas, vilket var fallet i USA till 1969. Då trädde APB (Accounting Principles Board of the American Institute of Certified Public Accountants) Opinion 15 i kraft, varvid det blev obligatoriskt att i redovisningen ange det mest "utspädda" utfallet för bl a konvertibla skuldebrev och optioner samt vid förbehållsköp.

Variabeln B, köparens börskurs i ekvation (7.1), kan antingen vara den vid överlåtelse tidpunkten gällande eller kursen vid slutet av varje år i avtalsperioden. Köparen kan förväntas föredra den förra, om han har stora förväntningar på kursutvecklingen för "sina" aktier, medan säljaren kan förväntas föredra den senare modellen. Han skyddar sig då mot den eventualiteten, att köparens aktier är övervärderade och att dennes P/E-tal sjunker.

Genom att intervallfixera börskursen, dvs avtala att B aldrig för beräkningsändamål kan vara högre än ett visst tal och samtidigt aldrig lägre än ett annat tal, kan man eliminera ett antal olägenheter, som en rörlig börskurs medför och samtidigt skydda köparen mot en inte avsedd utspädning, dilution, om börskursen skulle sjunka avsevärt. B måste då justeras för förändringar under året i form av exempelvis fondemission och split.

En svaghet med fast bas-formeln är att den inbjuder till ett vanligtvis icke avsett maximeringsbeteende från säljarens sida eller med andra ord ett med köparens ögon sett otillbörligt utnyttjande av avtalet. Säljaren kan nämligen i vissa situationer manipulera företagets resultat så, att den redovisade vinsten starkt fluktuerar mellan avtalsåren. Detta kan ge till följd att summan av betalningarna till säljaren blir större än om han inte hade manipulerat resultatet.

Effekten benämns "whiplash" (Reum, Steele, 1970, s 86), vilket vi översätter till pisksnärtseffekten. Den kan illustreras på följande sätt, varvid bortses från diskonteringseffekter:



Figur 7.2 Pisksnärtseffekten

De "verkliga" resultaten under avtalsperiodens fem år är 150, 150, 100, 100, 150 eller totalt 650. Detta medför en betalning till säljaren som uppgår till totalt 60, dvs 20 under vart och ett av åren 1, 2 och 5.

För att belysa pisksnärtseffekten väljer vi en säljare som kan manipulera årsresultaten på kostnads- och/eller intäktssidan i sådan omfattning, att han uppvisar resultatraden 150, 50, 200, 50, 200 eller totalt 650, dvs samma summa som det "verkliga" resultatet under hela avtalsperioden ovan. Genom detta förfarande kan i vårt exempel säljaren påverka betalningens storlek så, att den ökar från 60 till 100 med fördelningen 20 år 1, 40 år 3 och slutligen 40 år 5.

Förutsättningen för detta resonemang är att skalan för bestämning av betalningens storlek är progressiv, att de "verkliga" resultaten ligger i närheten av basperiodens, dvs den nivå där ingen betalning utgår, och naturligtvis att säljaren kan, och vill, manipulera resultaten i nödvändig omfattning.

Beteendet kan undvikas eller åtminstone begränsas exempelvis genom avtal om formel med rörlig bas eller genom ett så detaljerat avtal och sådan kontroll, att säljaren inte ges tillfälle att manipulera företagets resultat. Köparen bör vara medveten om möjligheterna till missbruk och täppa till detta kryphål, detta "loophole", som en erfaren säljarsida annars kanske lämnar öppet. Var gränsen mot otillbörligt beteende går är i detta, liksom i många andra fall, en tolkningsfråga.

2. Formel med rörlig bas

Detta är en något mer utvecklad formel, där basen vid beräkning av överskott första avtalsåret är densamma som i formeln med fast bas. För därpå följande år är basen däremot variabel, exempelvis på så sätt att den utgörs av vinsten under det avtalsår, som ditintills uppvisat det bästa resultatet. En avsikt med detta är att förhindra en omperiodisering av intäkter och kostnader mellan två på varandra följande år i syfte att utnyttja ett avtal med fast bas för oavsedd maximering av den rörliga delen av köpeskillingen (se figur 7.2 ovan).

Om vi vänder tillbaka till ekvation (7.1), är den enda förändringen i formeln med rörlig bas att överskottet ($\bar{O}$), dvs årets vinst minus basvinsten, byts ut mot $\bar{O}_R$, överskott vid rörlig bas, vilket beräknas som årets "interna" vinst minus den högsta hittillsvarande årsvinsten under avtalsperioden.

Kapitaliseringsfaktorn (K) kan dock tänkas ha ett högre värde i denna formel för att spegla det förhållandet, att ett avtal med rörlig bas ställer större krav på säljaren. Här premieras bara kontinuerlig tillväxt och detta medför att säljaren kan begära en högre "bonus", dvs skillnaden mellan köpeskillingen vid köp med fast pris och den av säljaren förväntade totala köpeskillingen vid förbehållsköp. Säljarens prognos skall då minst uppfyllas för att han skall realisera denna köpeskillning.

Köparen kan i sin tur tänkas kräva att "normal" vinsttillväxt frånräknas, vilket kan beaktas i avtalet, och att således endast "övernormal" tillväxt skall premieras. Här finns alltså utrymme för detaljförhandlingar, varför en noggrann analys är på sin plats för att ge förhandlaren en känsla för de olika komponenternas vikt och därmed ett gott utgångsläge i dessa förhandlingar.

3. Kumulativ formel

Här tas inte hänsyn till de enskilda årsvinsterna vid beräkningen av den rörliga delen av köpeskillingen utan istället till hela avtalsperiodens aggregerade vinst. I formeln beaktas således inte fluktuationer i dotterbolagets vinst eller vinstutvecklingen över tiden. Den bygger vanligtvis (Hecht, 1967, s 7) på att det köpta företags vinstnivå åtminstone skall bibehållas under perioden för att någon tilläggsköpeskillning skall utgå och baseras, liksom formeln med fast bas, på denna vinstnivå. Denna typ av avtal har den förmodade effekten, att säljaren koncentrerar sig mindre på vinstmaximering för de enskilda avtalsåren och, liksom köparen, mer inriktar intresset och agerandet på långsiktiga eller i alla fall medellångsiktiga aspekter. Den "incentive myopia", som vi tidigare talat om, kan tänkbarligen reduceras med denna formel.

Två gränsvärden kan avtalas vid apportemission, nämligen den maximala vinst under perioden som hänsyn kan tas till i formeln och maximiantalet aktier som kan utgå som betalning. Vi förutsätter då att dotterbolagets vinstnivå på årsbasis, multiplicerad med antal år i avtalsperioden utgör det undre gränsvärde, vid vilket någon tilläggsköpeskillning inte utgår. Skillnaden mellan detta värde, som vi här benämner $V_{\min}$, och den maximala vinst, $V_{\max}$, som kan tas hänsyn till vid beräkningen av den rörliga delen av köpeskillingen kan benämnas den kumulativa differentialen och ges här beteckningen D . Om $V_{\max}$ uppnås kommer betalningen till säljaren att bli det avtalade maximiantalet aktier, här Z .

Antalet aktier i moderbolaget som skall tillfalla säljaren som betalning för det överlåtna företaget, dvs den rörliga delen av köpeskillingen, och som är en funktion av den verkliga aggregerade vinsten (V_{agg}), kan beräknas med hjälp av följande ekvation:

$$(7.2) \quad \text{Antal aktier} = Z \frac{\left. \begin{array}{l} D \text{ eller} \\ (V_{\text{agg}} - V_{\min}) \end{array} \right\} \text{Det lägsta av dessa värden!}}{D}$$

Man kan i ett förbehållsavtal av denna typ bortse från köparens börskurs vid beräkning av det antal aktier, som skall tillfalla säljaren.

En nackdel med denna avtalstyp är, för säljaren, att hela den rörliga delen av köpeskillingen betalas först vid slutet av avtalsperioden. Detta kan dock beaktas på så sätt att förskott, baserat på varje års eventuella över-skott, ges till säljaren och att avräkning sker när det aggregerade utfallet är känt. Alternativt kan ett räntejusteringsavtal tänkas.

Vi nämnde inledningsvis att överlåtelseprocessen används för att strukturera genomgången av kritiska områden och faktorer vid förbehållsköp. Förvärvsfasens analysdel har just behandlats och vi kommer nu till dess värderingsdel.

Vid förbehållsköp kommer, som ovan behandlats, prisfrågan i skymundan och förbehållsavtalet med bl a ovan behandlade faktorer skjuts i förgrunden. Detta innebär dock inte att företagsvärderingens betydelse minskar; snarare kan förhållandet vara det motsatta. Den rationelle förbehållsköparen beräknar såväl företagets avkastningsvärde vid avtalsperiodens början (V_0) som vid dess slut (V_1). Det i denna studie konstaterade substansstänkandet vid fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen får till följd att såväl det köpta företagets substansvärde vid fortsatt drift som dess likvidationsvärde dessutom kommer att beräknas. Det rationella i detta senare beteende kan dock ifrågasättas (se ovan).

Sökprocessen avslutas hos den rationelle köparen med en skriftlig genomförandeplan, som reglerar kontakterna med säljaren, och i den kan det finnas anledning att ägna uppmärksamhet åt förbehållstekniken. Förhandlingarna vid ett sådant köp är, som tidigare nämnts, mer komplicerade än vid köp med fast pris. I vårt rationella företag bör därför såväl förhandlingstaktiska som -tekniska frågor av kritisk natur vara avhandlade i så god tid att de kan tas med i genomförandeplanen.

En förhandlingstaktisk fråga av stor betydelse är vid vilken tidpunkt köparen skall ta upp frågan om förbehållsköp. Vi förutsätter då, liksom tidigare, att parterna är likvärdiga; om säljaren är mer eller mindre ovetande om tekniken, spelar det i praktiken ingen större roll hur köparen agerar. Parternas prognoser för det salubjudna företaget kan ligga ganska långt ifrån varandra. Förhållandet kan vid någon tidpunkt aktualisera tekniken som ett tänkbart sätt att minska betydelsen av detta "gap", detta negativa område för avslut. För köparen är det väsentligt att få säljaren att presentera sin, förväntat optimistiska, prognos och att förbehållsavtalet sedan baseras på denna säljarens prognos. Freund (1975, s 209 f) behandlar denna fråga på följande sätt:

"Let's assume you represent the purchaser, and the preliminary negotiations are proceeding in a way that leads you to suspect the parties might not be able to reach agreement on a fixed purchase price. The subject of a contingent deal has not surfaced. 'Gee', you say to the seller, 'that's some stiff price you're asking! What kind of future earnings do you anticipate that would support a price like that?'

Your timing here is very critical. You have to focus on the possibility of structuring the transaction as an earnout before the seller does. If the subject of projected earnings comes up at a time when the seller knows he is going to have to swallow a contingent deal, he will probably be very conservative with the numbers, in order to make the prescribed earnings levels easy to achieve. But if you get him talking about the future at a time when he is still trying to convince the purchaser to acquire his company for an exorbitant fixed price, his prognosis is likely to be much more free and easy.

In that case, you have him. When the deal switches to an earn-out, you throw his own inflated numbers back at him as the basis for the deal. If his figures were really bloated, you can even put on your 'original reasonable man' suit and tell him that he only has to make 85 % of what he himself said is 'in the bag'."

Hecht (1967, s 8) säger om säljaren: "His estimate of the future is a double-edged sword" och "No matter which way the seller goes, the buyer will have him at a disadvantage". Detta senare förutsätter då, att säljaren inte har en kompetent rådgivare, vilket han kanske bör ha för att hans förhandlingsunderläge inte skall bli alltför stort.

En fråga som enligt förbehållslitteraturen alltid tycks komma upp i förhandlingarna mellan förbehållsköpare och -säljare, och som ofta är ytterligt känslig, är frågan om vem som skall kontrollera det köpta företaget under avtalsperioden. Köparen har slutlig bestämmanderätt i sin egenskap av ägare, men frågan gäller snarare hur mycket handlingsfrihet säljaren skall lämnas. Här har denne all anledning att skydda sig, då erfarenheten enligt bl a en säljare i denna studie visar att köparen efter någon tid kan ha svårt att "hålla händerna borta" från det nya dotterbolaget, speciellt om han tycker sig kunna konstatera att företaget inte drivs effektivt. Ur säljarens synvinkel är kontrollen över den löpande driften en av de få principer eller frågor, som inte kan förhandlas bort i utbyte mot eftergifter från köparens sida inom andra områden. I övrigt visar erfarenheten från förhandlingar om förbehållsköp att nästan allt annat är förhandlingsbart om bara bytesförhållandet är det rätta (se bl a Freund, 1975, s 21).

Samme författare (s 219) belyser kontrollaspekten på följande sätt:

"The participants seem to wax more philosophical on this subject than on almost any other merger topic. And, by the way, the nuances are extremely important. The seller, for example, has to be very careful not to imply that he actually believes the purchaser would wreck his business if allowed to run it. The purchaser, for his part, has to exercise extreme caution to keep the seller from inferring that the purchaser has anything but total faith in the seller's abilities. It is a most delicate bit of negotiation."

En lösning kan vara att parterna lämnar det i citatet ovan nämnda filosofiska planet och koncentrerar sig på att reglera denna och andra för dem kritiska faktorer, exempelvis de ovan behandlade, i detalj. Som tidigare nämnts finns då risken att förbehållskontraktet blir så omfattande och komplicerat, att parterna kanske tröttnar och avbryter förhandlingarna. Alternativt kan parterna ex post uppleva avtalet som alltför hämmande och se användandet av tekniken som ett misslyckande. Detta betyder den balansgång, som förhandlingar om förbehållskontrakt innebär. Knight (1971, s 387) pekar på detta senare förhållande, när han hänvisar till icke avsett utnyttjande av bristfälliga avtal:

"Experienced executives suggested that detailed plans for structuring contingent contracts often limited such complications. When it was suggested that clauses which were too detailed might become too restraining on either the buyer or seller, these managers replied that it was indeed a problem of balancing contingent contracts terms against freedom of action by both parties."

Bägge parter har anledning att i förhandlingarna visa återhållsamhet i sina skyddskrav och detta kan möjliggöras av en före förhandlingarna gjord analys av de faktorer, som verkligen är kritiska för respektive part.

7.4 FÖRBEHÅLLSKÖPETS INTEGRATIONSFAS

Integrationsfasen vid förbehållsköp är avvikande såtillvida som att den, liksom vid köp med fast pris, börjar i och med att avslut ägt rum, men att någon egentlig integration sedan inte kan ske förrän efter avtalsperiodens slut. Detta förhållande, som ur vissa synvinklar kan ses som en nackdel för köparen, kan utnyttjas av denne på ett sådant sätt, att den slutliga integrationen underlättas. Perioden kan ses som en "nådatid", under vilken köparen kan lära känna säljarens bransch, företag

och personal och dessutom, inom ramen för avtal med säljaren, påverka organisationskulturen (definierad som det rådande systemet av normer och värderingar) i det köpta bolaget som en förberedelse för den avsedda integrationen. Att påverka organisationskulturen är en långsiktig process, "three to six years for a reasonably sized ESO" (Environment Serving Organization), dvs bl a företag, enligt Ansoff (1979, s 194).

Denna tidsperiod och den normala avtalsperioden vid förbehållsköp sammanfaller nästan helt, varför köparen bör överväga att påbörja arbetet snarast efter överlåtelsen. Graden av påverkan styrs dels av kulturskillnader mellan organisationerna, dels av den avsedda integrationens omfattning.

De i vår studie intervjuade förbehållsköparna hade i inget fall utnyttjat avtalsperioden för att göra systematiska försök att påverka organisationskulturen i de köpta företagen.

Under integrationsfasen skall förbehållsavtalet administreras och kontrolleras. Den rörliga delen av köpeskillingen skall beräknas och den eller de variabler som styr denna kontrolleras. Det senare kan innebära att säljarens redovisningsbeteende är uppe till detaljprövning, men även att köparens "avtalslydnad" undersöks, exempelvis vad avser hans tidigare omnämnda benägenhet att efter hand inskränka på säljarens självständighet.

Beräkningen av köpeskillingen kan göras av en partsoberoende revisor och inte av köparens, vilket enligt litteraturen är vanligt. Även om avtalet specificerar ett antal begränsningar och tillägg till god redovisningssed, kvarstår dock så många element av subjektiv natur, att det måste anses innebära onödiga konfliktrisker om köparen insisterar på att hans revisor skall utföra beräkningarna. Freund (1975, s 213) tar upp detta problem på följande sätt:

"I realize I'm treading on dangerous ground here, and I certainly do not intend any disrespect to the accounting profession. The fact is, however, that accounting is not a science, and generally accepted accounting principles leave considerable room for judgmental factors and variance in the resulting numbers. Take the simple matter of a bad debt reserve, additions to which are charged against income. There is no immutable, objective formula for computing what is an appropriate reserve. Even where all parties are operating in total good faith, the spread between a conservative and liberal posture on this subject can be quite significant."

Det kan vara på sin plats att än en gång påpeka, att beräkningen av den rörliga delen av köpeskillingen görs för internt bruk, och att de använda principerna kan avvika från den goda redovisningssed, som förutsätts känneteckna dotterbolagets officiella redovisning.

Ett kritiskt område av allmän natur eller kanske snarare en inneboende svaghet i tekniken är den intressekonflikt rörande fördelningen över tiden av det köpta företagets realiserade vinstpotential, som kan komma att leda till ett under avtalsperioden alltmer markerat motsatsförhållande mellan köpare och säljare. Det kan tänkas ligga i säljarens intresse att företaget ger maximal vinst inom avtalsperioden, exempelvis genom att vinster "transfereras" från perioden efter avtalsperioden, medan det kan tänkas ligga i köparens intresse att vinsten maximeras på lång sikt. Om endera parten öppet redovisar problemet för motparten och avtalet sedan utformas så, att någon form av (subjektiv) jämvikt mellan partsintressena uppnås, torde de negativa effekterna av detta i tekniken "inbyggda" motsatsförhållande kunna minimeras. Det är svårt att se detta problem som en direkt anledning till att inte använda förbehållsköp om omständigheterna i övrigt är gynnsamma. Den uppfattningen har dock redovisats i vår undersökning.

Den rörliga delen av köpeskillingen kan ses som ett "lån" från säljaren till köparen. Säljaren kan därför i förbehållsavtalet behöva skydda sig för den eventualiteten att köparen blir insolvent under avtalsperioden, exempelvis i form av nedsättning i förvar av någon del av eller hela den förväntade rörliga delen av köpeskillingen eller möjligtvis, vid kontant betalning, i form av bankgaranti för samma belopp. En annan eventualitet är att moderbolaget i sin tur köps under avtalsperioden. Det kan finnas anledning för säljaren att gardera sig mot detta genom att träffa avtal om, att moderbolaget i sådant fall antingen avslutar förbehållsköpet via "acceleration", förkortning av avtalsperioden, eller låter avtalet fortleva och på samma sätt som i insolvensfallet garanterar säljaren betalning.

Köparen å sin sida har lika stort behov som säljaren av att skydda sig mot eventualiteter i form av upplevt negativa avvikelser från gjorda framtidsprojektioner vad avser motparten. För den änden kan han kräva rätt att kunna förkorta avtalsperioden genom en i avtalet inskriven "acceleration clause", vars tillämpning dock kan bli dyr för köparen genom att den tillåts påverka totalpriset, eller att under avtalsperioden kunna

ersätta en uppenbart otillfredsställande företagsledning med återopande av en "disaster clause" eller som den också kallas "kick-out clause". Freund (1975, s 222 f) beskriver den senare på följande sätt:

"What it comes down to is that if the seller really turns out to be a dud, there should be some method whereby the purchaser can say, 'okay, you've had your chance and you've blown it; Now I'm stepping in to salvage the situation.' This provision, which has been aptly termed the 'kick-out clause', is likely to be strenuously resisted by the seller."

För att en avtalsparagraf av denna typ skall ha något praktiskt värde är det uppenbart att det i avtalet måste anges vilka kriterier som skall användas för att bedöma företagsledningens eventuella misslyckande.

7.5 SKATTE- OCH REDOVISNINGASPEKTER

Användandet av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll har skatte- och redovisningskonsekvenser för såväl köpare och säljare som för andra intressentgrupper. Det är inte ett huvudsyfte i studien att belysa dessa konsekvenser, men vissa aspekter kommer att beröras i detta avsnitt. Det har tidigare nämnts att tillgången till specifik information i studiens empiriska del var knapp. En anledning till detta antogs vara att tekniken upplevdes som "känslig" av de i förbehållsköpet inblandade parterna. Den knappa tillgången på information var särskilt märkbar vad gäller de i detta avsnitt behandlade aspekterna. Det kan antas att det rådde osäkerhet bland företagsköpare och -säljare genom att praxis på skatteområdet inte var färdigutvecklad förrän mot undersökningsperiodens slut (se nedan) och att man därför var obenägen att lämna ut uppgifter inom detta och närliggande områden.

Regeringsrätten avgav i dom 1.2 1974 följande yttrande av framtida betydelse för förbehållsköp:

"I målet är upplyst att köpeskillingen för aktierna skall utgå dels med ett fast belopp av 300.000 kr att erläggas kontant på överlåtelsedagen senast den 1 juli 1973 dels med en rörlig del beräknad på visst sätt på bolagets genomsnittliga årsvinst under tiden den 1 april 1973-den 31 december 1975 att erläggas kontant den 1 juli 1976. - Den sistnämnda delen av köpeskillingen är sålunda för närvarande icke känd till sitt belopp och är

så tillvida villkorlig att, om bolaget under den angivna tiden ej ger vinst, något belopp ej skall erläggas. - I anvisningspunkt 2 till 41 § KL stadgas såsom allmän regel i fråga om bl a beskattningen av realisationsvinst, att inkomst skall anses hava åtnjutits under det år, då densamma från den skattskyldiges synpunkt är att anses såsom verkligen förvärvat och till sitt belopp känd. Enligt sista stycket av samma anvisningspunkt gäller dock beträffande realisationsvinst den särskilda bestämmelsen, att sådan vinst skall beräknas med hänsyn till köpeskillings totala belopp, oavsett om detta skall betalas på en gång eller terminsvis. - I stadig rättstillämpning har detta stadgande tolkats sålunda, att realisationsvinst tagits till beskattning det beskattningsår, då någon del av avtalad köpeskillning hålles tillgänglig för lyftning. Fråga har därvid varit om betalnings-terminer för en vid avtalet till beloppet känd köpeskillning. - Anv till 41 § KL lägger däremot ej hinder i vägen för en uppdelning av beskattningen av den förevarande realisationsvinsten på det sätt att den del av köpeskillningen, som är till beloppet bestämd och enligt avtalet utbetalas år 1973, tages till beskattning år 1974 och återstående köpeskillning tages till beskattning år 1977. - Till följd av vad sålunda anförts ändrar RR på det sätt överklagande förhandsbeskedet, att punkt 2 besvaras sålunda: Avyttringen av aktierna har ägt rum under år 1973. Den skattepliktiga realisationsvinst, som må uppkomma för sökanden, beräknad på grundval av det enligt § 2 A i avtalet den 1 juli 1973 bestämda beloppet av 300.000 kr, skall uppges till beskattning vid sökandens taxering år 1974. Därest med hänsyn till bestämmelserna i § 2 B i avtalet kommer att utgå ytterligare köpeskillning för aktierna, skall den återstående del av realisationsvinsten, som i enlighet därmed må uppkomma för sökanden, uppges till beskattning vid sökandens taxering år 1977.

Praxis enligt ovanstående rättsfall kodifierades 1983, varvid i proposition 1982/83:144 praxis beskrevs på följande sätt (s 22):

"Beskattning sker dels vid taxeringen för det år då någon del av den fasta köpeskillningen blir tillgänglig för lyftning, dels vid taxeringen för det år då tilläggslikviden utgår. Vid den sistnämnda realisationsvinstberäkningen tillämpas de regler som gällde vid avyttringstidpunkten."

Förutom ändring i kommunalskattelagen genomfördes 1983 även ändring i taxeringslagen (25b §) med avseende på företagsköp med utfallsförbehåll, varvid uppgiftsskyldighet infördes. Lydelsen är följande:

"Har vid avyttring av egendom bestämts att ytterligare ersättning under vissa förutsättningar skall utgå på grund av avyttringen skall uppgift om detta lämnas i självdeklarationen.

Har avyttring som avses i första stycket skett under beskattningsåret men skall realisationsvinst som uppkommit vid avyttringen inte tas till beskattning vid taxeringen för det året på grund av att inte någon del av köpeskillingen blivit för den skattskyldige tillgänglig för lyftning, skall i självdeklarationen likväl lämnas uppgift om den avyttrade egendomen, avyttringspriset och tidpunkten då köpeskillingen till någon del blir tillgänglig för lyftning."

Det råder således inte någon större oklarhet om, hur ett förbehållsköp eller kanske snarare en förbehållsförsäljning beskattas. En jämförelse med beskattningsreglerna vid försäljning med fast pris visar, att någon avgörande skillnad i beskattning inte existerar. I det senare fallet kan reglerna för ackumulerad inkomst bli tillämpliga. Dessa innebär att den ackumulerade inkomsten får fördelas på maximalt tio år. Denna särskilda skatteberäkning kan, enligt Riksskatteverket, komma ifråga vid försäljning av aktier i fåmansbolag, som innehafts mer än två år. Vi har tidigare nämnt att huvuddelen av de i denna studie förbehållsköpta företagen är av denna typ, varför jämförelsen torde vara relevant. I ovanstående resonemang förutsätts att ägaren till det förbehållsköpta företaget är en fysisk person, vilket också förefaller vara det vanliga. I vår studie förekommer endast ett fall, där ägaren till det försålda företaget var en juridisk person.

Den ovan nämnda uppgiftsskyldigheten aktualiserar frågan om information om förbehållsköp till utomstående intressenter, som förutom av myndigheter kan utgöras bl a av aktiemarknaden. Ett viktigt medium för sådan informationsgivning kan förväntas vara det köpande företags årsredovisning. I denna studies empiriska undersökningar förekommer information om förbehållsköp i köparens årsredovisning endast i något enstaka fall och då i notform. Det bör dock påpekas att de köpta företagen genomsnittligt var mycket små i förhållande till de köpande företagen (se kapitel 6) och att därför förbehållsavtalets effekt på de senares årsredovisning torde vara marginell och av denna anledning inte särskilt nämnts. Hur stor effekten kan tillåtas vara och ändå betraktas som marginell kan denna studie inte ge svar på. En jämförelse med förhållandena i USA visar dock, att det i den tidigare omnämnda APB Opinion 15 stadgas, att det kan bortses från förändringar av mindre storleksordning än tre procent vid redovisning av vinst per aktie (EPS) i samband med förbehållsköp.

Vad beträffar koncernredovisningsaspekterna av förbehållsköp kan bl a hänvisas till APB Opinion 16 (Business Combinations), paragraferna 77-86 och IAS 10 (International Accounting Standard - Contingencies and Events Occuring After the Balance Sheet Date) där huvudregeln är den, att aktier vid anskaffningstidpunkten värderas till den fasta delen av köpeskillingen jämte den del av den rörliga delen som kan bestämmas "beyond reasonable doubt". Anskaffningskostnaden ökas sedan med överskjutande tilläggsbetalning när denna erläggs. Det förtjänar påpekas att negativ goodwill (badwill) inte rörefaller vara ovanlig i samband med förbehållsköp. Anledningen till detta är att den fasta delen av köpeskillingen, den enda del som med säkerhet kommer att utgå, deduktivt och enligt flera intervjupersoner ofta ligger i intervallet mellan det köpta företags likvidationsvärde och dess substansvärde. Den redovisade köpeskillingen vid överlåtelsestidpunkten ligger då således under det köpta företags redovisningsmässiga värde. Vi förutsätter här att förvärvsmetoden används vid redovisningen av köpet. Redovisad badwill förändras genom utfall av tilläggsköpeskillning och kan förändras till goodwill.

8. Sammanfattning

8.1 INLEDNING

Kapitlet inleds med en syntes och diskussion av i tidigare kapitel redovisad beskrivning och analys av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll, varvid de i studiens huvudsyfte ingående delfrågorna utgör struktur för framställningen. Resultatredovisningen sker i hypotesform, varvid även beskrivningar och modeller i detta sammanhang utgör hypoteser. Vad avser de teoretiska resultaten är dessa avhängiga bl a av gjorda antaganden medan de empiriska resultaten är starkt beroende av insamlade datas kvalitet. I det senare fallet måste reservationer göras angående studiens källor (se avsnitt 1.4) och den påtagliga brist på data om förbehållsköp, som tidigare berörts. Studien ger således inte några definitiva, generellt giltiga svar på de i syftet ställda frågorna; den ger istället tillfälle att ställa upp detaljerade hypoteser om förbehållsköp.

Vad beträffar studiens bisyfte att beskriva bakgrunden till och uppbyggnaden av Capital Asset Pricing-modellen gäller inte ovanstående källreservationer. Beskrivningen av överlåtelseprocessen vid företagsköp med fast pris, det andra bisyftet, är dock baserad på källmaterial av varierande vetenskapligt värde och resultaten, struktur samt beskrivning av kritiska områden och faktorer, får ses som normativa hypoteser, som kan utgöra föreställningsram och kanske "checklista" för en företagsköpare.

Kapitlet avslutas med sammanfattande synpunkter på tekniken, baserade på den genomförda studien, och synpunkter på framtida forskning inom området företagsköp med utfallsförbehåll.

8.2 SYNTES AV STUDIENS RESULTAT

I avsnitt 1.3 anges ett antal huvudfrågor inför studien:

"Är tekniken företagsköp med utfallsförbehåll osäkerhetsreducerande? Om så är fallet; finns då några nackdelar, exempelvis i form av begränsningar i tillämpbarhet, som är av sådan dignitet att denna fördel uppvägs? Detta

skulle kunna vara en förklaring till att tekniken inte används i större omfattning än som tycks vara fallet. En annan förklaring skulle kunna vara att kännedomen och kunskapen om tekniken är liten. Har tekniken några fördelar i jämförelse med köp med fast pris utöver den tidigare nämnda osäkerhetsreducerande effekten?"

Som ett resultat av dessa huvudfrågor ställdes tretton delfrågor, nedan kallade syftesfrågor, att besvaras i studien. Dessa frågor ger struktur åt detta avsnitts syntes av studiens resultat. Frågorna besvaras i de flesta fall i form av hypoteser. Studien har således inte testat hypoteser; den har som ovan nämnts möjliggjort uppställandet av sådana.

Syftesfråga 1

Kan användandet av tekniken företagsköp med utfallsförbehåll reducera den osäkerhet som vidlåder ett sådant köp? Hur sker i sådant fall detta?

Vid besvarandet av den första delen av frågan ser vi problemet uteslutande ur köparens synvinkel. De risktyper som behandlas är systematisk, marknadsrelaterad risk, exponeringsrisk, "objektiv" osäkerhet i klassisk mening samt subjektiv osäkerhet, dvs köparens uppfattning om sannolikhetsfördelningen för framtida utfall.

Ett uppköpsobjekts systematiska risk kan under ett förbehållsköps avtalsperiod minskas genom att ett förbehållsavtal av visst utseende träffas mellan parterna. Implicit ligger här det förhållandet, att tekniken minskar utfallets spridning, uttryckt som fördelningens standardavvikelse (se avsnitt 5.4.2). Detta innebär att förbehållsköp även minskar den totalrisk, omfattande såväl systematisk som företagsspecifik risk, vilken är förbunden med köpet, genom att förändra utfallsfördelningens utseende - och eventuellt även dess förväntade värde.

Genom att vid förbehållsköp endast den fasta delen av köpeskillingen risk-exponeras är det möjligt för investeraren att genom ett förbehållsavtal uppnå samma resultat ex post som vid köp med fast pris - men på en lägre risknivå.

Den del av "objektiv" osäkerhet i klassisk betydelse (se avsnitt 2.1), som inte omfattas av köparens sannolikhetsfördelning för utfall, och som köpa-

ren således inte förväntar, har inte närmare analyserats i studien. Denna del kan omfatta vad vi kallat strategiska diskontinuiteter, exempelvis krigsutbrott, oljekriser och icke förutsedda regeringsingripanden i en given bransch. Effekterna av objektiv osäkerhet av detta slag kan ur köparens synvinkel reduceras genom att företagsförvärvet sker som ett köp med utfallsförbehåll, där det totala utfallet ex post är bestämmande för betalningskonsekvenserna för köparen.

Den risktyp som huvudsakligen behandlats i analysen är subjektiv osäkerhet, dvs osäkerheten i köparens sannolikhetsfördelning för framtida utfall, omfattande såväl företagets resultat under avtalsperioden (U_R) som dess värde vid periodens slut (V_1). Med utfall avses här betalningskonsekvenser med given utformning av förbehållsavtalet.

I analysen visades att tekniken kan reducera och i vissa fall med givna förutsättningar eliminera köparens subjektiva osäkerhet under avtalsperioden. Styrande för graden av osäkerhetsreduktion är bl a förbehållsavtalets konstruktion vad avser formel för beräkning av den utfallsberoende delen av köpeskillingen, fördelningen mellan fast och rörlig del samt gjorda antaganden om graden av samband mellan företagets resultat (U_R) och värde (V_1).

Den andra delen av frågan gäller hur osäkerhetsreduktionen kommer till stånd. Svaret är här att det äger rum en risköverföring från köpare till säljare. Vad gäller risktypen subjektiv osäkerhet avser överföringen köparens upplevda osäkerhet om det köpta företagets framtid. Säljarens sannolikhetsfördelning för utfall kan avvika från köparens och risköverföringen värderas då av säljaren i termer av egen subjektiv osäkerhet. I ett extremfall, där parternas sannolikhetsfördelning är helt skilda och där säljarens förväntade värde är högre än köparens, skulle den förre kunna värdera risköverföringen av köparens subjektiva osäkerhet till noll. I ett sådant fall skulle då köparen kunna nå en högre nyttonivå vad avser subjektiv osäkerhet utan att säljaren upplever motsvarande nyttoförlust och fördelningen av subjektiv risk således inte vara ett nollsummespel.

Risköverföringsaspekten vid förbehållsköp berörs också i avsnitt 2.2, där resultatet av Sandmos state-preference-modellansats (SPM) presenteras. Här är det inte heller fråga om ett nollsummespel utan för båda parter kan spelet, förbehållsköpet, ha ett positivt värde; de kan båda i nyttotermer tjäna på att använda tekniken.

Syftesfråga 2

Förändras den totala riskbilden, innefattande bl a riskfördelning mellan parterna, vid användandet av tekniken? I så fall - hur?

Frågan sammanfaller delvis med föregående fråga, i vilken riskfördelningen mellan parterna redan behandlats. Vi kan konstatera att förbehållssäljaren under avtalsperioden kan ta över en del av riskbördan från köparen, som vid köp med fast pris skulle bära hela denna börda själv.

I avsnitt 5.4.4 analyseras förbehållsteknikens effekt i risk/avkastningsplanet på ett uppköpsobjekt. Det konstateras att företaget som är till salu kan göras effektivt eller effektivare, om det redan är effektivt, med användande av tekniken genom att parametrarna risk och förväntad avkastning påverkas av ett givet förbehållsavtal.

Syftesfråga 3

Kan sannolikheten för avslut, dvs att köpet kommer till stånd, påverkas genom att tekniken används?

I studien har endast beslutssituationen köpa med fast pris/köpa med utfallsförbehåll behandlats, varför syftefrågan besvaras enbart för detta fall.

Teknikens olämplighet i situationer, där omedelbar integration med köparens verksamhet förutsätts (se kapitel 7) medför att syftesfrågan besvaras uteslutande för företagsköp, där avsedd integration äger rum först vid avtalsperiodens slut.

Vi har i föregående fråga konstaterat att ett i CAPM-termer effektivt företag kan göras effektivare och att ett icke-effektivt företag i vissa situationer kan göras effektivt genom att företagsköpet sker med utfallsförbehåll i stället för med fast pris. Användandet av tekniken gör således ett givet företag mer attraktivt för en presumtiv köpare och detta får till följd att sannolikheten för avslut ökar. En minuspost i sammanhanget kan dock tänkas vara det förhållandet, att förhandlingarna om avtalet och dess utformning inte sällan tycks tendera att bli komplicerade.

I SPM-termer kan en nyttofördelning mellan köpare och säljare över Pareto-optimum uppnås (se avsnitt 2.2) genom att förbehållstekniken används. Detta förhållande talar starkt för att sannolikheten för avslut i den givna situationen ökar.

I avslutsmodellens (avsnitt 3.3.2.3) termer talar vi inte om sannolikheten för avslut utan snarare om teknikens effekt på området för avslut. I CAPM-termer kan vi säga att förbehållstekniken antingen utvidgar området för avslut genom att ett redan vid köp med fast pris effektivt företag görs effektivare eller att tekniken tillskapar ett område för avslut genom att ett icke-effektivt företag görs effektivt.

Vad avser subjektiv osäkerhet kan område för avslut tillskapas eller utvidgas genom den osäkerhetsreduktion som genom förbehållsavtalet äger rum i köparens sannolikhetsfördelning för betalningskonsekvenser. Förutsättningen för detta är dock att köparens förväntade värde är lägre än säljarens och/eller att hans osäkerhet är större.

Syftesfråga 4

Kan användandet av tekniken reducera betydelsen av det informationsgap som existerar mellan köpare och säljare vid en företagsöverlåtelse?

I en överlåtelssituation kan man ur köparens synvinkel urskilja två slags osäkerhet; dels genuin eller objektiv osäkerhet i det köpta företagets framtid, dels relativ osäkerhet som ett resultat av att köparen inte har lika ingående information och kunskap om företaget, som säljaren/ägaren har. Förekomsten av relativ osäkerhet innebär att ett informationsgap existerar mellan honom och säljaren. En avsikt med överlåtelseprocessens kontakter och förhandlingar mellan parterna är, åtminstone från köparens sida, att reducera detta informationsgap och därmed dess tänkbart negativa konsekvenser.

Dessa konsekvenser kan komma att påverka företagets resultat antingen under eller efter avtalsperioden och i värsta fall kanske såväl under som efter densamma. För tiden efter avtalsperioden kan tekniken inte reducera betydelsen av det existerande informationsgapet såvida inte samband förväntas mellan U_R och V_1 . För själva avtalsperioden kan däremot tekniken sägas reducera dess betydelse i jämförelse med situationen vid köp med fast pris. Den rörliga delen av köpeskillingen vid förbehållsköp står i ett givet förhållande till det köpta företagets ex post konstaterade "performance". Genom förbehållsköpet skyddar sig därmed köparen mot att informationsgapet omfattar dolda element som påverkar företagets resultat i negativ riktning under avtalsperioden. Han tilläggsbetalar enbart för utförd prestation och kan i och med användandet av tekniken sägas ha försäkrat sig om "downward risk protection". Graden av denna är avhängig av hur förbehållsavtalet utformats.

Syftesfråga 5

Hur påverkas överlåtelseprocessen vid köp med utfallsförbehåll i jämförelse med processen vid köp med fast pris?

För att kunna besvara denna fråga har i avsnitt 3.3 en modell eller hypotes för överlåtelseprocessen ställts upp. Denna struktur har kompletterats med kritiska faktorer och tjänar som bakgrund och jämförelsenorm vid genomgången av överlåtelseprocessen vid förbehållsköp.

Processen vid köp med fast pris delades upp i tre faser: strategifasen, förvärvsfasen och integrationsfasen. De mest betydande förändringarna vid förbehållsköp inträffar i de två senare faserna. Förvärvsfasens analysdel påverkas starkt. Tyngdpunkten i analysen förflyttas från att ge beslutsfattaren underlag för investeringsbeslutet till att ge honom möjlighet att vara väl förberedd inför olika tänkbara situationer i förhandlingarna med säljaren, då själva prisfrågan vid förbehållsköp inte längre är en lika central förhandlingsfråga. Dess plats intas av frågor om hur främst den rörliga delen av köpeskillingen skall konstrueras och dimensioneras.

Intressant är att notera att bedömningen av företag vid förbehållsköp sägs inriktas på företagsledningen i högre grad än vid köp med fast pris.

I förvärvsfasens förhandlingsdel inträffar de kanske största förändringarna. Vi har tidigare berört att prisfrågans roll som central förhandlingsfråga övertas av frågor om hur förbehållsavtalet skall konstrueras. Viktiga frågor är här bl a fördelningen mellan fast och rörlig del av köpeskillingen, avtalsperiodens längd och hur den rörliga delen av köpeskillingen skall beräknas som underlag för tilläggsbetalningar till säljaren. Förhandlingar av denna typ är mer komplicerade än rena prisförhandlingar, då nyttan för respektive part av en given, diskuterad förändring inte alltid är uppenbar och då dessutom den potentiella detaljrikedomen är så mycket större. Allt detta talar, som ovan nämnts, för vikten av att parterna är väl förberedda inför förhandlingarna. En noggrann analys kan ge den detaljerade och situationsanpassade teknikkunskap som utgör en betydelsefull del av respektive parts förhandlingsstyrka.

Ett nytt inslag i förhandlingarna om förbehållsavtal i jämförelse med förhandlingar vid köp med fast pris är frågan om hur man förhindrar att motparten ges tillfälle till manipulation av avtalet under avtalsperioden. Denna fråga kan medverka till ett allt mer komplicerat och detaljerat förbehållskontrakt (se syftesfråga 9 nedan).

I överlåtelseprocessens integrationsfas kan stora avvikelser noteras vid förbehållsköp. En förutsättning för tekniken är att ingen egentlig integration äger rum förrän vid avtalsperiodens slut. Det köpta företaget förblir under perioden en i allt väsentligt fristående enhet, kontrollerad av ägaren/säljaren. För köparen finns all anledning att betrakta avtalsperioden som en "nådatid" att lära känna det köpta företaget och dess personal, den bransch företaget är verksamt i samt att utnyttja denna tid till att påverka företagets organisationskultur i en sådan riktning, att den slutliga integrationen underlättas.

En annan fråga, som inte förekommer vid köp med fast pris, är att förbehållsavtalet skall administreras och kontrolleras under avtalsperioden. Parterna måste "leva tillsammans" i åtminstone vissa avseenden under hela perioden, varför det är av stor betydelse hur denna administration och kontroll sköts.

Syftesfråga 6

Vilka begränsningar finns för teknikens användande?

Den grundläggande begränsningen är den, att bägge parter måste vara villiga att använda tekniken. Vi har vid ett antal tillfällen nämnt att tekniken tycktes upplevas som "känslig" i vissa avseenden av de i denna studie undersökta företagen. Vissa uttalanden som gjordes av intervjuade personer tyder på att teknikens rykte inte är det allra bästa. Brottsförebyggande Rådet (BRÅ) har behandlat företagsköp med utfallsförbehåll i en PM 1982:4 (bilaga 1 till Proposition 1982/83:144). I denna PM (s 59) sägs bl a:

"Konstruktionen med en okänd tilläggspost som skall utbetalas en tid efter överlåtelsen kan dock möjligen tjäna samma syfte som en uppskjuten betalning, dvs att säljaren efter en utflyttning undgår svensk beskattning."

Möjligt är att tekniken använts för att undgå beskattning vid utflyttning ur riket och att detta skulle vara åtminstone en anledning till uttalandena om teknikens något skamfilade rykte. Genom lagändring (se avsnitt 7.5) har dock denna tillämpning av förbehållsköp omöjliggjorts. Om förhållandet skulle vara det, att tekniken anses suspekt på marknaden för företagsköp, något som denna studie inte ger några klara belägg för, måste detta ses som en klar begränsning i teknikens användbarhet. Ett köp med fast pris skulle då kunna väljas, trots att ett förbehållsköp i den givna situationen vore att föredra vid en utvärdering av överlåtelseformernas relativa fördelar.

Tekniken har två påtagliga begränsningar eller kanske snarare förutsättningar. För det första måste det köpta företaget förbli en fristående enhet under avtalsperioden för att möjliggöra den resultatmätning som skall ligga till grund för bestämningen av tilläggsbetalningarna, den rörliga delen av köpeskillingen, till säljaren. Detta medför att köparen inte omedelbart vid överlåtelsen kan integrera företaget i sin organisation och under avtalsperioden således inte kan dra fördel av tänkbara synergier annat än vad avser exempelvis finansiell samordning. Köparens handlingsfrihet inskränks således och tekniken kan därför sägas vara olämplig vid vissa typer av extern expansion, exempelvis vid horisontell integration.

För det andra måste företagsledningen i det köpta företaget vara villig att kvarstå under avtalsperioden och säljaren måste vara villig att ta resultatansvaret för driften av företaget under denna period. Man kan svårigen tänka sig en situation, där köparen tillsätter företagsledning och sedan betalar säljaren i förhållande till denna nya lednings "performance" under avtalsperioden. Lika svårt är att tänka sig, att säljaren skulle vara villig att acceptera ett avtal, baserat på ett resultat som han själv inte kan påverka, vilket framgår av kapitel 7.

Syftesfråga 7

Kan tekniken manipuleras av parterna?

Vid företagsköp med fast pris ligger det i köparens intresse att skydda sig mot sådana manipulationer från säljarens sida, som denne kan tänkas ha utfört innan överlåtelsen. Vid förbehållsköp ligger det i såväl köparens som säljarens intresse att skydda sig mot manipulationer från motpartens sida efter överlåtelsen, dvs under avtalsperioden. Effekten av tidigare manipulationer kan, som ovan behandlats, reduceras genom att förbehållstekniken används. Man skulle kunna uttrycka det så, att betalning utgår efter konstaterad avkastning och inte, som vid köp med fast pris, efter förväntad avkastning.

Manipulationer från säljarens sida kan tänkas förekomma, då den totala köpeskillingen är avhängig av vilket resultat hans företag uppvisar under avtalsperioden. Säljaren är således intresserad av att företaget visar ett så gott resultat som möjligt under denna period, medan köparen är intresserad såväl av resultatet under avtalsperioden som efter densamma. I hans intresse ligger därför att en eventuell resultatförbättring under perioden inte sker på bekostnad av framtida resultat.

Ett tänkbart, icke avsett beteende från säljarens sida är att denne manipulerar det kriterium, som används för mätning av det överlåtna företags resultat. Vi har tidigare nämnt att vinst är det vanligaste kriteriet och koncentrerar oss därför på detta. Ett sätt att påverka vinsten är genom omperiodisering av kostnader och intäkter på ett sådant sätt att resultatet förändras i positiv riktning. Ett annat sätt är att minska kostnaderna för reklam, forskning och utveckling och andra mer långsiktiga kostnader, vars effekt inte hinner slå igenom under avtalsperioden. Man kan vidare tänka sig att säljaren avstår från att ta ut lön, bonus eller andra anställningsförmåner som normalt tillkommer honom. Ytterligare ett sätt att påverka företags resultat i för säljaren gynnsam riktning är genom extraordinära intäkter, exempelvis till följd av försäljning av fastighet med lågt bokfört värde. En upplösning av dolda reserver kan vara ännu ett exempel på en flagrant manipulation. Så länge förbehållsavtalet inte detaljreglerar sådana möjligheter kan dock inte ens flagranta fall av manipulation bortses från helt.

Det kan förväntas ligga i köparens intresse att det förvärvade företaget uppvisar ett gott resultat på såväl kort som lång sikt. Om vi förutsätter att köparen förväntar sig att det existerar ett samband mellan företags resultat under avtalsperioden och dess värde vid periodens slut, ligger det inte nödvändigtvis i hans intresse att manipulera resultatet så, att den utfallsberoende delen av köpeskillingen minimeras. Han torde dessutom ha mindre möjligheter att göra detta än säljaren, då denne vid förbehållsköp behåller kontrollen över åtminstone den löpande driften. Vissa möjligheter kan han dock tänkas ha att, om han bedömer det vara fördelaktigt, påverka företags resultat i negativ riktning för att på så sätt reducera tilläggsbetalningen till säljaren. Ett sätt är att öka de kostnader, som moderbolaget lägger på dotterbolaget i form av overheadkostnader. Ett annat sätt kan vara att kräva, att personal från moderbolaget placeras i det köpta företaget för att förbereda den slutliga integrationen, och att kräva att de avlönas i dotterbolaget. Vad som är rimligt kan i sådana situationer vara svårt att avgöra för säljaren.

Syftesfråga 8

Hur påverkas prisfrågan vid köp med utfallsförbehåll?

I fråga 5 ovan konstaterades, att prisfrågan tycks tendera att skjutas i bakgrunden vid förbehållsköp och i stället ersättas av mer komplicerade förhandlingar om ett antal punkter i förbehållsavtalet. Prisfrågan är

traditionellt den stora stötestenen vid företagsköp, varför sannolikheten för avslut torde komma att påverkas i positiv riktning genom användandet av tekniken.

Prisfrågan ersätts således av förhandlingar om bl a hur stor den fasta delen av köpeskillingen skall vara, vilket kriterium för resultatmätning som skall användas och hur den formel skall se ut, som reglerar tilläggsbetalningen till säljaren. Dessa kontraktsförhandlingar kan dock tänkas bli så komplicerade, att de minskar sannolikheten för avslut.

Syftesfråga 9

Hur utformas avtalet vid förbehållsköp?

Inget av de i studien intervjuade företagen har bedömt sig kunna lämna ut förbehållsavtalet till granskning, varför erfarenheter från svenska förhållanden nästan helt saknas.

Uppenbart är dock att utformningen av avtalet innebär en svår avvägning mellan önskemålet att undvika alltför komplicerade och omfattande förbehållskontrakt och de legitima skyddskrav som båda parter har. Anledningen till vissa av dessa skyddskrav har diskuterats i fråga 7 ovan.

I avsnitt 7.3 behandlades fem centrala frågor att analysera inför ett förbehållsköp. Dessa frågor, som måste beaktas i ett förbehållskontrakt, är (1) fördelning mellan fast och rörlig del av köpeskillingen, (2) avtalsperiodens längd, (3) kriterium för resultatmätning under avtalsperioden, (4) definition av valt kriterium och (5) formel för beräkning av köpeskillings rörliga del.

Ett exempel på förbehållsavtal ges i Hecht(1967), där avtalet mellan en välkänd företagsköpare i USA, City Investing Company, och dess blivande dotterbolag presenteras. Förutom de ovan nämnda fem frågorna innehåller avtalet bl a skydd för båda parter mot otillbörligt utnyttjande av det samma och dessutom såväl en "acceleration clause" som en "disaster clause" (se avsnitt 7.4).

Erfarenheter från USA vad avser förbehållsavtal beskrivs av Knight (1971) på följande sätt:

"Executives who had some experience with contingent contracts agreed in general that these were failures mostly in cases where the two parties concerned had failed to negotiate the contract terms in sufficient detail. The participants had problems defining earnings and determining the payment schedule. Failures were defined as cases where the participants regretted using a contingent contract after the completion of the contingent period rather than cases where they regretted the merger or acquisition per se. Experienced executives suggested that detailed plans for structuring contingent contracts often limited such complications. When it was suggested that clauses which were too detailed might become too restraining on either the buyer or seller, these managers replied that it was indeed a problem of balancing contingent contracts terms against freedom of action by both parties."

Syftesfråga 10

Vilka formler används för den utfallsberoende delen av köpeskillingen?

I avsnitt 7.3 görs en detaljerad genomgång av tre typer av formler för beräkning av köpeskillingens rörliga del. Den första, formel med fast bas, förefaller vara vanligast såväl i Sverige som i USA. Den andra typen, formel med rörlig bas, är en något mer utvecklad formel, som förhindrar viss form av manipulation. Den tredje typen, kumulativ formel, kan tänkas reducera betydelsen av frågan om hur det köpta företaget skall resultatmaximera; enbart på kort sikt eller dessutom på lång sikt.

Data för denna genomgång har hämtats från amerikansk litteratur om förbehållsköp. Detaljerad information om svenska förhållanden har inte kunnat inhämtas.

Syftesfråga 11

Vilka är teknikens för- och nackdelar i jämförelse med köp med fast pris?

Frågan besvaras genom en sammanställning i punktform av främst kapitlen 5 och 7. Sammanställningen begränsas till att omfatta intressenter-na köpare och säljare.

A. Gemensamma faktorer

1 Fördelar

Nyttfördelning över Pareto-optimum kan uppnås. Med andra ord kan avtalet konstrueras så, att båda parter förväntas "tjäna" på att använda tekniken.

I CAPM-termer kan den effektiva gränsen överskridas. Ett mer fördelaktigt risk/avkastningsförhållande än på en marknad, där företagsköp med fast pris är den enda överlåtelseformen, kan uppnås.

Vid förbehållsköp reduceras förhandlingsfasens stora svårighet, nämligen prisfrågan. Parternas uppmärksamhet fokuseras på det relevanta värderingskriteriet: avkastning.

Tekniken reducerar dock vikten av avkastningsvärdeberäkningarnas stötesten: resultatprognoserna.

2 Nackdelar

Tekniken kan ha en inbyggd intressekonflikt, som avser det köpta företags resultat på kort respektive lång sikt.

Tekniken kan ha ett något skamfilat rykte i Sverige.

Parterna skall "leva tillsammans" under avtalsperioden, vilket inte förekommer vid köp med fast pris. Detta kan innebära en konfliktrisk.

Förhandlingarna om förbehållsavtalet kan bli komplicerade, vilket kan avskräcka en eftertraktad säljare eller köpare och dessutom mer formaliserade på grund av den större komplexiteten.

Det kan vara svårt att konstruera ett "vattentätt" avtal med alla aspekter beaktade. Avvägningen mellan dessa två senaste frågor kan vara känslig.

Definition av kriterier för "performance" samt därmed sammanhängande, nödvändiga begränsningar i parternas handlingsfrihet kan utgöra problem.

Förbehållsavtalet skall administreras och kontrolleras, vilket kan utgöra en potentiell konfliktrisk.

B. Köparen

1 Fördelar

Förbehållsköpet kan innebära ett minskat risktagande vad avser subjektiv risk, systematisk, marknadsrelaterad risk, exponeringsrisk och "objektiv" risk.

Betydelsen av informationsgapet kan reduceras.

Köparen kan få fler investeringsobjekt att välja mellan.

Attraktiv säljare kan i vissa situationer erbjudas bättre villkor än vad konkurrent, som inte vill förbehållsköpa, kan erbjuda.

Tekniken kan reducera omedelbar utspädning (dilution) och nedgång i vinst per aktie i det köpande företaget vid apportemission.¹

Avtalet kan ge säljaren incitament att prestera ett gott resultat, vilket kan komma köparen till del i form av ett högre marknadsvärde för dotterbolaget vid avtalsperiodens slut.

Avtalsperioden kan ses som en "nådatid" att lära känna det köpta företaget, dess personal och den bransch företaget är verksamt i.

Förbehållstekniken ger köparen tid att utvärdera företagets ledande personal under avtalsperioden.

Vid ett förbehållsköp kan dotterbolagets organisationskultur förändras stegvis under perioden, vilket kan förväntas underlätta den slutliga integrationen.

2 Nackdelar

Avtalet reducerar köparens handlingsfrihet under avtalsperioden.

Det köpta företaget kan inte integreras omedelbart, då den för resultatmätningens skull måste förbli relativt fristående under avtalsperioden. Synergier kan således inte utnyttjas.

Tekniken kan komma att medföra en högre total köpeskillning än vid köp med fast pris. (Mot detta får dock vägas den lägre risken.)

Kontrollproblem kan uppstå, dvs säljaren kan vid apportemission få (för) stort inflytande i det köpande företaget om maximiantalet aktier, som kan utgå som tilläggsbetalning, inte anges i avtalet.

Vid apportemission kan efterhand en ogynnsam trend i köparens vinst per aktie uppstå genom utspädningseffekter.¹

¹ Om ej mest "utspädda" alternativ måste redovisas.

Företagsledningen i det köpta bolaget kan komma att inrikta sig uteslutande på att maximera företagets resultat under avtalsperioden till förfång för tiden efter densamma. Med andra ord kan den komma att gripas av "incentive myopia". Om högsta totala köpeskillning eller maximiantal aktier, som enligt förbehållsavtalet kan utges, måste anges vid förvärvstillfället, kan en säljare som lyckats mycket bra i början av avtalsperioden och som då ligger nära maximipriset eller -antalet, förlora motivationen för resterande del av avtalsperioden.

Framtida finansieringsproblem kan i vissa situationer tänkas komma att uppstå när den rörliga delen av köpeskillningen skall betalas.

C. Säljaren

1 Fördelar

För ett icke-effektivt företag kan tekniken vara den enda möjligheten att på kort sikt bli effektivt och komma ifråga för uppköp.

För ett effektivt företag ger tekniken möjlighet att bli effektivare och mer attraktivt för en köpare.

Säljaren kan komma att få ett högre totalpris för sitt företag.

Vid apportemission deltar säljaren i köparens tillväxt (om den blir positiv).

Även säljaren får en "nådatid", i detta fall med relativ frihet och fullt resultatansvar trots att företaget är sålt (och det problemet är ur världen).

Företagsledningen får tillfälle att demonstrera sin lämplighet inför köparen och kan samtidigt få klarlagt, om den vill fortsätta att arbeta för köparen efter avtalsperiodens slut.

2 Nackdelar

Tekniken kan medföra ett ökat risktagande för säljaren genom att han övertar en viss del av risken under avtalsperioden från köparen.

Säljaren kan uppleva att han får betalt för sitt företag ur "egen" vinst.

Vid förbehållsköp utgår del av betalningen med viss fördröjning. Det kan tänkas att han då går miste om ränta vid överlåtelse med kontant likvid och om utdelning vid apportemission (om det inte regleras i avtalet).

Oväntat höga vinster kommer inte säljaren tillgodo om maximipris eller -antal aktier angetts i avtalet. Jämförelsen görs då inte med försäljning med fast pris utan med alternativet att inte sälja företaget.

Begränsningar i handlingsfrihet, i "managerial discretion", kan upplevas som betungande.

Förbehållstekniken kan visa sig medföra stress för säljaren dels genom att han vill få maximalt betalt för företaget, dels för att han kan komma att känna sig ständigt iakttagen och övervakad under avtalsperioden. Det mycket talande engelska uttrycket för detta sista är "living in glass houses".

Slutligen förefaller det sannolikt att säljaren vid förhandlingar om förbehållsköp befinner sig i ett teknikunderläge, beroende inte minst på att han i de allra flesta fall är en engångssäljare. Köparen är ofta en flergångsköpare med erfarenhet av och bättre kunskap om tekniken. Teknikunderläget är sannolikt större än vid köp med fast pris.

Syftesfråga 12

I vilken omfattning används tekniken i Sverige? Tendenser?

Studiens enkätundersökning omfattar de 100 mest förvärvsaktiva företagen i Sverige under den studerade tidsperioden, 1970-1975. I kapitel 6 ges en detaljerad resultatredovisning, där det framgår att tekniken under periodens två sista år uppvisar en klart ökande frekvens vad avser såväl köpta som köpande företag.

Syftesfråga 13

Vilken kännedom och kunskap om tekniken har företagsköpare i Sverige?

Undersökningen omfattar samma 100 företag som i föregående fråga. Resultaten av undersökningen redovisas i kapitel 6. Det kan dock vara på sin plats med en diskussion av de där redovisade resultaten. 85 % av de i studiens

enkätundersökning medverkande företagen uppgav att förekomsten av förbehållstekniken var känd inom företaget. 67 % angav att det inom företaget fanns kunskap om tekniken. Vid efterföljande intervjuundersökningar i sex företag, som förbehållsköpt minst två gånger under perioden 1970-1975, kunde i samtliga fall ett gap mellan uppgiven och vid intervjuerna (subjektivt) uppmätt kunskap konstateras. Hypotesen vid urvalet av företag var den, att en flergångsköpare har större teknikkunskap än andra företag. Mot denna bakgrund föreföll det konstaterade gapet svårförklarligt.

Vid närmare analys förefaller det dock mindre överraskande att kunskapen konstaterades vara bristfällig. Förbehållstekniken var vid undersökningstidpunkten fortfarande relativt ny i Sverige och behovet av kunskap om tekniken i näringslivet var sannolikt inte stort. Detta antagande görs mot bakgrund av att inga som helst artiklar om förbehållsköp tycks ha publicerats i svenska tidskrifter vid undersökningstidpunkten.

8.3 RESULTAT OCH TILLÄMPBARHET

I föregående avsnitt presenterades en syntes av studiens resultat, i vilken dessa relaterades till de detaljerade syftesfrågorna. Resultat som ligger utom ramen för dessa frågor återfinns, vad avser tekniken förbehållsköp, i kapitlen 5, 6 och 7. Frågor som inte direkt och uteslutande avser denna överlåtelseform, men som har betydelse för tillämpningen av förbehållstekniken, behandlas i kapitlen 2, 3 och 4.

Studien har pekat på förbehållsteknikens lämplighet i vissa förvärvssituationer. Perspektivet har då främst varit köparens. Vad avser teknikens osäkerhetsreducerande egenskaper kan sägas att ju större osäkerhet denne upplever i företagets resultat (U_R) och dess värde (V_1) i absoluta tal såväl som i relation till säljarens osäkerhet, desto större nytta kan han ha av att genomföra företagsförvärvet som ett köp med utfallsförbehåll oavsett om skillnaden i förväntan mellan parterna beror på förekomsten av ett informationsgap eller på olika utvärdering av identisk information.

En annan positiv egenskap, som inte förefaller vara empiriskt beaktad, är de möjligheter tekniken ger köparen att under avtalsperioden förbereda och underlätta den avsedda integrationen av det köpta företaget, som vid köp med fast pris kan vara problemfylld (se avsnitt 3.3.3).

För ett företag som avser att växa genom extern expansion i exempelvis icke-relaterade branscher förefaller det finnas goda skäl att låta förbehållsköp ingå som en alternativ överlåtelseform redan i överlåtelseprocessens strategifas. Planeringen och den efterföljande analysen kan då anpassas till att omfatta såväl köp med fast pris som köp med utfallsförbehåll. Analysen i kapitel 7 har visat att flera väsentliga delar av överlåtelseprocessen påverkas av överväganden om förbehållsköp.

Studien har även pekat på fördelar för säljaren; fördelar som i vissa speciella fall kan vara större än fördelarna för köparen. Totalt sett kan dock kanske köparen sägas gynnas mest av användandet av tekniken. Hecht (1967, s 12) säger i denna fråga:

"The earn-out is a reasonable and practical way of casting the acquisition because it is based on the post-merger performance of the acquired company. As it gains in popularity, the merger masters will be able to further refine the earn-out. It has great potential to insure an equitable deal for both buyer and seller. It is a tool of sophisticated buyers. Let the seller beware!"

8.4 FRAMTIDA FORSKNING

Behovet av framtida forskning vad avser förbehållsköp kan delvis ses som avhängigt av den framtida regleringen av teknikens praktiska tillämpning. USA kan tjäna som exempel på detta. Genom nya redovisningsregler i slutet av 1970 avtog användandet av tekniken i USA kraftigt. Någon forskning eller debatt inom detta företagsekonomiskt intressanta område tycks därefter inte ha förekommit.

Några tänkbara inriktningar kan urskiljas vad avser den framtida forskningen. Denna studie har haft karaktären av en explorativ studie, som resulterat i ett antal hypoteser. En prövning av någon eller några av dessa hypoteser är en tänkbar forskningsinriktning.

Denna hypotesprövning skulle kunna ske antingen med en empirisk eller en teoretisk ansats. Den empiriska ansatsen kan omfatta en frekvensstudie av teknikens användning, exempelvis för perioden 1976-1980. Ett attraktivt sätt att driva en empirisk studie vore att göra fallstudier i realtid, dvs att delta i hela överlåtelseprocessen som observatör för att på så sätt få detaljerad och nyanserad information om förbehållsteknikens för- och nackdelar. Ett sådant angreppssätt torde dock komma att medföra

svåra sekretessproblem. Förutsättningarna för fördjupade intervjustudier om exempelvis motiv och teknik vid förbehållsköp måste bedömas vara större nu än vid den tidpunkt, då denna studies empiriska undersökningar genomfördes.

På teoriområdet ligger en analys av förbehållstekniken med användande av Option Pricing-modellen nära till hands. Modellen är nu så utvecklad att den är tillämpbar vid en sådan analys, vilket inte var fallet när denna studie planerades. Modellens bakgrund och uppbyggnad framgår bl a av Black, Scholes (1973) och Smith, Jr. (1976). Eventuellt skulle då forskningsområdet kunna utvidgas till att omfatta förbehåll i allmänhet och inte enbart företagsköp med utfallsförbehåll.

En utveckling av avslutsmodellen från säkerhet till tillstånd av osäkerhet skulle utgöra ett värdefullt bidrag till forskningen vad avser företagsöverlåtelser. Här skulle man kanske kunna förenkla analysen genom att anta, att all osäkerhet är relativ, dvs hänförlig till informationsgapet mellan säljare och köpare.

Redovisning av förbehållsköp är en tänkbar forskningsinriktning liksom studium av hur beaktande av skatt och inflation påverkar denna studies resultat.

Summary

CONTINGENT-PRICE CORPORATE ACQUISITIONS

BACKGROUND

Mergers and acquisitions as a company growth strategy is a controversial issue. In his study of acquisitions in Europe 1965-70 Kitching (1973) found that approximately 50 % of the acquisitions were considered to be failures by the managers of buying companies. Other studies (e.g. Ansoff et al, 1971), using more "objective" methods to measure success or failure, show similar results and strengthen the hypothesis that mergers and acquisitions often fail.

One main reason for this high failure rate is the fact that acquisitions are made in a situation characterized by uncertainty and in an environment that is increasingly turbulent (Ansoff, 1979).

One acquisition technique with seemingly attractive features is the earnout or contingent-price technique in which the purchase price is contingent upon subsequent performance of the company that is being purchased. This way the uncertainty surrounding the acquisition will in some sense be reduced.

If this is the case, then why is the contingent-price technique not more frequently used than appears to be the case (20 % of agreed acquisitions according to Kitching, 1973).

AIM OF THE STUDY

The main aim of the present study is to give an answer to the above question by analysing the uncertainty reduction potential of the contingent-price acquisition technique and to find out whether, in comparison with a fixed-price purchase, this technique has disadvantages significant enough to outbalance its uncertainty reduction potential. This is one possible reason why the technique is not more frequently used. Another possible reason is that information and knowledge of the technique is scarce. Are there

advantages other than the uncertainty reduction potential of the technique in structuring the purchase as a contingent-price acquisition rather than as a fixed-price purchase?

In analysing uncertainty reduction one type of risk to study is systematic risk, the risk measure of the Capital Asset Pricing Model (CAPM). One secondary aim of the present study is to describe the background and structure of this model.

In determining advantages/disadvantages of the contingent-price technique in comparison with a fixed-price purchase a model of the latter is needed. Another secondary aim is to build such a model.

RESEARCH METHODS AND DATA

The main problem of the study has been to gather data of sufficient extent and quality to permit description and analysis of the two acquisition techniques.

Data concerning fixed-price purchases were gathered primarily from American and Swedish literature but to some extent through a pilot study comprising interviews with Swedish buyers and sellers.

Data concerning contingent-price acquisitions were obtained mainly through American literature, through a questionnaire survey with 100 Swedish companies active in the domestic acquisition market and finally through interviews with six Swedish companies that had used the contingent-price as well as the fixed-price technique in the period 1960-1965. Data were extremely scarce and as regards some aspects of the technique practically non-existent for various reasons.

As a result of the lack of data concerning contingent-price acquisitions a planned case-study approach involving the above six Swedish companies had to be cancelled.

RESULTS OF THE STUDY

The results of the study are to be seen as hypotheses of a descriptive nature in some cases and of a prescriptive nature in most cases.

The main results and findings are listed below:

- The contingent-price acquisition technique can reduce the buyer's subjective risk as well as systematic risk, classical uncertainty in the Knight (1921) sense and risk exposure for the duration of the contingent period.
- The probability of an acquisition deal being closed can be increased by the use of the technique.
- Not one of the six interviewed Swedish companies with previous contingent-price acquisition experience can be said to have demonstrated a detailed knowledge of the technique.
- The main disadvantages of the contingent technique include the fact that no integration is possible during the contingent period, contracts tend to become complex, the freedom of action for the buyer is reduced and the fact that various psychological problems may arise primarily for the seller.
- The advantages include the above mentioned uncertainty reduction potential and the fact that eventual integration can be facilitated if the buyer uses the contingent period to influence for example the organization culture of the purchased company.
- No generally valid answer can be given to the question whether or not the disadvantages of the contingent technique outbalance its advantages. The answer in each case is dependent on the particular acquisition situation studied.

In addition to these findings the present study has resulted in the first detailed description of the background and structure of the Capital Asset Pricing Model in the Swedish language, a description of the acquisition process including a tentative structure and finally a simulation model for uncertainty reduction in connection with contingent-price corporate acquisitions.

Bilagor

EXEMPEL PÅ SIMULERINGSMODELL FÖR OSÄKERHETSREDUKTION VID FÖRBEHALLSKÖP

```

1 SCREEN 0,1,0
2 COLOR 14,0,11
4 WIDTH 80
5 INPUT "Hur många simuleringar skall listas i detalj? ";F
6 GOTO 75
10 INPUT"Ange antal ar: ";NAR
20 INPUT"Ange antal brytpunkter: ";NBRYT
25 INPUT"Vinstandel räknas marginellt per brytpunkt (j/n) ";D$
30 INPUT"Ange antal simuleringar: ";NSIM
40 INPUT"Ange rantefot kopare: ";RKOP
50 INPUT"Ange rantefot saljare: ";RSALJ
55 INPUT "Marknadsvärde vid periodslut ingår (j/n) ";E$
60 INPUT"Ange andel till saljaren av marknadsv vid periodens slut: ";ANDEL
75 RESTORE 80 : READ NAR,NBRYT,D$,NSIM,RKOP,RSALJ,E$,ANDEL
80 DATA 5,5,"j",100,.12,.12,"n",.5
95 REM
96 REM
97 REM V A R I A B E L F Ö R T E C K N I N G  (((((((((((((((((((((((((((((((((((
98 REM
100 DIM MBAR(NAR):REM medelvarde
110 DIM AVVIK(NAR):REM avvikelse i kkr fran mbar
120 DIM VINST(NAR):REM foretagets arsvinst under avtalsperioden
130 DIM WBRYT(NBRYT):REM brytpunkter i kronor arsvinst
140 DIM WFOR(NBRYT):REM % av vinsten till saljaren ovanfor brytpunkten
150 DIM QRSALJ(NAR):REM saljarens vinstberoende ersattning per ar
160 DIM QRKOP(NAR):REM koparens vinstberoende behallning efter saljarens ers.
170 DIM NPVSALJ(NSIM):REM nuvarde for saljaren av forbehallet
180 DIM NPVKOP(NSIM):REM nuvarde for koparen
190 DIM NPVVINST(NSIM):REM nuvarde av vinsten totalt
200 DIM W2(NSIM):REM npvvinst + npv(markn v vid per slut = avk v)
210 DIM VACK(NSIM):REM periodens genomsn vinst per ar odiskonterat
1000 REM vad vinsten blir - input
1004 GOTO 1006
1005 INPUT"Skall vinsten vara tidsseriellt beroende (j/n)";C$
1006 READ C$,MBAR(1),AVVIK(1)
1007 DATA "n",100,140
1010 FOR T=1 TO NAR
1012 PRINT"Ar: ";T
1015 REM: IF C$="n" AND T=1 THEN INPUT"Medelvinst ar 1 ";MBAR(1):INPUT "Avvikelse
      i kkr fran medelvinst under perioden ";AVVIK(1)
1020 IF C$="n" THEN LET AVVIK(T)=AVVIK(1):LET MBAR(T)=MBAR(1)
1025 IF C$="j" THEN INPUT"Ange avvikelse detta ar ";AVVIK(T)
1030 NEXT T

```

```

1035 LPRINT"S I M U L E R I N G   A V   C O N T I N G E N T   C L A I M S":LPRINT
1040 IF C$="n" THEN LPRINT"Tidsseriellt beroende:           N E J"
1041 IF C$="j" THEN LPRINT"Tidsseriellt beroende:           J A":LPRINT
1042 IF D$="j" THEN LPRINT"Vinstdelning marginellt per brytpunkt: J A"
1043 IF D$="n" THEN LPRINT"Vinstdelning marginellt per brytpunkt: N E J"
1044 IF E$="j" THEN LPRINT"Marknadsv vid periodslut ingår:   J A"
1045 IF E$="n" THEN LPRINT"Marknadsv vid periodslut ingår:   N E J"
1100 REM avtalsinput
1105 LPRINT:LPRINT:LPRINT"Brytpunkter      över          Till säljaren":LPRINT
1110 FOR I=1 TO NBRYT
1119 PRINT
1120 PRINT"Brytpunkt nr ";I
1125 READ WBRYT(I),WFORD(I):GOTO 1145
1126 DATA 25,0,75,.25,100,.50,150,.75,200,.95
1130 INPUT"Antal kkr ";WBRYT(I)
1140 INPUT"Säljarens andel i vinst ovan brytpunkten ";WFORD(I)
1145 LPRINT USING "          ####          #.###";WBRYT(I),WFORD(I)
1150 NEXT I
1999 RANDOMIZE
2000 REM Huvudslinga
2001 CLS
2005 VINSTS=0:VINSTSS=0
2006 SALJS=0:KOPS=0:SALJSS=0:KOPSS=0:REM statistiska ackumulatorer
2010 FOR I=1 TO NSIM:REM antal simuleringar med ovan givna förutsättningar
2014 IF I>F THEN GOTO 2030
2019 LPRINT:LPRINT:LPRINT"Simulering nr ";I
2020 LPRINT "AR  FORV  AVVIK SLUMP MIN      MAX      ARETS  SALJAR KOPAR  NPV      NP
V      NPV"
2021 LPRINT "      VINST ELSE TAL      VINST VINST VINST ANDEL ANDEL SALJ  KO
P      VINST"
2030 FOR T=1 TO NAR:REM SIMULERING AV AVTALSPERIODEN
2035 IF C$="j" AND T>1 THEN MBAR(T)=VINST(T-1)
2040 LET MIN=MBAR(T)-AVVIK(T)
2050 LET MAX=MBAR(T)+AVVIK(T)
2055 LET X=RND
2060 LET VINST(T)=MIN+(MAX-MIN)*X
2070 LET SALJACK=0
2090 IF D$="n" THEN GOSUB 8000:REM vinstandel raknas pa hela beloppet
2091 IF D$="j" THEN GOSUB 8100:REM vinstandel raknas marginellt per brytpunkt
2200 LET QRSALJ(T)=SALJACK:REM säljarens vinst i kronor
2210 LET QRKOP(T)=VINST(T)-QRSALJ(T)
2220 LET NPVSALJ(I)=NPVSALJ(I)+QRSALJ(T)/((1+RSALJ)^T)
2230 LET NPVKOP(I)=NPVKOP(I)+QRKOP(T)/((1+RKOP)^T)
2240 LET NPVVINST(I)=NPVVINST(I)+VINST(T)/((1+RKOP)^T)
2250 LET VACK(I)=VACK(I)+VINST(T)/NAR
2279 IF I >F THEN GOTO 2299
2282 LPRINT USING"### #####.# #####.# #####.# #####.# #####.# #####.
# #####.# #####.##";T,MBAR(T),AVVIK(T),X,MIN,MAX,VINST(T),QRSALJ(T),QRKOP(T),NPVSAL
J(I),NPVKOP(I),NPVVINST(I)
2299 NEXT T:REM slut pa avtalsperioden i simulering nr i
2300 REM statistikbearbetningar
2301 IF VACK(I)<0 THEN VACK(I)=0
2303 LET W2(I)=NPVVINST(I)+(VACK(I)/RKOP)/((1+RKOP)^NAR)
2305 IF E$="n" THEN GOTO 2310
2306 NPVVINST(I)=NPVVINST(I)+W2(I)

```

```

2307 NPVSALJ(I)=NPVSALJ(I)+ANDEL*W2(I)
2308 NPVKOP(I)=NPVKOP(I)+(1-ANDEL)*W2(I)
2310 SALJS=SALJS+NPVSALJ(I)
2320 KOPS=KOPS+NPVKOP(I)
2325 VINSTS=VINSTS+NPVVINST(I)
2330 SALJSS=SALJSS+NPVSALJ(I)*NPVSALJ(I)
2340 KOPSS=KOPSS+NPVKOP(I)*NPVKOP(I)
2345 VINSTSS=VINSTSS+NPVVINST(I)*NPVVINST(I)
2349 GOTO 2985:REM *****
2350 STOP
2985 LOCATE 13,35:PRINT"SIMULERING NR ";I;" vinst ar 5 ";VINST(5)
2990 NEXT I:REM slut pa simuleringsslingen
2998 REM
2999 REM
3000 REM avslutande statistik for hela simuleringen
3010 SALJBAR=SALJS/NSIM:REM medelvarde
3020 KOPBAR=KOPS/NSIM
3025 VINSTBAR=VINSTS/NSIM
3030 SALJSD=SQR(SALJSS/NSIM-SALJBAR*SALJBAR):REM standardavvikelse
3040 KOPSD=SQR(KOPSS/NSIM-KOPBAR*KOPBAR)
3045 VINSTD=SQR(VINSTSS/NSIM-VINSTBAR*VINSTBAR)
3050 SALJSE=SALJSD/SQR(NSIM):REM standard error
3060 KOPSE=KOPSD/SQR(NSIM)
3065 VINSTSE=VINSTD/SQR(NSIM)
3100 CLS:PRINT "EFTER ";NSIM;" SIMULERINGAR VAR:"
3110 PRINT:LET A=12:LET B=14:LET C=15:REM färger
3114 COLOR B
3120 PRINT"
MEDELVARDE STDAVV KONFIDENSINTERVAL
L 5 %"
3130 PRINT"
NPV RORLIG -1.96 STDAVV +1.9
6 STDAVV":PRINT
3135 PRINT:COLOR A:PRINT"SALJARENS NUVARDE ";
3140 COLOR C:PRINT USING"#####.####";SALJBAR,SALJSE,SALJBAR-1.96*SALJSE,SALJBAR
+1.96*SALJSE
3150 PRINT:COLOR A:PRINT"KOPARENS NUVARDE ";
3160 COLOR C:PRINT USING"#####.####";KOPBAR,KOPSE,KOPBAR-1.96*KOPSE,KOPBAR+1.96
*KOPSE
3170 PRINT:COLOR A:PRINT"NUVARDE VINSTEN TOTALT ";
3180 COLOR C:PRINT USING"#####.####";VINSTBAR,VINSTSE,VINSTBAR-1.96*VINSTSE,VIN
STBAR+1.96*VINSTSE
3400 COLOR 14
7999 PRINT:PRINT:PRINT:PRINT:PRINT:PRINT:PRINT"Tryck Shift-PrtSc för utskrift på print
er":END
8000 FOR B=NBRYT TO 1 STEP -1
8010 IF VINST(T)>WBRYT(B) THEN LET SALJACK=SALJACK+VINST(T)*WFORD(B):GOTO 8099
8020 NEXT B
8099 RETURN
8100 IF VINST(T)>WBRYT(NBRYT) THEN SALJACK=SALJACK+(VINST(T)-WBRYT(NBRYT))*WFORD
(NBRYT)
8110 FOR B=NBRYT-1 TO 1 STEP -1
8130 IF VINST(T)>=WBRYT(B) AND VINST(T)<WBRYT(B+1) THEN LET SALJACK=SALJACK+(VIN
ST(T)-WBRYT(B))*WFORD(B)
8140 IF VINST(T)>WBRYT(B) AND VINST(T)>WBRYT(B+1) THEN LET SALJACK=SALJACK+(WBRY
T(B+1)-WBRYT(B))*WFORD(B)
8150 NEXT B
8199 RETURN

```

IBM PC/Advanced Basic

Målgrupp vid Företagsenkät

ABV - Vägförbättringar AB
AEG - Telefunken Elektriska AB
Ahlsell & Ågren AB
Alfa-Laval AB
AB Alfort & Cronholm
Almedahls AB
AB Armerad Betong
ASEA AB
AB Wilh. Becker
Beijer Byggmaterial AB
Beijer Handel & Industri AB
Beijerinvest AB
AB Betongindustri
AB Bofors
Boliden AB
AB Bonnierföretagen
BPA Byggproduktion AB
Calor-Celsius AB
Cementa AB
Coronaverken AB
AB Custos
Datema AB
Byggnadsfirman Anders Diös AB
Domänverket
AB Electrolux
AB Eols Kreditinstitut
ESAB
Esselte AB
Facit AB
Fagersta AB
Företagsfinans AB
Gamlestadens AB
GDG Biltrafik AB

Glace-Bolaget AB
Gränges AB
AB Gustavsbergs Fabriker
Hakonbolaget AB
Sam Hedenius AB
Hexagon AB
Höganäs AB
Ifö AB
Incentive AB
Investment AB Borgen
Investment AB Promotion
AB Invik
AB Iro
Jofama AB
Kema Nord AB
Kooperativa Förbundet
Landstingens Inköpscentral
Lars Larsson Invest AB
Liber Grafiska AB
Mo och Domsjö AB
Monark-Crescent AB
Munksjö AB
Mölnlycke AB
Nife Jungner AB
Nitro Nobel AB
Nordsjö-Nordström & Sjögren AB
Norrlands Skogsägares Cellulosa AB
Nya Asfalt AB
AB Nynäs-Petroleum
Pernovo-Perstorp New Business Development AB
Perstorp AB
Persöner AB
PLM AB
Saab-Scania AB
J S Saba AB
Salénrederierna AB
Sandvik AB
Skogaholms Bröd i Eskilstuna AB
Skogsägarnas Vänerindustrier AB
AB Skånska Cementgjuteriet

Sponsor AB
AB Statens Skogsindustrier
Statsföretag AB
Stena Metall AB
Stora Kopparbergs Bergslags AB
AB Storstockholms Lokaltrafik
Svenska Industrietablerings AB
Svenska BP AB
Svenska Cellulosa AB SCA
Svenska Elgrossist AB Selga
AB Svenska Godscentraler
Svenska AB Navigator
Svenska Shell AB
Svenska Tändsticks AB
Svenska Utvecklings AB
Svenska Väg AB
AB Såginvest
Säfveåns AB
Tarkett AB
AB Tibnor
Tretorn AB
Uddeholms AB
Upsala-Ekeby AB
AB Birger Wollin
AB Volvator
AB Volvo
AB Zander & Ingeström

Summa: 100 företag

EKONOMISKA FORSKNINGSinSTITUTET VID HANDELShÖGSKOLAN I STOCKHOLM
SVEAVÄGEN 65 · BOX 6501 · 113 83 STOCKHOLM
TELEFON 08-3495 60 · POSTGIRO 57959-9 · BANKGIRO 696-4696



Undersökning om företagsköp med utfallsförbehåll

För närvarande pågår inom Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm en undersökning om företagsköp med utfallsförbehåll, dvs den speciella överlåtelse teknik där det totala priset på ett överlåtet företag blir beroende på detta företags framtida resultat. Undersökningen genomförs av civilekonom Lennart Wallsten.

Undersökningens huvudsyfte är, vid sidan av en teoretisk analys utmynnande i hypoteser om i vilka situationer utfallsförbehåll kan användas, att belysa hur utfallsförbehåll använts och används i Sverige.

Som ett första led avser Lennart Wallsten att genomföra en enkätundersökning med svenska företag, som under perioden 1970 - 1975 förvärvat andra svenska företag. Syftet är härvid i första hand att kartlägga förekomsten av utfallsförbehåll. Detta innebär att enkäten omfattar ett fåtal frågor som vi hoppas i regel skall vara lätt besvarade. Ert företag ingår i den grupp av ca 100 företag som vi i detta sammanhang skulle vilja tillfråga.

Enkätundersökningen avser komma att följas av ett antal (6 - 8 st) fallstudier under hösten 1977. Urvalet sker på basis av enkätundersökningen jämte vissa personliga intervjuer i direkt anslutning till denna.

Lennart Wallsten kommer således under den närmaste veckan att sända Er ett enkätformulär. Frågorna avser de av Er under perioden 1970 - 1975 gjorda företagsköpen enligt Statens Pris- och Kartellnämnds publikation "Marknad och Fusioner".

Ekonomiska Forskningsinstitutet garanterar naturligtvis fullständigt sekretesskydd avseende Era utlämnade uppgifter. Insamlat material kommer att förvaras på institutet och efter genomförd bearbetning förstöras.

Som medverkande kommer Ni att tillställas en sammanfattning av enkätens resultat.

Det är min förhoppning att Ni skall finna undersökningen så intressant, att Ni är villig att medverka i enkäten och i förekommande fall i efterföljande intervjuer och fallstudier. Det är vår optimistiska tilltro till Er villighet att hjälpa till som gör att vi vågar satsa på detta forskningsprojekt, som vi tror kan vara av väsentlig praktisk betydelse. Projektet stöds finansiellt genom bidrag från Svenska Handelsbankens Stiftelse för Samhällsvetenskaplig Forskning samt Bankforskningsinstitutet.

Stockholm den 4 maj 1977

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Sven-Erik Johansson', is written over the typed name.

Sven-Erik Johansson

Professor, chef för Institutets sektion
för redovisning och finansiering

Undersökning om företagsköp med utfallsförbehåll

I förra veckan erhöll Ni ett brev, i vilket professor Sven-Erik Johansson kortfattat beskrev en planerad undersökning om företagsköp med utfallsförbehåll, dvs den speciella överlåtelse teknik där det totala priset på ett överlåtet företag görs avhängigt av detta företags framtida resultat. Jag tar mig nu friheten att översända det där utlovade enkätformuläret.

Enkätens första syfte är att identifiera företag som köpt företag i Sverige med, och samtidigt helst utan, utfallsförbehåll under perioden 1970-75. Enkätens andra syfte är att undersöka förekomsten av och kännedomen om utfallsförbehåll.

Enkätens frågor har bundna svarsalternativ för att underlätta besvarandet och minimera tidsåtgången i Ert företag.

Som framgick av föregående brev avser jag att försöka få genomföra personliga intervjuer i ett begränsat antal företag i direkt anslutning till enkätundersökningen. Jag vore mycket tacksam om uppgiftslämnaren enligt det bifogade frågeformuläret kunde tjänstgöra som min kontaktman i denna fråga. En intervjuguide kommer att tillställas företaget någon tid före en eventuell, telefonledes överenskommen personlig intervju.

För att undersökningen skall kunna ge det resultat som vi ser som möjligt, och som vi är övertygade om kommer att vara av väsentlig praktisk betydelse, är det av största vikt att vi erhåller svar från så många som möjligt. Jag hoppas därför att Ni finner undersökningen så intressant, att Ni är villig att delta trots det arbete som förorsakas Er.

Vi vill än en gång understryka, att Ekonomiska Forskningsinstitutet garanterar Er fullständigt sekretsskydd avseende alla lämnade uppgifter.

På förhand ett hjärtlig tack för Er medverkan.

Stockholm den 12 maj 1977



Lennart Wallsten

Tel 08/736 01 20

Konfidentiellt

Företag _____

FRÅGEFORMULÄR

Uppgiftslämnarens namn _____
Befattning _____
Besöksadress _____
Telefon _____

1. Är förekomsten av tekniken "företagsköp med utfallsförbehåll" känd inom Ert företag? Ja ☐ Nej ☐
2. Finns inom företaget kunskap om tekniken (för- och nackdelar, avtalsutformning m m)? Ja ☐ Nej ☐
3. Har företaget någon gång under perioden 1970-75 övervägt att använda tekniken vid företagsförvärv i Sverige? Ja ☐ Nej ☐
4. Har företaget under perioden 1970-75 förvärvat annat företag i Sverige genom köp med utfallsförbehåll? Ja ☐ Nej ☐
5. Fyll i och i förekommande fall korrigera/kompletera bifogade tabellbilaga (även om Ni svarat nej på fråga 4).

Instruktion för tabellbilagan

Organisatorisk inplacering avser det inköpta företags ställning efter köpet. Ange om företaget förblivit en fristående enhet inom koncernen eller om det exempelvis fusionerats med moderbolaget.

Om Ni svarat ja på fråga 4; ange med kryss i kolumnen Utfallsförbehåll de företag som inköpts med denna teknik.

Företag Ahlsell & Ågren ABFöretagsförvärv i Sverige 1970 - 75

År	Namn	Organisatorisk inplacering		Utfalls- förbe- håll	Anmärkning
		Friståen- de enhet	Annan, nämligen		
1970	AB Frödens Verkstäder, Jönköping				
1972	Lemundaverken AB, Motala				
1974	Vermi-Produkter AB, Västerås				
1975	Broson, Bröderna Oskarsson AB, Vårgårda				
1975	Ingenjörfirman Nils Kroon AB, Malmö				

Till

Verkställande Direktören

Undersökning om företagsköp med utfallsförbehåll

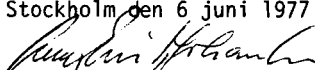
För ca tre veckor sedan skickade vi Ert företag en enkät ingående i vår undersökning om företagsköp med utfallsförbehåll.

I ett följebrev samt i ett tidigare översänt introduktionsbrev redogjorde vi för undersökningens uppläggning och syfte. Undersökningens resultat, som vi tror kan komma att vara av väsentlig praktisk betydelse, är avhängigt av Ert företags välvilliga medverkan.

Vi ber Er därför angeläget att snarast låta besvara enkäten och återsända den i tidigare bifogat svarskuvert. Skulle enkätformulären ha kommit på avvägar, ber vi Er ta kontakt med Lennart Wallsten (tel 08/736 01 20), varpå vi över-sänder nya sådana.

Om enkäten är återsänd, men ännu inte kommit oss tillhanda, ber vi Er bort-se från detta brev.

Stockholm den 6 juni 1977


Sven-Erik Johansson

Professor,

Chef för institutets sektion
för redovisning och finansiering


Lennart Wallsten

Undersökning om företagsköp med utfallsförbehåll

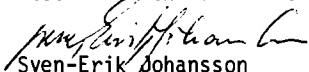
I maj månad innevarande år översände vi en enkät som ingår som ett första led i vårt projekt "Företagsköp med utfallsförbehåll". Enkätundersökningen är nu avslutad.

Vi vill rikta ett varmt tack till Er för Er välvilliga medverkan i detta projekt, som vi tror kan komma att vara av väsentlig praktisk betydelse.

De svenska företagens synnerligen positiva inställning till företagsekonomisk forskning avspeglas i enkätundersökningens svarsfrekvens. Av ett egentligt urval på 100 företag har 85 kompletta enkätsvar inkommit. Två företag avstår på grund av meddelad tidsbrist, ett företag har svarat ofullständigt och tolv har inte svarat alls.

Resultatet av enkätundersökningen redovisas i separat bilaga.

Stockholm den 19 oktober 1977



Sven-Erik Johansson
Professor, chef för Institutets
sektion för redovisning och finansiering



Lennart Wallsten
Projektledare

UNDERSÖKNING OM FÖRETAGSKÖP MED UTFALLSFÖRBEHÅLLEnkätundersökning maj 1977Resultatredovisning

Fråga 1 Är förekomsten av tekniken "företagsköp med utfallsförbehåll" känd inom Ert företag?

Resultat

72 företag (85% av de svarande) säger sig känna till förekomsten av tekniken.

13 företag (15%) säger sig inte känna till förekomsten av tekniken.

Fråga 2 Finns inom företaget kunskap om tekniken (för- och nackdelar, avtalsutformning m m)?

Resultat

57 företag (67%) säger sig ha kunskap om tekniken. Detta motsvarar 79% av de företag som känner till förekomsten av tekniken.

28 företag (33%) säger sig inte ha kunskap om tekniken. 15 av dessa säger sig ha kännedom men inte kunskap om tekniken.

Fråga 3 Har företaget någon gång under perioden 1970-75 övervägt att använda tekniken vid företagsförvärv i Sverige?

Resultat

48 företag (56%) säger sig ha övervägt att använda tekniken.

37 företag (44%) säger sig inte ha övervägt att använda tekniken. Av dessa 37 företag har 13 såväl kännedom som kunskap och 11 kännedom (men inte kunskap) om tekniken.

Fråga 4 Har företaget under perioden 1970-75 förvärvat annat företag i Sverige genom köp med utfallsförbehåll?

Resultat

25 företag (29%) säger sig ha förvärvat företag genom köp med utfallsförbehåll. Detta motsvarar 52% av de företag som övervägt att använda tekniken.

Totalt genomförde de 85 företagen under perioden 1970-75 494 förvärv. 42 av dessa eller 9% utgörs av köp med utfallsförbehåll.

Förvärven fördelar sig över perioden på följande sätt:

<u>Ar</u>	<u>Antal förvärv</u>	<u>Antal förvärv med utfallsförbehåll</u>	<u>Förbehållsförvärv i % av förvärv</u>
1970	68	4	6
1971	30	2	7
1972	51	2	4
1973	84	3	4
1974	118	12	10
1975	143	19	13

Antal förvärvande företag fördelar sig över perioden på följande sätt:

<u>Ar</u>	<u>Antal företag som förvärvat</u>	<u>Antal företag som förbehållsförvärvat</u>	<u>Förbehållsförvärvande företag i % av förvärvande</u>
1970	38	3	8
1971	21	2	10
1972	33	2	6
1973	47	3	6
1974	56	9	16
1975	50	12	24

Referenser

- ABELL, D F, Defining the Business: The Starting Point of Strategic Planning. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N J, 1980
- ANDREWS, K R, The Concept of Corporate Strategy. Dow Jones-Irwin, Homewood, Ill., 1971
- ANSOFF, H I, Corporate Strategy, An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion. McGraw-Hill, 1965
- ANSOFF, H I, BRANDENBURG, R G, PORTNER, F E, RADOSEVICH, R, Acquisition Behavior of U S Manufacturing Firms, 1946-1965. Vanderbilt University Press, Nashville, Tenn., 1971
- ANSOFF, H I, LEONTIADES, J C, Strategic Portfolio Management. Working Paper 76-16. European Institute for Advanced Studies in Management, Brussels, 1976
- ANSOFF, H I, ed., Business Strategy. Penguin Books, 1977
- ANSOFF, H I, Strategic Management. Macmillan Press, London, 1979
- APB (Accounting Principles Board of the American Institute of Certified Public Accountants) Opinion No. 15. Journal of Accountancy, July 1969
- APB (Accounting Principles Board of the American Institute of Certified Public Accountants) Opinion No. 16. Journal of Accountancy, October 1970
- ARROW, K J, The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing. Review of Economic Studies, 31 (1964):2. (Ursprungligen publicerad på franska under titeln Econométric, Paris 1953.)
- ARROW, K J, DEBREU, G, Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy. Econometrica, July 1954
- BARON, D P, On the Utility Theoretic Foundations of Mean-Variance Analysis. Journal of Finance, December 1977
- BJORKSTEN, J, A Sure Guide to Unsuccessful Mergers. I Harvey, J L, Newgarden, A, ed., Management Guides to Mergers and Acquisitions. Wiley-Interscience, New York, 1969
- BJÖRLING, B, Att sälja företaget. Nova Media, Stockholm, 1975

- BLACK, F, JENSEN, M C, SCHOLLES, M, The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. I Studies in the Theory of Capital Markets, Jensen, M C, ed., Praeger Publishing, New York, 1972
- BLACK, F, SCHOLLES, M, The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, May/June 1973
- BLAKE, R R, MOUTON, J S, The Urge to Merge: Tying the Knot Successfully. Training and Development Journal, January 1983
- BLATTBERG, R, GONEDDES, N J, A Comparison of the Stable and Student Distributions as Statistical Models for Stock Prices. Journal of Business, April 1974
- BLUME, M E, On the Assessment of Risk. Journal of Finance, March 1971
- BLUME, M E, FRIEND, I, A New Look at the Capital Asset Pricing Model. Journal of Finance, March 1973
- BLUME, M E, FRIEND, I, Risk, Investment Strategy and the Long-Run Rates of Return. Review of Economics and Statistics, August 1974
- BLUME, M E, Betas and Their Regression Tendencies. Journal of Finance, June 1975
- BONESS, A J, CHEN, A H, JATUSIPITAK, S, Investigations of Nonstationarity in Prices. Journal of Business, October 1974
- BORCH, K, The Economics of Uncertainty. Princeton University Press, Princeton, N J, 1968
- BORCH, K, MOSSIN, J, ed., Risk and Uncertainty. Macmillan, New York, 1968
- CASLER, L A, The Pitfalls of Acquisitions. I Harvey, J L, Newgarden, A, ed., Management Guides to Mergers and Acquisitions. Wiley-Interscience, New York, 1969
- CHANDLER, A D, Strategy and Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise. MIT Press, Cambridge, Mass., 1962
- COHEN, K J, POGUE, J A, An Empirical Evaluation of Alternative Portfolio - Selection Models. Journal of Business, April 1967
- ELMGREN-WARBERG; J, INGBLAD, S-E, Finansieringsanalys. Svenska Civilekonom-föreningen - Studentlitteratur, 1980
- ELTON, J E, GRUBER, M J, Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution. Journal of Business, October 1977
- EVANS, J, ARCHER, S, Diversification and the Reduction of Dispersion - an Empirical Analysis. Journal of Finance, December 1968
- FAMA, E F, The Behavior of Stock Market Prices. Journal of Business, January 1965
- FAMA, E F, Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments. Journal of Finance, February 1968

- FAMA, E F, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance, May 1970
- FAMA, E F, Components of Investment Performance. Journal of Finance, June 1972
- FAMA, E F, MILLER, M H, The Theory of Finance. Dryden Press, Hinsdale, Ill., 1972
- FAMA, E F, Foundations of Finance. Portfolio Decisions and Securities Prices. Basic Books, New York, 1976
- FISHER, I, The Theory of Interest. A M Kelley, New York, 1930
- FREUND, J C, Anatomy of a Merger. Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions. Law Journal Press, New York, 1975
- FRIEND, I, BLUME, M E, Measurement of Portfolio Performance Under Uncertainty. American Economic Review, September 1970
- GALAI, D, MASULIS, R W, The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock. Journal of Financial Economics, January/March 1976
- GILLETTE, C G, How Buyer and Seller Look at a Merger. Financial Executive, September 1968
- GUARDINO, J R, Accounting, Legal and Tax Aspects of Corporate Acquisitions. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N J, 1973
- HAGAMAN, T C, A Screening Technique for Prospective Acquisitions. Financial Executive, December 1970
- HAGSTEDT, J A, HÅKANSSON, B, LINDELL, H, MARGULIES, H, SCHALIN, C E, Köp och försäljning av företag. Norstedts, Stockholm, 1979
- HAKANSSON, N H, Multi-Period Mean-Variance Analysis: Toward a General Theory of Portfolio Choice. Journal of Finance, September 1971
- HAMADA, R S, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. Journal of Finance, May 1972
- HANSSON, S, Företags- och räkenskapsanalys. Del 1 och 2. Hermods - Studentlitteratur, 1971
- HARVEY, J L, Newgarden, A, ed., Management Guides to Mergers and Acquisitions. Wiley-Interscience, New York, 1969
- HASPESLAGH, P, Portfolio Planning: Uses and Limits. Harvard Business Review, January-February 1982
- HECHT, C J, Earn-Outs. Mergers and Acquisitions, Summer 1967
- HECHT, C J, The Certificate of Contingent Interest. Mergers and Acquisitions, November/December 1968

- HICKS, J R, Liquidity. Economic Journal, December 1962
- HIRSCHLEIFER, J, On the Theory of Optimal Investment Decisions. Journal of Political Economy, August 1958
- HOWELL, R A, Plan to integrate your acquisitions. Harvard Business Review, November/December 1970
- HULTQVIST, A, Fusioner. Affärsekonomi, V(10), 1969
- IAS (International Accounting Standard) 10, 1978
- JAFFE, J F, Special Information and Insider Trading. Journal of Business, July 1974
- JENSEN, M C, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. Journal of Finance, May 1968
- JENSEN, M C, Risk, Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolio. Journal of Business, April 1969
- JENSEN, M C, LONG, J B, Corporate investment under uncertainty and Pareto optimality in the capital markets. Bell Journal of Economics and Management Science, Spring 1972
- JOHANSSON, S-E, Metoder för värdering av företag enligt företagsekonomisk litteratur. Handelshögskolan i Stockholm, 1957
- JOHANSSON, S-E, Skatt - Investering - Värdering. Företagsekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, 1961
- JOHANSSON, S-E, LUNDMAN, U, Företagsvärdering - Metoder och Metodproblem. Opublicerat manuskript. Stockholm, 1966
- JOHANSSON, S-E, Ekonomiska Bedömningar av Företag och Investeringar. Almqvist och Wiksell, Stockholm, 1973
- KIECHEL III, W, Corporate Strategists Under Fire. Fortune, December 27, 1982
- KITCHING, J, Why do Mergers Miscarry? Harvard Business Review, November/December 1967
- KITCHING, J, Acquisitions in Europe - Causes of Corporate Successes and Failures. Business International European Research Report. Geneva, 1973
- KITCHING, J, Winning and Losing with European Acquisitions. Harvard Business Review, March/April 1974
- KNIGHT, F H, Risk, Uncertainty and Profit. Riverside Press, Cambridge, Mass., 1921
- KNIGHT, R M, Contingent Merger Contracts. Canadian Chartered Accountant, November 1971
- LEIGHTON, C M, TOD, G R, After the Acquisition: Continuing Challenge. Harvard Business Review, March/April 1969

- LEVINSON, H, The Great Jackass Fallacy. Harvard University, Boston, Mass., 1973
- LIBBY, R, FISHBURN, P C, Behavioral Models of Risk Taking in Business Decisions: A Survey and Evaluation. Journal of Accounting Research, Autumn 1977
- LINDBLOM, C E, The Science of 'Muddling Through'. Public Administration Review, Spring 1959
- LINDGREN, U, Foreign Acquisitions. Management of the Integration Process. IIB/EFI, Stockholm, 1982
- LINTNER, J, The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. Review of Economics and Statistics, February 1965
- LOGUE, D E, MERVILLE, L J, Financial Policy and Market Expectations. Financial Management, Summer 1972
- LUNDMAN, U, Studium av överlåtelsebeteende. Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, 1966
- LUNDMAN, U, Beslutsunderlag vid företagsöverlåtelser. Balans, April 1977
- LYNCH, H H, Financial Performance of Conglomerates. Harvard University, Boston, Mass., 1971
- MACDOUGAL, G E, MALEK, F V, Master Plan for Merger Negotiations. Harvard Business Review, January/February 1970
- MACE, M L, MONTGOMERY, Jr, G G, Management Problems of Corporate Acquisitions, Harvard University, Boston, Mass., 1962
- MAJARO, S, Making Mergers Pay Off. Management Today, November 1981
- MANDELBROT, B, The Variation of Certain Speculative Prices. Journal of Business, October 1963
- MARCH, J G, SIMON, H A, Organizations. John Wiley and Sons, New York 1965
- Marknad och fusioner. Årgångarna 1970-1975. Statens pris- och kartellnämnd (SPK), Stockholm
- MARKOWITZ, H M, Portfolio Selection. Journal of Finance, March 1952
- MEADOWS, E, A Merger Specialist Who Hates Mergers. Fortune, October 1981
- MILLER, M H, MODIGLIANI, F, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. June 1958
- MILLER, M H, SCHOLLES, M, Rates of Return in Relation to Risk: A Re-Examination of Some Recent Findings. I Studies in the Theory of Capital Markets, Jensen, M C, ed., Praeger Publishing, New York, 1972
- MOSSIN, J, Equilibrium in a Capital Asset Market. Econometrica, October 1966

- MOSSIN, J, Optimal Multiperiod Portfolio Policies, Journal of Business, April 1968
- MULLINS, Jr., D W, Does the Capital Asset Pricing Model Work? Harvard Business Review, January-February 1982
- MYERS, S C, TURNBULL, S M, Capital Budgeting and the Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News. Journal of Finance, May 1977
- NÄSLUND, B, Inflation and the Capital Budgeting Decision. Working Paper 6062. Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, 1976
- NÄSLUND, B, Företaget och Inflationen. Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, Stockholm, 1978
- Proposition 1982/83:144 om utvidgning av skattskyldigheten i Sverige för aktievinster, mm; beslutad den 7 april 1983.
- REUM, W R, STEELE, III, T A, Contingent Payouts Cut Acquisition Risks. Harvard Business Review, March/April 1970
- ROBICHEK, A A, MYERS, S C, Optimal Financing Decisions. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N J, 1965
- ROCKWELL, Jr, W F, How to Acquire a Company. Harvard Business Review, September/October 1968
- ROGERS, C, Människor i grupp. W & W, Stockholm, 1975
- ROLL, R, Evidence on the "Growth Optimum" Model. Journal of Finance, June 1973
- ROLL, R, A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests; Part 1: On Past and Potential Testability of the Theory. Journal of Financial Economics, March 1977
- ROSS, S A, The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. Journal of Economic Theory, December 1976
- ROSS, S A, A Simple Approach to the Valuation of Risky Streams. Journal of Business, July 1978
- RUMELT, R P, Strategy, Structure and Economic Performance. Harvard University, Boston, Mass., 1974
- SALTER, M S, WEINHOLD, W A, Diversification through Acquisition. Strategies for Creating Economic Value. The Free Press, New York, 1979
- SANDMO, A, Equilibrium and Efficiency in Loan Markets. Economica, February 1970.
- SHARPE, W F, A Simplified Model for Portfolio Analysis. Management Science, January 1963
- SHARPE, W F, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, September 1964
- SHARPE, W F, Mutual Fund Performance. Journal of Business, January 1966

- SIND 1978:4, Familjeföretags fusioner i svensk industri - en kartläggning och analys av utvecklingen 1970-76. Utredning från Statens Industriverk.
- SMITH, Jr, C W, Option Pricing. A Review. Journal of Financial Economics, January/March 1976
- SOU 1977:51, Fusioner och förvärv i svenskt näringsliv 1969-73 - en fallstudie. Delbetänkande av konkurrensutredningen.
- STONE, B K, Risk, Return and Equilibrium. A General Single-Period Theory of Asset Selection and Capital-Market Equilibrium. MIT, 1970
- STÅHL, I, Bargaining Theory. Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, 1972
- THOMPSON II, D J, Sources of Systematic Risk in Common Stocks. Journal of Business, April 1976
- TOBIN, J, Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. Review of Economic Studies, February 1958
- TURNBULL, S M, Market Imperfections and the Capital Asset Pricing Model. Journal of Business Finance and Accounting, 4.3, 1977
- VAN HORNE, J C, Financial Management and Policy. Prentice-Hall International, London, 1972
- WEBB, M, How to Acquire a Company. Gower Press, Epping, Essex, 1974
- WESTON, J F, Investment Decisions Using the Capital Asset Pricing Model. Financial Management, Spring 1973

EFI:s publikationer sedan 1982

BERGMAN, L., A Model of Multisectoral Economic Growth in a Small Open Economy. 1982. *Research Report*.

BERGMAN, L., Oljeberoende, oljeersättningspolitik och samhälls-ekonomi. 1982. *Research Report*.

BRUNSSON, N., ROMBACH, B., Går det att spara? Kommunal budgetering under stagnation. 1982. *Doxa Ekonomi*.

GRÖNSTEDT, L., JULANDER, C-R., WÄRNERYD, K-E., Skatter och innovationer. 1982. *Stencil*.

HOLMBERG, I., Företagsledarskiften i börsbolag 1945-1981. 1982. *Research Report*.

HOLMLÖV, PG., Att beställa gratis energibesiktning. Några intervjuer om ett litet fältprov på tre orter. 1982. *Research Report*.

HULTKRANTZ, L., Skog för nutid och framtid - en samhällsekonomisk analys av det lämpliga virkesuttaget. 1982.

HÄGG, I., MAGNUSSON, A., SAMUELSON, L.A., Budgetary Control - design and use. 1982.

LINDGREN, U., Foreign Acquisitions - Management of the Integration Process. 1982.

LINDGREN, U., Foreign Acquisitions - Management of the Integration Process. *Appendix*.

LUNDGREN, A., Företagsstyrelsen - om ledamotskarakteristika och sammansättningskarakteristika i börsbolagsstyrelser. 1982. *Research Report*.

Mufindi-Projektet publicerade working papers:

1. Presentation of the Research Project
2. HEDKVIST, F., The Mgojolo Plain Village Survey
3. HAKANSON, L., Identification and Design of Industrial Development Projects. Theoretical Perspectives and Research Methodology.
4. KIKULA, I., A Baseline Study of the Vegetation Around the Mufindi Pulp and Paper Mill.

SPANGBERG, K., Strategi i diversifierade företag - Huvudkontorets roll. 1982.

WISSÉN, P., Wages and Growth in an Open Economy. 1982.

ÄHRÉN, P., Ekonomisk analys i samhällsplanering - en diskussion av användbarhet. 1982. *Stencil*.

1983

BERGMAN, L., MÅLER, K-G., Oil Price Uncertainty and National Energy Strategies. 1983. *Research Report*.

BERGMAN, L., MÅLER, K-G., NORDSTRÖM, T., YSANDER, B-C., (ed.) Energy and Economic Adjustment. 1983. *Almqvist & Wiksell International*.

BERTMAR, L., ENSHAGEN, I., WIDHEM, E., Finansiella nyckeltal. Tre mätmetodologiska studier med tillämpning på svensk tillverknings-industri. 1983.

BRETSCHNEIDER, A., Att styra en statlig myndighet. En analys av teoretiska antaganden om mål, människor, organisationer och samhälle i ett urval modeller avseende styrning av statliga myndigheter. 1983.

BROSTRÖM, K., HOLMLÖV, P-G., Innovationstransfer. Förstudie I. Två praktikfall om uppfinningar - STU stödd idéförmedling. 1983.

BRUNSSON, N., JOHANNISSON, B., Lokal mobilisering. Om industriers kommunalpolitik och kommuners industripolitik. 1983. *Doxa Ekonomi*.

CLAESSON, K., HILLER, P., Investeringsprocessen i några svenska verkstadsföretag. 1983.

FALK, T., Köpa via datorer - Handel utan butiker och grossister genom teledata. 1983.

FALK, T., JULANDER, C-R., Köpcentrum i stadskärnan - Inverkan på detaljhandel och konsumenter. 1983. *EFI/LIBER Förlag*

FÄLT, K., HANSEN, L., HOLMLÖV, P-G., Energisparande i ett antal SABO-företag. En fallstudie. 1983. *Research Report*.

GUSTAVSSON, P., HELLGREN, B., Begreppet makt. 1983.

GUSTAVSSON, P., HELLGREN, B., Detaljhandelsanställdas upplevelser av arbetsmiljön. 1983.

GUSTAVSSON, P., HELLGREN, B., Medinflytande genom ritningsgranskning? 1983.

GUSTAVSSON, P., HELLGREN, B., Skyddsombuds och ritningars betydelse vid förhandsgranskning av planerade arbetsmiljöer. 1983.

HELLGREN, B., SILFVERHIELM, M., STJERNBERG, T., Detaljhandels-anställdas inflytande vid centrumetableringar. 1983.

JUNDIN, S., Barns uppfattningar om konsumtion, sparande och arbete. 1983.

LARSSON, B., Koncernorganisation, Kontroll & Kompetens. 1983. *Research Report*.

LINDQVIST, A., Hushållens skuldsättning. En survey-undersökning av omfattning, inställning samt tillförlitlighet i mätmetoderna. 1983. *Stencil*.

1983 forts.

NIBLAEUS, B., Riskspridning vid valutaosäkerhet. En jämförelse av svenska bankers valutakorglån och portföljteoretiska modeller. 1983.

NASLUND, B., Exchange Rate Variations and the Behavior of Firms. 1983.

PHILIPS, A., STJERNBERG, T., Att utveckla arbetets organisation. Långsiktiga effekter av 70-talets försöksverksamheter. 1983.

PHILIPS, A., STJERNBERG, T., Att mäta organisatoriska effekter. Varför, vad och hur. 1983.

SILFVERHIELM, M., GUSTAVSSON, P., HELLGREN, B., Arbetsmiljöstudier i Fältöversten. 1983.

STJERNBERG, T., GUSTAVSSON, P., HELLGREN, B., SILFVERHIELM, M., Anställdas inflytande på arbetsmiljö och arbetsorganisation. 1983.

STJERNBERG, T., GUSTAVSSON, P., HELLGREN, B., Flöden av beslut. 1983.

1984

ANDERSSON, T., RUDENGREN, J., External Capital Flows: The Case of Five Asean Countries. 1984. *Research Report*.

CALLBO, K., DOCHERTY, P., Personalinflytande och datorisering vid industriföretaget. 1984. *EFI/PTK*.

DOCHERTY, P., LOMAN, L., Personalinflytande och datorisering. 1984. *EFI/PTK*.

EKLUND, L., Organiserade former för lokal delaktighet. Tankemodeller av decentraliserad kommunal organisationsstruktur. 1984.

ELSÄSSER, M., Marknadsinvesteringar - Två fallstudier av etablering på utländsk marknad. 1984. *LIBER/EFI*.

HEIKENSTEN, L., Studies in Structural Change and Labour Market Adjustment. 1984.

HOLMLÖV, P-G., JULANDER, C-R., Reklam i satellit-tv. Konsekvenser för svensk industri. 1984.

INGVES, S., Aspects of Trade Credit. 1984.

JACOBSSON, B., Hur styrs förvaltningen? - myt och verklighet kring departementens styrning av ämbetsverken. 1984. *Studentlitteratur/EFI*.

JULANDER, C-R., Extrapriser och veckoannonser. 1984.

LOMAN, L., DOCHERTY, P., Personalinflytande och datorisering vid serviceföretaget. 1984. *EFI/PTK*.

1984 forts.*Mufindi-Projektet, working-papers*

5. HEDKVIST, F., MASCARENHAS, O., The Mgojolo Valley Women Studi. 1984.
6. MASCARENHAS, O., Rural Women Under Rapid Industrialization in Tanzania. 1984.

RONNÄS, P., Urbanization in Romania. A Geography of Social and Economic Change Since Independence. 1984.

SCHWARTZ, B., WOLFF, R., SANDBLOM, B., Kommunal näringspolitik. Industriella samverkansprojekt - uppföljning och erfarenheter från verksamhet på lokal nivå. *Statens Industriverk SIND 1984:3*. Säljs hos Liber Förlag.

TELL, B., ØSTMAN, L., (red), Ekonomisk styrning under inflation. 1984. *LIBER/EFI*.

1985

BERGSTROM, C., Supply Disruptions and the Allocation of Emergency Reserves. 1985.

DOCHERTY, P., WERNGREN, C., WIDMAN, A., Informationsteknologi och verksamhetsutveckling. 1985

KARLSSON, A., MYRBERG, U., Investmentbolagsrabatten - ett värderingsfenomen? 1985. *Research Report*

KYLEN, B., Att styra avbrottsskador - ekonomisk riskanalys innan leveransförmågan upphör. 1985. *Research Report*

LUNDGREN, A., BROMAN, M., Kooperativt styrelsearbete. 1985. *EFI/Vår Gård/Kooperativa Institutet*

LUNDGREN, S., Model Integration and the Economics of Nuclear Power. 1985.

Mufindi-Projektet, working-papers

7. RUDENGREN, J., Methods of Socio-Economic Impact Assessment. 1985.

