



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Kandidatuppsats
FEKK01
VT09

Förvärv av bolag i kris

“Diligence is the mother of good luck”

- Benjamin Franklin (1706-1790)

Författare;
Johanna Colebring
Johan Leijonhielm
Amanda Paciorek

Handledare;
Tore Eriksson

Förord

Vi vill inleda denna uppsats med att tacka de personer som hjälpt oss och gjort denna undersökning möjlig. Ett stort tack riktas till Olof Hermelin, Åke Kjellson, Håkan Olsson, Thomas Olrog, Patrik Sandin och Ola Sellert. Vilka bidragit med kunskap och erfarenheter som varit mycket betydande för vår studie. Vi är mycket tacksamma för ert stöd och engagemang.

Ett särskilt tack till vår handledare Tore Erikson som med goda råd och erfarenhet har hjälpt oss igenom hela uppsatsprocessen. Till slut vill vi även tacka våra opponenter och övriga vänner som bidragit med nyttig och konstruktiv kritik, vilket har höjt kvalitén på uppsatsen ytterligare.

~2009.05.29~

Johanna Colebring

Johan Leijonhielm

Amanda Paciorek

Sammanfattning

Examensarbetstitel: Förvärv av bolag i kris, *Diligence is the mother of good luck* - Benjamin Franklin (1706-1790)

Seminariedatum: 2009-06-05

Ämne/kurs: FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng

Författare: Johanna Colebring, Johan Leijonhielm, Amanda Paciorek

Handledare: Tore Eriksson

Fem nyckelord: Rekonstruktion, företagsförvärv, due diligence, ackord, företagsvärdering.

Syfte: Syftet är att analysera och utvärdera due diligence som företeelse i förvärvsprocessen av bolag som genomför en rekonstruktion. Detta för att undersöka huruvida det förekommer skillnader från traditionella företagsförvärv.

Metod: Vår uppsats utgår från en deduktiv ansats med en kvalitativ undersökningsdesign. Utifrån detta genomfördes fem öppna intervjuer med respondenter som har stor erfarenhet av företagsförvärv, företagsrekonstruktioner och due diligence. Studien utgår från köparens perspektiv och begränsas till finansiella och legala problem i samband med företagsförvärv.

Praktisk referensram: Den teoretiska referensramen inleds med lagen om företagsrekonstruktion, detta för att enkelt kunna beskriva händelsens förlopp och dess restriktioner. Vidare presenteras incitament till företagsförvärv och hur uppköpsobjekt generellt värderas. De avslutande teorierna beskriver due diligence vid uppköp samt förvärvsprocessens alla faser.

Empiri: Det empiriska avsnittet består av fem öppna intervjuer med två rekonstruktörer, en jurist, två konsulter och en investment manager på ett private equity-bolag. Applicerat på utvalda teorier ska resultatet från intervjuerna diskuteras i analysen, för att dra slutsatser och svara på valda problemformuleringar.

Resultat: Vår slutsats är att en due diligence vid företagsförvärv alltid är relevant, oavsett om företag är i obestånd eller inte. Genomförandet borde dock vara mer utförligt då riskerna är större vid förvärv av ett rekonstruktionsobjekt. Den huvudsakliga faktorn som påverkar granskningen av rekonstruktionsobjekt är bristen på tid. Även köparens förtroende för rekonstruktören och rekonstruktionsrapporten utgör ett problem. Dessutom skiljer sig värderingen av rekonstruktionsobjekt jämfört med vanliga förvärv oavsett om det aktuella bolaget är lönsamt eller inte.

Abstract

Title: Acquisitions of companies in crisis, *Diligence is the mother of good luck* - Benjamin Franklin (1706-1790)

Seminar date: 2009-06-05

Course: FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UCP or ECTS-cr)

Authors: Johanna Colebring, Johan Leijonhielm, Amanda Paciorek

Advisor: Tore Eriksson

Five key words: Reconstruction, Merger and acquisition, due diligence, deed of arrangement, company valuation.

Purpose: The purpose is to analyze and evaluate due diligence as a phenomenon in the acquisition process of companies which are undergoing a reconstruction. This is to evaluate whether there are differences from traditional acquisitions.

Methodology: Our thesis is based on a deductive approach with a qualitative study design. Based on this design we had five open interviews with people who have extensive experience in corporate acquisitions, company restructuring and due diligence. The study focuses on the buyer, and is limited to financial and legal problems in connection with acquisitions.

Practical framework: The theoretical frame of reference begins with the act of a reconstruction. This is to describe a reconstruction proceeding and its restrictions. Additionally we explain incentives to merger and acquisition, and how a business can be valued. The following theories describe the importance of due diligence during a merger, and a description of the stages of an acquisition process.

Empirical foundation: The empirical section consists of five open interviews with two administrators, a lawyer, two consultants and an investment manager at a private equity firm. Applied on selected theories, the results from the interviews are discussed in the analysis and aims to answer our selected problem areas.

Conclusions: Our conclusion is that due diligence always is relevant when there is a merger, regardless of whether the company is insolvent or not. The investigation should however be more detailed since the risks of acquiring a company in crisis are higher. The primary factor affecting due diligence during reconstruction is the lack of time. We are also discussing issues arising from the buyer's trust in the administrator who formulate the reconstruction report. Furthermore, the valuation of a company undergoing reconstruction is different, compared with normal acquisitions regardless of whether the company is profitable or not.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion.....	2
1.3 Problemformulering.....	3
1.4 Syfte	3
1.5 Avgränsningar	3
1.6 Disposition	3
2. Metod	5
2.1 Metodologisk ansats	5
2.2 Forskningsmetod	5
2.3 Datainsamlingsmetod	6
2.3.1 Primärdata & Sekundärdata.....	6
2.3.2 Intervjuer	6
2.3.3 Utformning av intervjufrågor.....	7
2.3.4 Respondenter	8
2.4 Källkritik	8
2.4.1 Kritik mot vår arbetsgång.....	8
2.5 Trovärdighet	9
2.6 Val av teorier.....	9
3. Praktisk referensram	11
3.1 Lagen om företagsrekonstruktion.....	11
3.2 Incitament till företagsförvärv	12
3.3 Företagsvärdering	13
3.4 Due diligence	14
3.4.1 Due diligence-förfarandet.....	14
3.4.2 För- & nackdelar med en due diligence	14
3.4.3 Olika former av due diligence.....	15
3.4.3.1 Legal due diligence.....	15
3.4.3.2 Finansiell due diligence.....	15
3.4.3.3 Kommersiell due diligence	15
3.4.4 Den typiska mallen.....	16
3.5 Förvärvsförfarande	16
3.6 Problem & risker med företagsförvärv	16

3.7 Kritik mot valda teorier	17
4. Empiri	18
4.1 Carler Advokatbyrå, Stockholm	18
4.1.1 Motiv.....	18
4.1.2 Genomförande.....	18
4.1.3 Problem.....	19
4.2 Ackordscentralen, Malmö.....	20
4.2.1 Motiv.....	20
4.2.2 Genomförande.....	21
4.2.3 Problem.....	22
4.3 Svenskt Rekonstruktionskapital, Stockholm (SRK)	22
4.3.1 Motiv.....	23
4.3.2 Genomförande.....	23
4.3.3 Problem.....	23
4.4 Ernst & Young, Malmö (E&Y)	24
4.4.1 Motiv.....	24
4.4.2 Genomförande.....	25
4.4.3 Problem.....	26
4.5 Mannheimer Swartling Advokatbyrå, Stockholm (MSA).....	26
4.5.1 Motiv.....	26
4.5.2 Genomförande.....	27
4.5.3 Problem.....	28
5. Analys.....	29
5.1 Företagsrekonstruktion	29
5.1.1 Motiv.....	29
5.1.2 Genomförande.....	29
5.1.3 Problem.....	30
5.1.4 Summering.....	30
5.2 Due diligence vid företagsrekonstruktioner.....	30
5.2.1 Motiv.....	30
5.2.2 Genomförande.....	31
5.2.3 Problem.....	32
5.2.4 Summering.....	32
5.3 Förvärv av rekonstruktionsobjekt	33
5.3.1 Motiv.....	33
5.3.2 Genomförande.....	33
5.3.3 Problem.....	34
5.3.4 Summering.....	34
6. Slutsats & diskussion.....	36

6.1 Slutsats.....	36
6.2 Avslutande reflektioner.....	37
6.3 Förslag till framtida forskning	38
7. Källförteckning.....	39
8. Bilagor.....	43
Bilaga 1	43
Bilaga 2	46
Bilaga 3	47
Bilaga 4	48
Bilaga 5	49
Bilaga 6	50

1. Inledning

Detta kapitel kommer att inledas med en bakgrund och en efterföljande problemdiskussion som leder fram till vår frågeställning. Därefter presenteras syftet med vår uppsats, de avgränsningar vi valt att göra samt uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Lagen om företagsrekonstruktion har funnits i Sverige sedan den första september 1996. Lagen var ämnad att ersätta den gamla ackordslagen och underlätta för bolag i ekonomiska svårigheter att överleva.¹ När ett företag rekonstrueras på grund av att fordringsägare hotar med att försätta bolaget i konkurs, får företaget under en utsatt tid försöka omorganisera och omstrukturera sin verksamhet i ett försök att göra den lönsam igen. Tanken är att detta ska gynna både ägarna av det konkursdrabbade bolaget och dess fordringsägare då båda parter oftast tjänar mer på en rekonstruktion än en konkurs eller likvidation.² Förfarandet har haft litet medial uppmärksamhet innan biltillverkaren Saab Automotives (Saab) fordringsägare ansökte om bolagets konkurs i början av 2009.

Med ”Subprime-krisen”, som lamslog världsekonomin under hösten 2008, följde flera oönskade konsekvenser. Bilindustrin, liksom många andra, möttes av en minskad orderingång. Bland de bolag som drabbats värst finns Saab med en minskad försäljning om 55 % från föregående år. Saab ägs i nuläget av den amerikanska biljätten General Motors (GM) och bolaget har under en längre tid presterat dåligt och sedan flera år tillbaka gått med förlust. Saab har överlevt tack vare återkommande bidrag från moderbolaget GM.³

Den 20:e februari 2009 ansökte GM om att få rekonstruera Saab i hopp om att bevara det värde som kan finnas kvar. GM gör detta med det uttalade syftet att skapa ett självständigt bolag som kan attrahera köpare. Tanken är att moderbolaget ska avyttra hela sin europeiska verksamhet.⁴ Under den pågående diskussionen om företagets framtid har flera utländska bolag visat intresse för Saab. Dessa är i dagsläget okända men uppges finnas inom både bilindustri och finanssektorn. Detta indikerar att det faktiskt finns värden kvar i Saab och att andra företag ser potential i ett ägande av Saab.⁵

Att företag blir uppköpta under genomförandet av rekonstruktion, har kommit att bli en allt vanligare företeelse. Bolag med ett överskott av kapital ser goda vinstmöjligheter i sådana affärer då priset blir avsevärt lägre än vad som annars skulle vara fallet.⁶ Nackdelen är dock att tiden för att utvärdera statusen och potentialen hos ett företag under rekonstruktion minskas drastiskt då rekonstruktionstiden begränsas av rådande lagar och oftast inte överstiger några månader.

¹ Lag (1996:746) om företagsrekonstruktion

² Gaughan, Patrick A (1997)

³ www.svd.se

⁴ www.e24.se

⁵ www.di.se

⁶ Brencher, Stephen M et al., (2007)

1.2 Problemdiskussion

Oavsett bakomliggande orsaker till ett företagsförvärv, är två företeelser av betydelse för hur lyckad affären blir, *due diligence* och *timing*. Due diligence är enkelt uttryckt en försiktig köparens noggranna genomgång av uppköpskandidatens tillstånd i syfte att fastställa bolagets värde och vinstpotential. Genom denna grundliga utvärdering identifieras även de synergier som tros uppstå och köparen uppmärksammas också på eventuella fel. Med synergier menas i detta sammanhang det mervärde som skapas när ett företag köper upp ett annat. Mervärdet kan härledas från bland annat ökad effektivitet och ökad kompetens men även ökad marknadsposition och vertikal integration.⁷ Timing är viktigt då det uppköpande företaget vill maximera sin vinst genom att gå in vid ett för köparen gynnsamt tillfälle och därmed undvika ett överpris för förvärvsobjektet.⁸

Trots att due diligence syftar till att minska risker för bland annat överprissättning, överskattade synergieffekter, dålig kunskap om företaget eller branschen och otillräcklig integrationsplanering, finns det mycket forskning som antyder att flertalet företagsförvärv faktiskt skulle vara misslyckade.⁹ I många fall visar sig förvärvet förstöra värde för det uppköpande företaget istället för att vara värdeskapande. Ofta hänförs regressiv kursutveckling för det uppköpande företagets aktier till ett misslyckat förvärv då marknaden anser att affären är överprissatt. De väntade synergier mellan de två företagen anses ofta vara överskattade och svåra att realisera. Marknaden tror ofta inte heller att företagen kommer att kunna integreras på ett effektivt sätt.¹⁰

Ett sätt att kringgå problemen med överprissatta företagsuppköp är att förvärva bolag som befinner sig i ekonomiska svårigheter. Detta alternativa investeringsförfarande har funnits i USA sedan 20 år tillbaka, men blir allt vanligare i resten av världen. Genom att köpa upp bolag under rekonstruktion betalar det uppköpande företaget ett avsevärt lägre pris och får då en betydligt större möjlighet till högre avkastning. Med detta följer dock även en högre riskexponering. Det kan i slutändan bli dyrare för köparen än väntat på grund av dolda åkommor i förvärvsobjektet.¹¹

Även då due diligence kommit att bli en fundamental förutsättning för ett lyckat företagsförvärv och används som beslutsunderlag för båda parter, finns det nackdelar med due diligence-förfarandet. Det är en kostsam och tidskrävande process som normalt involverar både jurister och revisorer. ”Time is of the essence” är ett engelskt uttryck som inte minst gäller vid företagsförvärv. För att få förvärva rekonstruktionsobjekt så billigt som möjligt krävs det att man handlar snabbt. Due diligencens betydelse sätts i förhållande till den *trade-off* ett uppköpande företag gör. Antingen handlar intressenten snabbt, betalar mindre och ökar sina risker. Alternativt avvaktar köparen och genomför en grundlig utvärdering av målföretaget men tvingas då kanske betala ett betydligt högre pris.

⁷ Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2007)

⁸ Sevenius, Robert (2003)

⁹ Habeck, Max et al., (1999)

¹⁰ Sevenius, Robert (2003)

¹¹ Brencher, Stephen M et al., (2007)

Vidare finns det ingen självklar modell eller mall för hur förvärvsprocessen ser ut vid uppköp av rekonstruktionsobjekt till skillnad från vanliga förvärv. Varför det är av betydelse att klargöra hur denna process ser ut.

1.3 Problemformulering

Utifrån ovanstående diskussion har vi format vår huvudsakliga frågeställning:

- *Hur skiljer sig genomförandet av due diligence i förvärvsprocessen av ett företag som genomgår en rekonstruktion från vanliga företagsförvärv?*
- *Vilka risker finns det i att förvärva ett rekonstruktionsobjekt där man inte haft tid att göra en grundlig besiktning av målföretaget och hur hanteras dessa risker?*
- *Hur värderas ett företag som genomgår rekonstruktion och hur skiljer sig betalningen vid uppköp av ett sådant jämfört med traditionella företagsförvärv?*

1.4 Syfte

Syftet är att analysera och utvärdera due diligence som företeelse i förvärvsprocessen av bolag som genomför en rekonstruktion. Detta för att undersöka huruvida det förekommer skillnader från traditionella företagsförvärv.

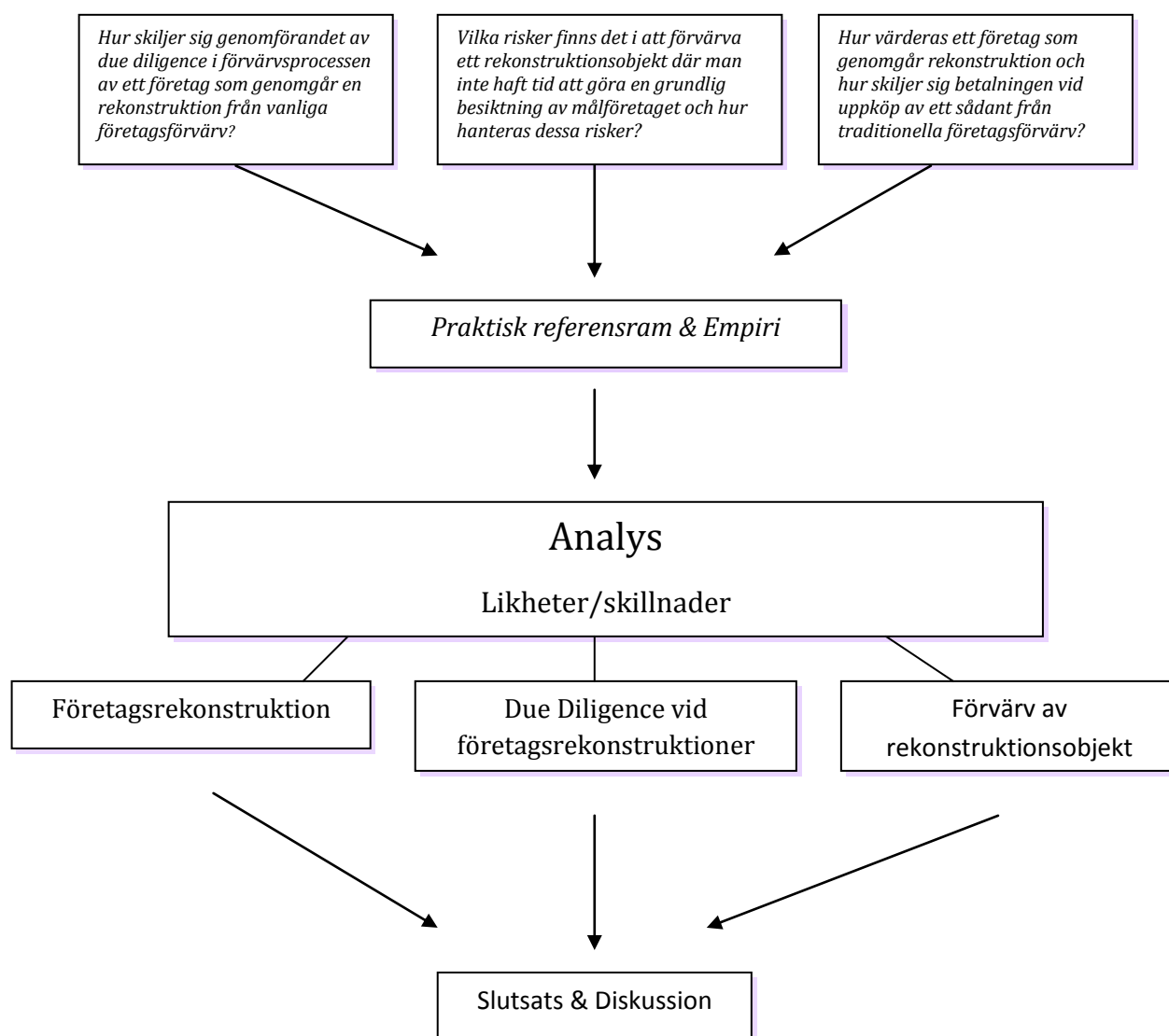
1.5 Avgränsningar

Vi begränsar oss till att analysera och utvärdera hur detta fenomen yttrar sig generellt och kommer därför inte att granska några specifika bolag. Vi kommer inte heller beakta timing-aspekten vid förvärv av rekonstruktionsobjekt. Vidare har vi huvudsakligen fokuserat på due diligence ur köparens perspektiv.

Det är svårt att samla data om detta fenomen varför vi begränsar oss till Sverige. Vi kommer att fokusera på problemen i anknytning till bolagens finansiella ställning och lägger därmed inte lika stor tyngd på organisatoriska problem som kan uppstå vid förvärv. Med företagsförvärv avser vi att det uppköpande företaget tar över en majoritet av ägarandelarna i målföretaget.

1.6 Disposition

I uppsatsens inledning ges kort bakgrundsfakta om rekonstruktion och en allmän bild om företagsuppköp. Denna mynnar ut i en problemdiskussion med efterföljande frågeställning, syfte samt avgränsningar. I nästkommande kapitel presenteras de metoder vi har valt att arbeta med, kritik mot vår arbetsgång samt val av teorier. Dessa beskrivs närmare i efterföljande teorikapitel, med fokus på due diligence i samband med företagsförvärv. Den praktiska referensramen följs av ett empiriavsnitt, vilket grundar sig på intervjuer. Därefter följer en analys där vi kopplar samman teori och empiri. Avslutningsvis sammanfattar vi resultatet i vår studie samt ger förslag på vidare forskning.



Figur 1. Uppsatsens disposition¹²

¹² Egen konstruktion

2. Undersökningsdesign

I detta kapitel kommer vi att presentera de metoder som vi anser mest lämpliga för vår studie, samt motivera våra val av dessa. Därefter följer ett avsnitt med tänkbar kritik mot vår arbetsgång, uppsatsens trovärdighet samt en motivering till val av teorier.

2.1 Metodologisk ansats

Det första steget i vårt arbete var att samla data om det valda ämnet. Informationen behandlades sedan för att vi på så sätt skulle bli pålästa och få fram relevant information för vår studie. Vi gjorde även detta för att undersöka om det fanns tillräckligt med lämplig information för att genomföra undersökningen. Då vi i ett tidigt skede fann informationen om ämnet knapphändig, valde vi att genomföra intervjuer. Detta för att få underlag till vår empiri och på så sätt underlätta vår arbetsgång. Betydande för undersökningen var att redan från start ha väl genomtänkta frågor, då svaren på dessa utgör större delen av vårt resultat. Gradvis som informationsunderlaget blev märkbart passande, applicerade vi utvalda förfaranden, lagar och modeller.

Vi använder oss av en deduktiv ansats för att komma fram till våra slutliga resultat. Detta framgår av att vår empiri till stor del består av intervjuer.¹³ Utöver detta granskas även förfaranden och lagar i anknytning till ämnet. Teoretiskt sett skulle intervjuerna kunna innebära att en induktiv ansats används men eftersom intervjuerna sedan utvärderas med hjälp av redan existerande information och teorier är vår avsikt följaktligen inte att skapa nya teorier. Det kan dessutom vara relativt naivt att gå in med ett helt öppet sinne då vi från början vet vad som är mer eller mindre relevant.¹⁴ Dock är det så att den deduktiva ansatsen rymmer drag av den induktiva, precis som den induktiva innefattar drag av den deduktiva.¹⁵

2.2 Forskningsmetod

Vi har valt att använda oss av en kvalitativ forskningsmetod, då vår insamlade data grundar sig på intervjuer.¹⁶ Vi ämnade först försöka använda både kvalitativ och kvantitativ metod parallellt för att på så sätt höja kvaliteten på vår undersökning med statistisk data och granskning av många fallföretag. Efterhand som informationsunderlaget formades märkte vi dock att den kvalitativa metoden föll sig mer naturligt än den kvantitativa metoden, där vi tidigt stötte på problem. Problemen yttrade sig i form av att vi inte hittade lämpliga fallföretag som vi kunde granska och utvärdera, då insynen för oss, i företag som genomför en rekonstruktion är begränsad. Det förs inte heller några register över rekonstruktioner som går vidare till att bli uppköpta.

Den kvalitativa metoden är tolkningsinriktad vilket innebär att graden av formalisering är låg.¹⁷ Trots detta försöker vi genomgående återkoppla till syftet med undersökningen. Intervjuerna var så preciserade och så ämnesspecifika som

¹³ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005)

¹⁴ Jacobsen, Dag Ingvar (2002)

¹⁵ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005)

¹⁶ Jacobsen, Dag Ingvar (2002)

¹⁷ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005)

möjligt för att förebygga diverse feltolkningar. Det är dock viktigt för oss att låta intervjuobjektens egna åsikter framgå och ge de intervjuade chansen att återspegla deras verklighet.

Kritik som kan riktas mot denna typ av metod är graden av objektivitet, då delar av resultaten kommer att baseras på våra egna och våra källors värderingar och slutsatser.¹⁸ Denna kritik är något vi har tagit i beaktning under arbetets gång.

2.3 Datainsamlingsmetod

Valet av datainsamlingsmetod påverkas av den kvalitativa forskningsansatsen som vi valt för vår undersökning. Vår prioritering, som även utgör grunden för vår uppsats, är de kvalitativa intervjuerna. Under den rådande finanskrisen, antog vi att de flesta intervjuobjekt skulle vara relativt avvaktande och eventuellt inte villiga till ett möte. Intervjuobjekten var emellertid mycket samarbetsvilliga. Trots det fåtal intervjuobjekt har vi lyckats få ett relativt brett spektrum av relevanta respondenter.

2.3.1 Primärdata & Sekundärdata

Primärdata anses vara den mer tillförlitliga källan, då den i motsats till sekundärdata är oberoende.¹⁹ Vi har valt att kontakta företag som arbetar med rekonstruktioner och konkurser men även jurister och konsulter med expertis inom företagsförvärv och due diligence. Detta för att få en överskådlig bild av hur rekonstruktioner och due diligence i allmänhet uppfattas.

Med information från sekundärdata avses data som redan har publicerats och blivit utgiven i olika former såsom artiklar och litteratur.²⁰ Att använda sekundärdata är resursbesparande och i vårt fall ett kritiskt hjälpmedel vid sökandet efter relevant information, då tidspressen är en avgörande faktor. Vi har till största del använt oss av kurslitteratur och lagtexter till vårt teoriavsnitt, men även nytillkommen forskning erhållen från akademiska tidsskrifter för att få en kombination av källor som skapar en grund för vår empiri och analys.

2.3.2 Intervjuer

Den öppna individuella intervjun kännetecknas av en konversation mellan en undersökare och en uppgiftslämnare, vilket antingen kan ske ansikte mot ansikte eller per telefon. Eftersom vi bara intervjuat ett fåtal personer lämpar sig denna intervjumetod bäst.²¹ Vår avsikt var att beröra specifika teman och därför har vi valt att använda oss av en semistrukturerad intervjuvariant, i syfte att inte begränsa intervjuobjektens svar samtidigt som insamlandet av överflödiga data undviks.²²

Intervjuobjekten fick innan intervjun frågorna vi önskade diskutera skickade per e-post. Vår förhoppning var att på detta sätt kunna hjälpa respondenten i fråga att förbereda sig så att vi kunde få ut bäst möjlig information. Samtidigt kan detta ibland ses som negativt då intervjuobjektens spontanitet och subjektivitet påverkas om denne på förhand övat in svaren.²³ Detta har vi kompenserat genom att endast

¹⁸ Jacobsen, Dag Ingvar (2002)

¹⁹ Ibid.

²⁰ Ibid.

²¹ Ibid.

²² Bryman, Alan & Bell, Emma (2005)

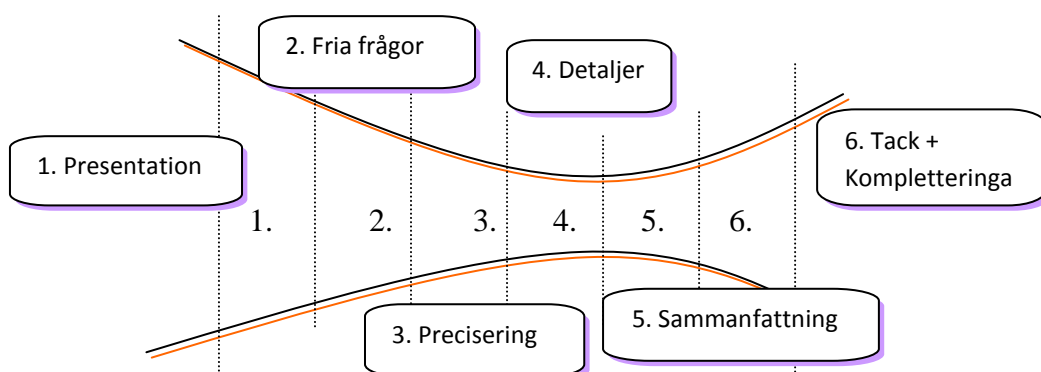
²³ Jacobsen, Dag Ingvar (2002)

delar med oss av huvudfrågorna och reserverat de i för tid förberedda följdfrågorna till den faktiska intervjutidpunkten.

Tidigt i arbetsprocessen bestämde vi oss för att endast göra besöksintervjuer. Trots tidsbrist och transportskostnader föll det sig naturligt att besöka intervjuobjekten i deras arbetsmiljö. Besöksintervjuer bidrar till en naturlig och lättäm öppenhet, samtidigt som möjlighet ges att observera respondentens beteende.²⁴ Dock är vi medvetna om att vår närvaro vid intervjutillfället kan ha medverkat till ett avvikande beteende, kopplat till vårt uppförande och utseende, hos intervjuobjektet.²⁵ Vidare har vi valt att bända intervjuerna för att undvika informationsbortfall. Vi har även gett respondenten möjligheten till att kontrollera intervjumaterialet efter genomförandet samt komma med konstruktiv kritik, tillägg och förslag till eventuella korrigeringar. Detta för att öka intervjumaterialets kvalitet. Intervjuerna har i genomsnitt tagit 45 minuter och vi har genomfört fem intervjuer och haft totalt sex respondenter.

2.3.3 Utformning av intervjufrågor

Våra intervjufrågor har vi valt att utforma med inspiration från Kyléns trattmodell.²⁶ Enligt vilken man först börjar med breda frågor som sedan smalnar av och blir mer ämnesspecifika. De inledande, ospecifika frågorna är till för att vi som undersökare ska skapa oss en bild om var intervjuobjektet stod i förhållande till vårt syfte. De mer ämnesspecifika frågorna avser mer kunna återspegla intervjuobjektets åsikter utifrån deras synvinkel.²⁷ Som vi nämnt ovan var vår avsikt att använda öppna frågor för att kunna få breda svar samtidigt som vi var noga med att inte mista fokus och avvika från ämnet. De frågor vi diskuterade under intervjuerna rörde den allmänna uppfattningen om företagsrekonstruktion och uppköp samt problemen med dessa fenomen (bilaga 2-6). Dessutom diskuterades vikten av due diligence vid företagsförvärv. Frågorna har utformats beroende på respondentens befattning men generellt täcker frågorna samma problematik. Allteftersom att fler intervjuer gjordes, blev vi mer flexibla och kunde ställa fler följdfrågor samt ta bort vissa frågor av mindre relevans.



Figur 2. Kyléns Trattmodell²⁸

²⁴ Jacobsen, Dag Ingvar (2002)

²⁵ Ibid.

²⁶ Kylén, Jan-Axel (2004)

²⁷ Ibid.

²⁸ Ibid.

2.3.4 Respondenter

Undersökningens respondenter har noga valts ut för att i slutändan tillsammans bidra med sin del för att svara på vår problemformulering. För en bredare och generaliserad förståelse av fenomenet och dess belysning från olika infallsvinklar har vi valt att intervjua olika personer med skilda erfarenheter av due diligence, företagsförvärv och företagsrekonstruktioner. Vi har valt att intervjua två rekonstruktörer, för att få bättre insikt om föreliggande problem med en rekonstruktion och vilka problem som kan uppstå vid ett överlåtande av ett rekonstruktionsobjekt. Vi har även intervjuat en jurist för att få en bättre förståelse för vanliga legala problem som generellt kan uppstå vid företagsförvärv.

Vidare har vi även genomfört intervjuer med två konsulter med inriktning på finansiell due diligence samt en investment manager på ett private equity-bolag med inriktning på rekonstruktionsobjekt. Syftet med dessa var att få en djupare förståelse för hur själva förvärvsprocessen skiljer sig åt vare sig bolaget är lönsamt eller befinner sig i ekonomiska svårigheter samt hur de använder sig av due diligence. Blandningen av intervjuobjekt, ser vi som positiv då vi försöker återspegla alla infallsvinklar av en due diligence; finansiell, legal och förfarandet vid uppköp av friska bolag jämfört med uppköp av rekonstruktionsobjekt.

2.4 Källkritik

Vid användandet av källor, vilket vi högst frekvent gör i vår studie, är det viktigt att ifrågasätta och förhålla sig kritiskt till dessa.²⁹ Vi menar att det finns anledning till att förhålla sig kritiskt till såväl primärdata som sekundärdata.

Att utreda pålitlighet och neutraliteten hos källor kan vara problematiskt. Kan intervjuobjektens svar påverkas av deras arbetssituationer? Svarar de av eget intresse eller svarar de i företagets, lagens eller någon annans intresse? Detta är frågor som vi haft i åtanke vid användande av primärdata. Dessutom anpassas våra intervjufrågor efter vilken befattning respondenten har, vilket leder till att vår samlade information inte blir enhetligt och kanske tämligen svårt att sammanställa. Kritik som kan riktas mot semistrukturerade intervjuer är att det kan vara problematiskt att utföra intervjuerna så likartat som möjligt.³⁰

Vår sekundärdata består huvudsakligen av facklitteratur men även material som, lagtexter och artiklar. Lagtexter går inte att ifrågasätta på samma sätt som vanlig litteratur och artiklar som ofta baseras på författarens åsikter och uppfattningar. Denna sekundärdata kan vara vinklad vilket medför att vi beaktat detta i vår undersökning.³¹

2.4.1 Kritik mot vår arbetsgång

När vi i efterhand har reflekterat över vår arbetsgång, finns det saker vi kunde ha gjort annorlunda. Vi har medvetet valt intervjuobjekt som vi anser representativa för samtliga involverade parter som ingår i vår undersökning. Populationen är dock liten vilket innebär att den empiri som samlats in kan vara bristfällig. Andra respondenter hade kanske kunnat bidra med väsentlig information. De till antalet få

²⁹ Jacobsen, Dag Ingvar (2002)

³⁰ Ibid.

³¹ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005)

intervjuer kan förklaras av att rekonstruktioner och förvärv av rekonstruktionsobjekt är relativt ovanligt. Det har därför varit svårt att få tag på relevanta och erfarna respondenter.

Vidare tycker vi att arbetet hade underlättats om vi i ett tidigare skede granskat den teoretiska referensramen för ämnet. Detta för att få en djupare förståelse inför arbetsgången och underlätta analysen då informationen om uppköp av rekonstruktionsobjekt är bristfällig.

2.5 Trovärdighet

Att granska reliabilitet och validitet i de metoder, teorier och källor som används i alla studier och utredningar är viktigt. Vid kvalitativa undersökningar finns det dock diskussioner kring hur pass relevant dessa begrepp är för en kvalitativ studie.³² Alternativa bedömningar av kvalitativa undersökningar har därför getts som förslag. Forskning föreslår en annan typ av bedömning av kvalitativ forskning, *trovärdighet*.³³ Teorin bygger på att det inte enbart finns en sanning eller ett synsätt som forskaren kan komma fram till genom sina tolkningar av den sociala verkligheten. Det finns olika tolkningsmöjligheter, vilket gör det betydelsefullt att kunna bedöma vikten av de som anses mest trovärdiga.³⁴ För att kunna bedöma och hantera trovärdigheten hos en studie har vi valt att titta närmare på överförbarhet och pålitlighet.

Överförbarhet behandlar graden som resultat från en utredning kan användas och appliceras på andra händelser och på så sätt generaliseras.³⁵ Eftersom vi valt att studera en specifik händelse, due diligence i förvärvsprocessen av rekonstruktionsobjekt, med hjälp av utvalda intervjuobjekt kan detta leda till att vårt urval blivit medvetet. Vi har följaktligen valt respondenter som vi tycker lämpar sig bäst i avseende på deras kunnande inom ämnet och som vi anser vara representativa för populationen. Viktigt att ha i åtanke är dock graden av påverkan på resultatet som vi bidragit med. Därför är vi väl informerade om att resultatet kan ha påverkats av våra ursprungliga förhoppningar och uppfattningar. Vi hoppas att vi har, genom vår medvetenhet, lyckats minimera uppträdet av detta för att öka studiens trovärdighet.

Pålitlighet handlar om att läsaren kan känna att studiens presenterade material är trovärdigt. För att öka denna företeelse har vi utförligt beskrivit vår arbetsprocess och redogjort för alla olika delar i vårt forskningsförlopp. Förhoppningen med detta är att slutsatserna ska innefatta hög pålitlighet och spegla hela tillvägagångssättet.

2.6 Val av teorier

Den teoretiska referensramen kommer till en början att behandla teorier kring rekonstruktionsförfarandet, där läsaren får fullständig förståelse för hur situationen ser ut hos ett företag som genomgår denna situation. Vidare presenteras incitament till varför förvärv ingås och hur värdet generellt bedöms i ett företag inför ett förvärv. Ett större avsnitt kommer redogöra för relevansen av due diligence vid ett företagsförvärv, främst inriktat på den

³² Bryman, Alan & Bell, Emma (2005)

³³ Ibid.

³⁴ Ibid.

³⁵ Ibid.

finansiella och juridiska besiktningen. Sista teorin som behandlas beskriver det vanliga förvärvsförfarandets alla steg och risker som kan uppstå under denna process. Då det inte finns några befintliga teorier för ovanstående i direkt anknytning till förvärv av rekonstruktionsobjekt, har vi valt att fortfarande ha med dessa för att kunna jämföra med vanliga förvärv. De använda teorierna blir vår utgångspunkt för att beskriva förvärvsprocessen av rekonstruktionsobjekt.

3. Praktisk referensram

Detta avsnitt kommer att behandla de teorier vi har valt att använda oss av och vilka kommer utgöra grunden för vår analys. Vi börjar med att beskriva rekonstruktionsförfarandet som följs av teorier om varför ett företag väljer att köpa upp ett annat företag och hur dessa värderas. Med hjälp av dessa riktlinjer tillämpar vi sedan betydelsen av due diligence under förvärvsprocessen.

3.1 Lagen om företagsrekonstruktion

Den första september 1996 infördes lagen om företagsrekonstruktion i Sverige. Tanken med lagen är att ge svenska företag, som befinner sig i ekonomiska svårigheter en chans till överlevnad.³⁶ Förfarandet måste ske enligt steg angivna i lagen och under processen har rekonstruktionsobjektet skydd mot utmätning och konkurs. En rekonstruktör, vald av tingsrätten, ska vara närvarande under hela rekonstruktionen. Rekonstruktören har som uppgift att undersöka verksamhetens potential för att företaget, helt eller delvis, ska kunna drivas vidare. Rekonstruktören ska dessutom undersöka förutsättningarna som gäldenären, den skuldsatta parten, har för att kunna betala av skulder till borgenärerna, fordringsägarna. Anmälan om företagsrekonstruktion får göras av både gäldenär och borgenär. I anmälan från gäldenären ska det ingå en kortfattad redogörelse över gäldenärens ekonomi, orsaker till betalningssvårigheter, hur gäldenären avser fortsätta sin verksamhet samt förslag om en lämplig rekonstruktör.³⁷

Rekonstruktörens uppgifter är att inom en vecka underrätta alla kända borgenärer och därefter upprätta en rekonstruktionsplan i samverkan med gäldenären. I rekonstruktionsplanen ingår en preliminär förteckning över gäldenärens tillgångar och skulder, såsom senaste balansräkning och information om företagets ekonomiska ställning. Ytterligare uppgifter av betydelse är upplysningar om orsaker till betalningssvårigheter och förslag till hur verksamheten kan rekonstrueras.³⁸ Rekonstruktioner kan se ut på olika sätt beroende på om det är en rekonstruktion i sak, eller en finansiell rekonstruktion. Under en rekonstruktion i sak ändras produktionsapparaten i syfte om att förbättra lönsamheten. Vid den finansiella rekonstruktionen görs istället direkta insatser för att förbättra den finansiella ställningen i företaget.³⁹

Gäldenärens skyldigheter vid beslut om rekonstruktion, är att lämna ut all relevant information om företagets ekonomiska förhållande. När beslut om företagsrekonstruktion är avtalat, så kommer alla företagets tillgångar och skulder att frysas.⁴⁰ Detta betyder att gäldenären inte får betala skulder som uppkommit före beslutet om rekonstruktion, och vidare heller inte åta sig nya skulder. Undantag kan förekomma vid synnerliga skäl och då endast efter rekonstruktörens godkännande.⁴¹

Efter tre månader avgör rättsinstansen om rekonstruktionen skall upphöra. Vid särskilda skäl får rekonstruktionen, efter begäran av gäldenären, förlängas med tre

³⁶ Lag (1996:764) om företagsrekonstruktion, kapitel 1

³⁷ Lag (1996:764) om företagsrekonstruktion, kapitel 2

³⁸ Ibid.

³⁹ Sellert, Ola & Folkesson, Enar (2005)

⁴⁰ www.skatteverket.se

⁴¹ Lag (1996:764) om företagsrekonstruktion, kapitel 2

månader åt gången. Rekonstruktionen får dock pågå högst i ett år.⁴² Det finns emellertid flera orsaker till att rekonstruktionen avslutas i förtid. Om åtgärder vidtagits och syftet med rekonstruktionen har uppnåtts, kan gäldenären begära ett avslut. Rekonstruktionen kan också avbrytas om rekonstruktören eller borgenärerna anser att målen inte kommer uppnås. Ett annat berättigat skäl är om gäldenären uteblir från borgsammanträdet.⁴³

En arbetsgivare i likviditetskris som ansöker om rekonstruktion, kan genom den utnämnda rekonstruktören besluta om lönegaranti ur lönegarantifonden. Genom lönegarantifonden får anställda lön som motsvarar cirka en till två månadslöner, från det att rekonstruktionen påbörjats. Rekonstruktionsobjektet måste betala tillbaka lönegarantin efter genomförd rekonstruktion.⁴⁴

Ett viktigt moment i rekonstruktionsförfarandet är att besluta om ackord. Ackord är ett ekonomiskt avtal mellan det krisdrabbade företaget och dennes borgenärer. Detta innebär att gäldenären får lov att sätta ner sina skulder till en viss procent av det ursprungliga beloppet.⁴⁵ För att ett ackord ska uppstå måste gäldenären ha någon form av betalningssvårighet. Det skiljer sig mellan två typer av ackord; underhandsackord och offentligt ackord. Det förstnämnda ackordet saknar lagstiftning och är istället byggt på principen om avtalsfrihet.⁴⁶ När denna typ av överenskommelse inte är möjlig mellan borgenär och gäldenär, kan ett offentligt ackord uppkomma. I detta skede tvingas en ekonomisk uppgörelse fram genom att gäldenären begär rättsinstansen besluta om att en ackordförhandling ska inledas.⁴⁷

3.2 Incitament till företagsförvärv

Det finns två olika former av företagsförvärv, industriella och finansiella. Förklaringen till det finansiella förvärvet kan illustreras av fördelarna med att ett företag ingår i ett konglomerat. Genom att kombinera två företag från orelaterade affärsområden, kan en reduktion av risk ske genom diversifiering. Industriella förvärv avser uppköp av bolag med relaterade affärsområden och kan delas upp i två kategorier; horisontell och vertikal. Vid ett horisontellt förvärv går två liknande företag ihop, för att uppnå skalfördelar eller för att öka sin marknadsandel. Ett vertikalt förvärv framträder då olika delar av produktionskedjan köps upp och går samman. Denna typ av förvärv reducerar kostnader vid exempelvis kontrakt, leverantörsskulder, annonsering, kommunikation och koordination av produktionen.⁴⁸

Inom de två formerna av företagsförvärv ryms mer specifika motiv till uppköp. Dessa är; synergy motives, bargain buying motives, managerial motives och third party motives.⁴⁹

Synergy motives: De sammanslagna företagen kommer efter förvärvet, uppnå ett större värde tillsammans, än vad de hade gjort var och en för sig. Synergi uttrycks ofta matematiskt i termer av:

⁴² Lag (1996:764) om företagsrekonstruktion, kapitel 4

⁴³ Ibid.

⁴⁴ www.hamilton.se

⁴⁵ www.skatteverket.se

⁴⁶ Sellert, Ola & Folkesson, Enar (2005)

⁴⁷ Persson, Annina H & Tuula, Marie (2000)

⁴⁸ Arnold, Glen (2002)

⁴⁹ Ibid.

$$NPV (A+B) > NPV (A) + NPV (B)^{50}$$

Detta uttryck syftar till att nuvärdet av enhet A och B tillsammans är större än enheternas enskilda nuvärde. Värdet tillkommer på grund av bland annat förstärkt inkomst, skalfördelar, skattelättnad och ökad marknadskraft. Exempel på skattelättnad som incitament till uppköp är när intressenten köper upp målföretagets förluster. De uppköpta förlusterna kvittas mot företagets vinst och företaget erhåller en skattereduktion.⁵¹

Kritik kan riktas mot synergier som uppköpsincitament eftersom dissynergier även kan uppstå. Dissynergier verkar i motsatt riktning och upphäver istället synergierens förväntade tillskott. Det är viktigt att finna eventuella dissynergier innan förvärvet, dels för att värderingen av uppköpsobjektet ska bli korrekt och dels för att köparen då kan vidta åtgärder för att minska dessa.⁵²

Bargain buying motives: Är när ett företag kan köpas upp för ett pris lägre än verksamhetens verkliga värde. Marknaden undervärderar emellanåt företagets verkliga värde. Detta kan till exempel bero på att ledningen inte är medveten om betydelsen av ett gott rykte. Potentiella köpare kan genom en granskning finna värden i företaget som den normala investeraren inte kan. Detta leder till att företaget kan köpas upp till ett relativt lågt pris.⁵³

Managerial motives: Syftar till ledningens framgång snarare än aktieägarnas maximala vinning. Drivkraften till uppköp behöver således inte vara företagsekonomiskt välgrundat utan styrs av ledningens strävan efter status, makt och uppbyggnad av företagsimperium.⁵⁴

Third party motives: Det sista motivet understryker relevansen av hur ett företagsförvärv ses som en attraktiv affär för en tredjepart. Revisorer och advokater blir högt betalda för deras expertis vid företagsuppköp och har ett intresse av att affären blir av. Förutom inhyrda konsulter har även media ett stort inflytande. Artiklar framställer företagsförvärv som dynamiska, framåtsträvande och nyskapande. Detta gör det svårt att finna negativt laddade artiklar, speciellt under uppköpstiden, vilket bidrar till en allmän positiv uppfattning av uppköp.⁵⁵

3.3 Företagsvärdering

Utgångspunkten för en företagsvärdering är att se uppköpsobjektet som en investering vilken förväntas ge en framtida avkastning. För att bilda en första uppfattning av uppköpsobjektet görs en ekonomisk analys som ger en översiktlig bild av företagets utveckling och ställning. Denna utvärdering grundar sig på balansräkningar, resultaträkningar och kassaflödesanalyser. De nyckeltal som ofta har stor betydelse för denna värdering är avkastning på eget kapital, avkastning på totalt kapital, rörelsemarginal, soliditet, kassalikviditet och förändring av nettoomsättning. Värderingsanalysen kommer följaktligen fokusera på företagets historiska utveckling.⁵⁶

⁵⁰ Barney, Jay B & Clark, Delwyn N (2007)

⁵¹ Johansson, Sven-Erik & Hult, Magnus (2002)

⁵² www.bonnierbusinesspublishing.se

⁵³ Arnold, Glen (2002)

⁵⁴ Ibid.

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Johansson, Sven-Erik & Hult, Magnus (2002)

Den mest frekvent använda metoden för värdering av företag idag är avkastningsvärdemetoden. Syftet är att bestämma den framtida årliga resultatnivån och avgöra avkastningskravet för investerarna. Företaget värderas ofta utifrån en prognos på tre till fyra år för att köparen skall kunna få en uppfattning om företagets utveckling.⁵⁷

Vid tillämpning av företagsvärdering i praktiken finns det inget objektiva värde på ett företag, vilket gör att de värderingsmodeller som man väljer är avgörande för värderingen. Kvaliteten i företagsanalysen och informationsinsamlingen är av betydelse för värderingsprocessen och det är viktigt att komma ihåg att företag skiljer sig åt beroende på faktorer som bransch, verksamhet och utvecklingsfas.⁵⁸

3.4 Due diligence

Due diligence är ett lånord från engelskan och översätts fritt till svenska som ”erforderlig omsorg”, men i dag är begreppet mer känt som företagsbesiktning.⁵⁹ Fram till 1990-talet var företagsbesiktning relativt sällsynt i samband med förvärv i Sverige men började användas mer frekvent runt denna tid på grund av att utländska företag genomförde förvärv i Sverige.⁶⁰

3.4.1 Due diligence-förfarandet

Due diligence kan utföras av både köparen och säljaren. När besiktningen sker från säljaren själv kallas utförandet för *vendor due diligence*. Tanken är att potentiella köpare skall få en omfattande och oberoende analys av uppköpsobjektet.⁶¹ I de flesta fall kommer dock kraven på en besiktning från det köpande företaget. Granskningen genomförs i ett så kallat datarum där all relevant information samlats in till konsulterna som utför besiktningen.⁶² Köparen kan på egen hand genomföra granskningen, men det är då viktigt att de besitter den breda kompetens som en due diligence-process kräver.⁶³

Det är av betydelse att konsulterna får tillräckligt med relevant information då detta ligger som underlag för köparens beslut om att fortskrida med förhandlingarna. Under granskningen identifierar konsulterna tänkbara synergier som kan realiseras och framtida vinster som kan uppnås. Efter analysen utfärdas ett *engagement letter* mellan köparen och konsulterna. Detta avtal klargör besiktningens omfattning, de ansvariga för utförandet, leveransdatum, tidsåtgång och andra viktiga avtalsvillkor.⁶⁴

3.4.2 För- & nackdelar med en due diligence

De positiva sidorna av att utföra en due diligence finns i den värderingsgrund som skapas för köparen. En företagsbesiktning kan medföra att priset sänks på förvärvet. Exempelvis kan dolda fel upptäckas, såsom obetalda skulder, tvister

⁵⁷ Johansson, Sven-Erik & Hult, Magnus (2002)

⁵⁸ Ibid.

⁵⁹ Sevenius, Robert (2003)

⁶⁰ Ibid.

⁶¹ www.insidermedia.com

⁶² Isaksson, Anders et al., (2002)

⁶³ Johansson, Sven-Erik & Hult, Magnus (2002)

⁶⁴ Sevenius, Robert (2003)

och övervärderade tillgångar.⁶⁵

Nackdelen med en due diligence är att det uppstår en rad kostnader för revisorer, advokater och andra involverade parter. Detta kan leda till att hela processen kan bli mer kostsam än planerat.⁶⁶

3.4.3 Olika former av due diligence

Det finns flera olika huvudinriktningar som en besiktning kan följa beroende på vad som ska undersökas. En komplett due diligence brukar därför delas upp i olika delanalyser. De viktigaste delanalyserna är finansiell, kommersiell och legal due diligence.⁶⁷ De olika delanalyserna utförs inte i någon specifik ordning, utan löper parallellt med varandra och det är även vanligt att specialister inom respektive områden samarbetar.⁶⁸

3.4.3.1 Legal due diligence

Legal due diligence behandlar de rättsliga förhållanden och aspekter som aktualiseras vid ett förvärv. Det är viktigt för både köpare och säljare att granska avtal som ska ingås beträffande de skyldigheter och rättigheter som följer. Därför måste målbolagets befintliga ingångna avtal med kunder, leverantörer och återförsäljare granskas. Detta för att skydda sig mot eventuella straffavgifter för brutna avtal efter förvärvet. I stora drag syftar den legala besiktningen till att ge köparen skydd mot oförutsedda händelser och en försäkran om att informationen är riktig vad gäller prissättning och andra operationella transaktioner.⁶⁹

3.4.3.2 Finansiell due diligence

Vid finansiell due diligence granskas främst uppköpsobjektets resultat- och balansräkning. Annan relevant granskning är vilken typ av redovisningssystem som följs, hur den interna kontrollen är organiserad, ledningsinformation och framtidsprognoser.⁷⁰ Denna utvärdering görs oftast med hjälp av revisionsbyråer, där revisorerna hjälper till att finna de vinstgivande enheterna i bolaget. Det är inte bara hos köparen som denna besiktning ligger i intresse, utan även hos försäljaren. Med hjälp av granskning av företagets siffror kan fördelar lyftas fram och göra företaget mer attraktivt på marknaden.⁷¹

3.4.3.3 Kommersiell due diligence

Under kommersiell due diligence undersöks främst den operativa verksamheten. Granskningen lägger stor vikt vid betydelsen att förstå bolagets kunder och marknad. Vidare brukar även denna besiktning gå under namn såsom affärsmässig, strategisk, marknadsmässig, eller operativ due diligence. Benämningen beror på var undersökningens fokus ligger. Analysen kan oftast utföras av köparen själv om denne förvärvar utifrån industriella skäl och har god kännedom om branschen. Då behöver köparen inte anlita diverse experter

⁶⁵ Green, Richard II & Carroll, James J (2001)

⁶⁶ Ibid.

⁶⁷ Sevenius, Robert (2003)

⁶⁸ Isaksson, Anders et al., (2002)

⁶⁹ Bing, Gordon (1996)

⁷⁰ Sevenius, Robert (2003)

⁷¹ Isaksson, Anders et al., (2002)

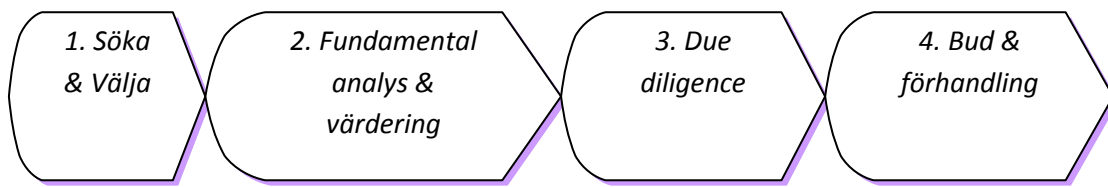
som vid en finansiell due diligence. Andra relevanta områden inom den kommersiella besiktningen är bland annat konkurrenssituationen, företagets marknadsföring, produkter samt organisationsstruktur.⁷²

3.4.4 Den typiska mallen

Det finns en mall för hur en due diligence ska genomföras (bilaga 1). Arbetet är dock behovsanpassat vilket gör att omfattningen av vissa delanalyser varierar. Faktorer som påverkar graden av betydelse för due diligence-processens olika delar är; vilken typ av företag besiktningen avser, vilka personer som ingår i besiktningen, hur mycket tid som är avsatt, hur komplext uppköpsobjektet är, riskbenägenheten hos köparen och hur stor budget företaget har avlagt till besiktningen.⁷³

3.5 Förvärvsförfarande

Den process som köparen genomgår vid ett företagsförvärv kan delas upp i fyra steg. Detta förlopp kan appliceras på såväl privata som publika bolag.



Figur 3. Modell för företagsförvärv⁷⁴

I det första steget identifieras de motiv köparen har till förvärvet. Frågor som uppkommer är: vilka typer av företag kan vara lämpliga uppköpsobjekt och vad önskar köparen uppnå med förvärvet? I det andra steget görs en översiktlig värdering av uppköpsobjektet utifrån både historiska rapporter och framtidsprognoser. I det tredje steget utformas en mer noggrann rapport genom due diligence där exempelvis företagets ekonomiska ställning och avtal undersöks grundligt. I det fjärde och sista steget lämnas ett eventuellt bud och förhandlingar om överlåtelse av företaget påbörjas.⁷⁵

Ett företagsförvärv är på grund av dess omfång ofta mycket tids- och kostnadskrävande. Vid ett förvärv uppstår den största kostnaden hos de olika aktörernas insatser främst i den tredje fasen, due diligence.⁷⁶

3.6 Problem & risker med företagsförvärv

Det huvudsakliga problemet med ett företagsförvärv är integreringen mellan de två

⁷² Sevenius, Robert (2003)

⁷³ Isaksson, Anders et al., (2002)

⁷⁴ Ibid.

⁷⁵ Ibid.

⁷⁶ Lajoux, Alexandra Reed & Elson, Charles (2000)

enheterna. Risken finns att förvärvet inte tillför det värde som från början önskats.⁷⁷ Om köparen inte lyckats implementera de finansiella, affärsmässiga och strategiska åtgärderna tillförs inget mervärde.⁷⁸ De främsta orsakerna till misslyckade förvärv kan härledas till förhastade beslut, ovilja att se potentiella problem och bristande besiktning.⁷⁹

3.7 Kritik mot valda teorier

Då vi har valt att arbeta utifrån ovanstående teorier finns det en möjlighet att vi låst oss vid detta synsätt och därmed bortsett från andra tänkbara förklaringar till hur due diligence-processen, företagsvärdering och förvärvsförfarandet ser ut. Denna ensidiga uppfattning skulle möjligtvis kunna vara annorlunda om vi valt andra teorier att utgå från.

⁷⁷ Sevenius, Robert (2003)

⁷⁸ Cartwright, Sue & Cooper, Cary L (1996)

⁷⁹ Perry, Jeffery S & Herd, Thomas J (2004)

4. Empiri

Här presenteras resultatet från våra intervjuer vilket kommer att ligga till grund för vår analys. Vi har valt att återge hela intervjuunderlaget för att undvika onödigt bortfall. Då svaren skilt sig åt beroende på vem vi intervjuat har vi valt att redovisa varje intervju separat. Den semistrukturerade intervjumodellen har bidragit till att svaren varit öppna varför vi valt att presentera underlaget i tre underrubriker där företeelserna företagsrekonstruktion, due diligence och företagsförvärv blandas.

4.1 Carler Advokatbyrå, Stockholm

Carler är en svensk advokatbyrå med kontor i Stockholm, Jönköping och Paris. Byrån är sedan 40 år tillbaka väl etablerad inom svensk och internationell affärsjuridik. Dess jurister har ett brett kunnande inom områden som behandlar bolags- och affärsrättsliga frågor samt obeståndsfrågor.⁸⁰

Här har vi intervjuat Thomas Olrog som har affärsjuridik som huvudområde med inriktning på insolvensföretag, konkurser och rekonstruktioner. Thomas har arbetat på Carler Advokatbyrå sedan 2007 och har sysslat med ovanstående under flera år på flera svenska advokatbyråer och har djup insikt inom området.

4.1.1 Motiv

Rekonstruktionen syftar, som lagen anger, till att underlätta för företag i ekonomiska svårigheter. Även om själva affärsverksamheten vid *status quo*⁸¹ är värdelös kan det finnas varulager eller inventarier som fortfarande har ett värde. Samma sak gäller för pågående arbeten och utestående kundfordringar. En konkurs innebär att dessa värden förstörs. Alla parter tjänar normalt mer på en lyckad rekonstruktion än en likvidation. Trots detta är det relativt ovanligt att företag genomgår en rekonstruktion. Av alla bolag som befinner sig i ekonomiska svårigheter, är det endast cirka två procent som går vidare för att rekonstrueras. Avsikten med en rekonstruktion är oftast att bolaget ska byta ägare då de tidigare ägarna har förlorat sitt förtroende och misskött bolaget. Som köpare har man då begränsad tid att utvärdera bolaget och själva due diligence-förfarandet blir mindre grundligt. Syftet med en due diligence, för köparen, är detsamma som vid vanliga förvärv och köparen har typiskt sett samma intressen. På grund av tidbristen tenderar köparen dock att fokusera mer på bolagets finansiella ställning och reella tillgångar. Det finns ofta inte tillräckligt med tid för att utvärdera alla avtal bolaget ingått och miljörelaterade problem som kan uppstå i framtiden.

4.1.2 Genomförande

Tiden för att genomföra en rekonstruktion skiljer sig från ett bolag till ett annat. I huvudsak beror tiden på finansieringsprocessen och hur fort en köpare kan hittas som är villig att bistå med kapital. Bolaget måste få in nya pengar för att betala borgenärer och dessa måste också komma överens om vilken tid bolaget ska få på sig att göra detta. Lagreglerna sätter dock vissa tidsfrister. Om rekonstruktionen till exempel innehåller ett ackord, ska detta normalt betalas inom ett år från det att

⁸⁰ www.carler.se

⁸¹ Uttryck som syftar till situationen i nuläget

beslutet fattats. Tiden är en viktig aspekt då utdragna processer tär på det aktuella bolagets verksamhet och på dess anseende.

Ökad kännedom om företaget innan förfarandet inleds, till exempel angående vilka förutsättningar bolaget har att få in pengar till ackordet, leder till kortare processer. Har rekonstruktören sådan kännedom, bör rekonstruktionen klaras av på ett halvår. Finns det redan i ett inledande skede garanterad finansiering och alla andra förutsättningar för en lyckad rekonstruktion kan tiden kortas ner till cirka en månad, med förbehåll för skillnader från bolag till bolag.

Själva uppköpet av ett rekonstruktionsobjekt sker vid tre olika tillfällen. Vid det första går intressenten in som ägare redan när det krisdrabbade företaget lämnar in en ansökan om rekonstruktion. Detta är relativt ovanligt då köparen i detta tidiga skede inte vet om rekonstruktionen kommer att gå igenom. Det råder osäkerhet både om borgenärerna kommer acceptera ackordet och om hur själva rekonstruktionen ska gå till. Det andra tillfället är när all formalia är färdig. När bolaget har fått acceptansen och ackordet har blivit genomröstat är själva rekonstruktionen paketerad. Det är först då de flesta företagsöverlåtelseerna äger rum. Då får köparen ett bolag som är rensat på det viset som rekonstruktionsberättelsen indikerar. Köparen går därefter in och garanterar ackordet, vilket utgör den huvudsakliga köpeskillingen för bolaget. Intressenten får förvärva företaget väldigt billigt som kompensation för den avsevärt högre risk denne tar på sig som köpare, att rekonstruktionen inte lyckas. Det tredje och sista tillfället är efter att rekonstruktionen är genomförd. Då får köparen en chans att utvärdera bolaget mer grundligt och förvärvar förhoppningsvis en frisk verksamhet. Problemet med detta är att köparen då får betala ett avsevärt högre pris än tidigare.

Om man bortser från tidsbristen ökar i princip förutsättningarna för köparen att utvärdera bolaget när detta har ekonomiska svårigheter. Säljaren befinner sig i en annan situation än vid vanliga företagsförvärv och är mer angelägen om att sälja till ett lägre pris. Verksamhetens värde är i princip noll och de befintliga ägarna hoppas på att kunna få en annan ägare som kan betala av skulderna så att verksamheten i framtiden kan fortsätta tjäna pengar. Vanligtvis finns det få intressenter för rekonstruktionsobjekt, oftast endast en. De intressenter som kan finnas får då den insyn de behöver för att utvärdera bolaget.

4.1.3 Problem

Det största problemet med att rekonstruera ett bolag är att identifiera vad bolaget egentligen är värt. Bolagets reella tillgångar skiljer sig beroende på om det är ett tillverkade företag eller ett tjänsteföretag. Det är ofta svårt att fastställa värdet på dessa då orsakerna till att bolaget befinner sig i ekonomiska svårigheter bottnar i en illa fungerande ekonomiavdelning. Har bolaget dessutom dålig ordning på sina kundfordringar och leverantörsskulder får detta flera negativa konsekvenser. Rapporteringen till VD och styrelse blir otillräcklig vilket kan leda till att dessa fattar felaktiga beslut. Företagets kunder och leverantörer tröttnar också på företaget när löften om betalning bryts, vilket drabbar den underliggande driften.

Den vanligaste orsaken till varför en rekonstruktion misslyckas eller att själva förvärvet av ett rekonstruktionsobjekt misslyckas, är att finansieringen inte löser sig. Om borgenärer inte kan komma överens med gäldenären om hur de ska

ersättas, likvideras bolaget. En annan vanlig orsak är att rekonstruktören varit för optimistisk med bolagets budget och intäkter eller för bolagets uthållighet. Verksamheten måste under rekonstruktionen ha tillräckligt med likvida medel så att löner och skatt kan fortsätta betalas. Om förutsättningarna för en rekonstruktion inte finns och rekonstruktören inte utvärderat bolaget tillräckligt, kan det hända att denne går vidare med förfarandet ändå. Rekonstruktören hoppas då att finansieringen ska lösa sig i ett senare skede och avstår från att likvidera företaget.

Då det föreligger en tidbrist för den köpande parten att utvärdera rekonstruktionsobjektet, finns risken att denne i för stor utsträckning förlitar sig på de rapporter framtagna av rekonstruktören. Rekonstruktören arbetar i det krisdrabbade bolagets intressen och har inga förpliktelser gentemot köparen. Rekonstruktörens uppgift är i huvudsak att få fram så mycket pengar som möjligt till borgenärerna. Köparen får själv ta ansvar för att undersöka bolagets ställning så att han eller hon vet vad man betalar för. Köparen kan inte förlita sig på att rekonstruktören lyfter fram alla negativa aspekter med bolaget och för dem till ytan.

4.2 Ackordscentralen, Malmö

Ackordscentralen är ett av Sveriges ledande konsultföretag som verkar för att hjälpa företag som har finans- och lönsamhetsproblem. Ackordcentralen tillhandahåller såväl erfarna advokater som ekonomer, vilka tillsammans arbetar för att undvika värdedestruktiva konkurser. Koncernen har varit verksam sedan 1857 och idag sker arbetet via sju kontor runt om i landet.⁸²

Vi har valt att intervjua Ola Sellert som är före detta VD på Ackordcentralen i Malmö och region syd. Han har arbetat både med konkurser och rekonstruktion och har bred erfarenhet av många olika branscher. I dagsläget arbetar han på Trägårdh och Falkenborn Advokatbyrå i Malmö.

4.2.1 Motiv

Det är svårt att särskilja vilken typ av due diligence som skulle vara viktigare än någon annan. I allmänhet bör en due diligence i samband med förvärv av rekonstruktionsobjekt bli mer betydelsefullt då företaget befinner sig i en finansiellt svår situation. Detta innebär i sig att en finansiell due diligence blir viktigast vid förvärv av ett rekonstruktionsobjekt. Många gör emellertid misstaget och tror att det räcker att skriva ner cirka 75 % av bolagets skulder för att ett företag ska klara sig, men så är ofta inte fallet. Utöver den finansiella due diligence, måste en så kallad rekonstruktion i sak göras. Detta betyder att bolaget totalt genomlyses och syftar till att svara på frågor såsom; Vart är företagets *break even*⁸³? Hur ska företaget ta sig dit? Hur ser personalsammansättningen ut? Vad har företaget för villkor och marginaler? För ett lyckat företagsuppköp av rekonstruktionsobjekt bör därför alla olika delar av en due diligence vara av samma betydelse.

Skillnaden i genomförandet av en due diligence av rekonstruktionsobjekt jämfört med friska bolag är att förfarandet måste vara mer grundligt genomförd. Det finns trots allt en anledning till varför företaget hamnat i en situation där rekonstruktion

⁸² www.ackordscentralen.se

⁸³ Kritisk punkt, nollpunkt

och uppköp krävs för fortsatt överlevnad. Om orsakerna inte kan spåras direkt till likviditetsproblem kan det finnas andra faktorer som är viktiga att identifiera. Det kan exempelvis handla om dåliga avtal, problem med personalsammansättning eller stora förluster i kundfordringar.

4.2.2 Genomförande

Tiden för att genomföra en rekonstruktion är tämligen branschspecifik. Lagen föreskriver ett förfarande på tre månader, men denna tid räcker oftast inte till. Inom lagramen kan dock rekonstruktionen fortgå och om det föreligger synnerliga skäl. Då kan tiden förlängas med tre månader i taget, dock får den inte pågå längre än ett år om ackorden inte fastställts. Det krävs vanligtvis nio till tolv månader för att företaget ska kunna stå på egna ben från det att rekonstruktionen påbörjats.

När själva uppköpet av ett rekonstruktionsobjekt sker skiljer sig från fall till fall. Det är vanligast med uppköp under en pågående rekonstruktion, eftersom bolaget då har ett skydds nät. Skydds nätet utgörs av att det normalt inte tillkommer några nya skulder och att företaget fixeras vid en viss ställning per ett visst datum. När företaget förhåller sig relativt konstant blir det lättare för köparen att påverka processen. Detta skede bidrar till en bra utgångspunkt i en due diligence-process. Då skulderna är frysta, kan fokus ligga på likviditet och varulager och då blir det lättare att identifiera problemområdena i verksamheten.

En rekonstruktör har i uppgift att försöka få bolaget på fötter igen. Det finns dock inga direkta regler eller sanktioner som rekonstruktören ska följa när det kommer till upplysningsplikt och han står inte heller som garant för att ett uppköp kommer att vara lyckat. Köparen är därför till fullo ansvarig för och skyldig till att undersöka bolaget. Det händer dock att företag förlitar sig på rekonstruktörens rapport och bortser från att göra en grundlig due diligence.

Betalningen för en verksamhet som genomgått rekonstruktion utgörs vanligast av att köparen går in och garanterar en ackordlikvid på cirka 25 %. Därutöver kan köparen även garantera löpande kostnader i form av löner och skatt. Den nya ägaren villkorar sin insats av att ackordet lagar kraft. Karaktäristiska drag som kan ses hos köpare av rekonstruktionsobjekt är att de i huvudsak förvärvar utifrån industriella skäl, i jämförelse med finansiella. Det är dock vanligt att de spekulanter som finns, väntar på en konkurs istället för att köpa upp rekonstruktionsobjekt. Detta faktum bidrar till att förvärv av dessa bolag blir ännu billigare. Motivet till uppköp är till stor del det värde som företaget ser i en fortsatt fungerande verksamhet. Detta är direkt kopplat till att intressenten ofta är mycket insatt i den specifika branschen.

Det uppstår en mängd problem i samband med företagsrekonstruktioner som måste tacklas. En orsak till ett misslyckande kan vara att företaget inte får tillräckligt med kapitaltillskott under rekonstruktionstiden, det vill säga att företaget inte lyckas hålla likviditeten. Försämrade orderingång och leverantörer som kräver säkerhet leder till att likviditeten tippas, vilket kan bidra till att banker och andra kreditinstitut inte vågar låna ut pengar under rekonstruktionstiden. Generellt står staten för en månads lönegaranti, men efter det måste företaget själv betala löner och även skatter. Efter det att rekonstruktionen formellt är i hamn bör företaget räkna med en än mer kritisk period. Många leverantörer kräver fortsatt kontant

betalning och detta ter sig väldigt problematiskt. Ett företag som genomgått rekonstruktion behöver ha en bra beredskap av kapital ett till två år efter realiserad rekonstruktion för att företaget ska ha en chans till framtida överlevnad. En lyckad finansiell rekonstruktion kan kännetecknas av att företaget fått in nytt ägarkapital, antingen från de tidigare ägarna eller från externa parter.

4.2.3 Problem

Ett återkommande problem med rekonstruktions- och konkursförfarande är tidspressen. Lagen är formalia bunden och inom en vecka efter ansökan om rekonstruktion ska samtliga fordringsägare vara underrättade. Inom tre veckor ska rekonstruktören kunna presentera en preliminär rekonstruktionsplan. Tidspressen är därför mest märkbar under inledningsfasen av en rekonstruktion. Ofta ökar dessutom tidspressen då rekonstruktionsgäldenären i nio fall av tio kommer för sent till institutioner såsom Ackordscentralen. Detta eftersom att gäldenären ofta har för stor tro på att situationen ska ordna upp sig utan extern hjälp.

Synkroniserat med det formaliabundna förfarandet ska verksamheten, med fokus på ekonomiavdelningens funktioner, fortlöpa med så lite avbrott som möjligt. Ett annat problem är omställningen beträffande likviditetsflödet i bolaget och betalning av leverantörsskulder med kontanter i förskott. Eftersom leverantörer i normalfallet inte medger krediter till företag som genomför rekonstruktion blir det svårt för ett krisdrabbat företag med likviditeten.

Ytterligare ett problem med att köpa upp ett rekonstruktionsobjekt är att de befintliga ägarna inte kommer överens med intressenten om priset eller om ägarandel. Ofta saknar ägarna sjukdomsinsikt och förstår inte att aktierna är värdelösa. Med anledning av tidsbristen uppstår det problem även i samband med att betydande åkommor förbises på grund av en bristande due diligence-process. Ett uppköp av rekonstruktionsobjekt är därför generellt mer känsligt, varför det också finns få intressenter för rekonstruktionsobjekt.

4.3 Svenskt Rekonstruktionskapital, Stockholm (SRK)

SRK är ett private equity-bolag som verkar för att rekonstruera företag som hamnat i ekonomiska svårigheter. Bolagets affärsidé är att med en kombination av kapital, kunskap och erfarenhet kring rekonstruktioner och omstruktureringar, aktivt medverka till räddningsaktioner och utveckling av primärt svenska industri- och handelsföretag av mindre och medelstor karaktär. De företag som kan bli aktuella för SRK att köpa upp har i grunden en god affärsidé men har av olika skäl hamnat i finansiella svårigheter. SRK gör detta för att rädda eventuella värden som kan finnas kvar och försöka få verksamheten på fötter igen.⁸⁴

Här har vi valt att intervjua Olof Hermelin som är civilekonom och arbetar som investment manager på SRK. I den rollen ingår uppgifter som sträcker sig från inledande investering till *exits*⁸⁵. Uppgifterna inkluderar bland annat inledande analyser, due diligence, diskussioner med banker och eventuellt andra fordringsägare, styrelseengagemang och medverkan kring *exits*.

⁸⁴ www.rekonstruktionskapital.se

⁸⁵ Tidpunkt då investerare går ur bolaget

4.3.1 Motiv

Syftet med en due diligence är densamma vid förvärv av rekonstruktionsobjekt som vid förvärv av lönsamma företag. Köparen måste i båda fallen försäkra sig om att målföretaget inte innehåller otrevligheter som kan komma att skada dennes verksamhet. Även verktyget för att utvärdera bolaget är detsamma men skillnaden ligger i hur det används. Extra viktigt att beakta vid uppköp av rekonstruktionsobjekt är företagets reella tillgångar. Köparen fokuserar på balansräkningen och bolagets finansiella ställning.

4.3.2 Genomförande

Det finns en underliggande risk att granskningen blir mindre utförlig på grund av tidsbristen. Det varierar från ett bolag till ett annat och i vilket skede intressenten kommer in i företaget. I regel ska köparen hinna göra en finansiell due diligence innan ett beslut om uppköp fattas. Går köparen in senare i rekonstruktionsprocessen ökar riskerna. Om köparen till exempel kommer in i slutet av processen, krävs det mycket förkunskap om bolaget och branschen för att hinna utvärdera bolaget och kunna få verksamheten lönsam igen. För att minska riskerna relaterade till tidsbristen för granskningen, anlitar SRK ofta externa experter med mer ingående kunskap om branschen. Detta för att se hur de uppskattar företagets förmåga att generera pengar på lång sikt samt att få ytterligare en uppskattning av bolagets värde.

Då tidsbristen medför att granskningen av ett rekonstruktionsobjekt blir mindre utförlig, finns det situationer då köparen förlitar sig på rekonstruktionsrapporten. Rekonstruktören har som uppgift att granska bolaget och komma fram till en plan för överlevnad. Denne ska föra fram all finansiell information och visa bolagets finansiella ställning i rapporten. På så sätt har redan en finansiell due diligence gjorts och köparen behöver inte utvärdera bolaget ytterligare. Detta lämpar sig bäst vid förvärv av mindre bolag med låg komplexitet. Rekonstruktören går dock inte igenom alla de avtal och åtaganden bolaget gjort vilket innebär att köparen fortfarande måste göra en legal due diligence. Risken ökar med tidsbristen då man utelämnar vissa bitar när det kommer till att fatta snabba beslut.

Rent praktiskt går SRK oftast in i ett rekonstruktionsobjekt efter att granskningen är genomförd och garanterar ackordet till cirka 25 %. Detta för att ge en klar signal till fordringsägare och borgenärer så de kan känna sig trygga med att godkänna ackordet. Om ackordet accepteras blir SRK formellt nya ägare och borgenärerna betalas av. Ackordet utgör den huvudsakliga betalningen för bolaget och det nödvändiga kapitalet för att kortsiktigt sköta bolaget, som att betala ut löner och skatt, får den nya ägaren stå för. Själva betalningen sker oftast i form av en riktad nyemission från rekonstruktionsobjektet till köparen. I vissa fall har SRK köpt aktierna direkt från de gamla ägarna för ett nästintill obefintligt belopp innan rekonstruktionen paketerats. Riskens finns då att ackordet inte accepteras och då faller hela bolaget. Detta har dock aldrig hänt SRK.

4.3.3 Problem

Det största problemet med att vara ett private equity-bolag med inriktning på rekonstruktionsobjekt är den föreliggande tidsbristen att utvärdera dessa. Få

bolagsägare är så pass insiktsfulla att de ber SRK om hjälp redan innan rekonstruktionen realiseras. Detta innebär att SRK huvudsakligen går in som ägare och bidrar med finansiering när konkursen eller rekonstruktionen blivit ett faktum. De tidigare ägarna har då väldigt svårt att acceptera sin verksamhet som värdelös och har därmed också svårt att godkänna den relativt låga betalningen för sina aktier.

Företag som sedan länge har haft ekonomiska svårigheter försöker dessutom ofta framstå som bättre genom att exempelvis inte göra erforderliga nedskrivningar av varulager och kundfordringar som har ett tveksamt framtida värde. Tidsbristen medför också att det inte finns samma möjligheter att undersöka den underliggande driften, det vill säga företags egentliga förutsättning att generera pengar. Detta innebär att kalkylen blir mindre realiserbar.

Då det finns en risk att SRK inte lyckas göra en *turn-around*⁸⁶ i det aktuella bolaget, är det viktigt att de hanterar sitt ökade risktagande. Dels kompenseras SRK för den ökade risken i form av ett avsevärt lägre pris för bolagen de går in i, och dels inriktar sig SRK på företag inom branscher där förändringstakten är låg. Att gå in som ägare i IT- eller bioteknikföretag där förändringstakten är hög och enskilda aktörer kan försvinna över en natt, ökar riskerna markant. Istället satsar SRK på traditionell tung industri med en låg förändringstakt och där det finns något egentligt substansvärde att falla tillbaka på.

4.4 Ernst & Young, Malmö (E&Y)

Ernst & Young är ett världsomspännande företag inom revision, skatt, transaktioner, redovisning och rådgivningstjänster. Företaget är verksamt i 140 länder och har globalt cirka 135 000 medarbetare. Inom företaget finns avdelningarna transaction advisory services och transaction support vars huvudsakliga område rör affärstransaktioner mellan företag. Avdelningarna bistår med bland annat värderingar, skatterådgivning, integrationsplanering samt att efter transaktionen hjälpa det uppköpande företaget att realisera de synergier man hoppas uppnå.⁸⁷

Här har vi intervjuat Patrik Sandin och Håkan Olsson. Patrik Sandin är senior manager på transaction advisory services. Han arbetar till största del med operationella frågeställningar i samband med företagsförvärv och avyttringar samt operationell och kommersiell due diligence. Håkan Olsson är partner och auktoriserad revisor. Han har arbetat på transaction support sedan 1996 och arbetar primärt med finansiell due diligence på köparens och säljarens sida.

4.4.1 Motiv

Due diligence har blivit ett standardverktyg vid företagsförvärv och används som kvalitetskontroll även om företag inte anlitar externa experter utan gör den internt. Genomförandet av en due diligence är avgörande för att affären ska gå igenom och sällan genomförs ett förvärv innan due diligence-processen avslutats om den väl påbörjats. Det förekommer dock företagsförvärv utan att ens en due diligence

⁸⁶ Uttryck som syftar till att vända en olönsam verksamhet till en lönsam

⁸⁷ www.ey.com

påbörjats. Vid förvärv av mindre bolag där uppköparen redan har god insikt i målföretagets verksamhet finns inte samma behov av att göra en due diligence.

Generellt finns det inga andra nackdelar med due diligence än att processen är kostsam och tidskrävande. Även om köpet inte genomförs efter att due diligence-processen är färdig har den ändå fyllt sitt syfte. Då uppfyllde antagligen inte målföretaget de kriterier fastställda av köparen. Tidigare uppstod ofta frågan hos jurister om varför man skulle göra en legal due diligence när man lika väl kunde hantera problem efter transaktionen med avtal. Från mitten av 1990-talet har dock jurister blivit mer affärsmissiga och insett att det är bättre att lägga ner tid och pengar i början för att slippa sitta med utdragna tvister.

4.4.2 Genomförande

Tiden för att genomföra en due diligence varierar kraftigt och beror på bolagets komplexitet och storlek. Till exempel, vid ett förvärv av ett medelstort bolag med en omsättning på cirka 500 miljoner SEK utan någon större komplexitet i sin verksamhet, bör genomförandet av due diligence ta cirka en till två månader. Vanligt är dock att köparen själv utvärderat företaget under en längre tid innan denne anlitar externa experter för att utföra en due diligence. Tiden är en viktig aspekt i förvärvsprocessen. Due diligence-rapporten har ett bäst före datum och om affären inte genomförts cirka tre till fyra månader efter att due diligence-rapporten är klar, måste en uppföljning göras då mycket kan ha förändrats både internt och externt för företaget. Detta medför att förvärvsprocessen blir väldigt dyr och tidskrävande.

Det finns ingen klar mall för hur en due diligence ska genomföras och förfarandet anpassas till situationen. Normalt sett ska intressenten alltid genomföra en grundlig finansiell och legal due diligence för att fastställa bolagets värde och nuvarande åtaganden. Det finns situationer där vissa delanalyser blir mindre viktiga. Om målföretaget till exempel inte har någon miljöfarlig verksamhet, minskar behovet av att göra en miljömässig due diligence. På samma sätt om köparen endast förvärvat målföretagets tillgångar istället för den juridiska enheten (skattesubjektet) och inga tidigare skatteärenden uppkommer, minskar behovet av en due diligence avseende skattesituationen.

Då due diligence-förfarandet är så pass situationsanpassat är det svårt att se skillnader vare sig besiktningen avser ett lönsamt eller icke lönsamt företag. Generellt kännetecknas förvärvsprocessen, beträffande rekonstruktionsobjekt, av att vara kort och intensiv. Köparen tittar mindre på historiken om hur bolaget hamnade i den situationen och koncentrerar sig mer på bolagets framtida möjligheter att generera vinst. Bolagets finansiella ställning granskas mer ingående med fokus på substansen i balansräkningen, bolagets kassaflöde och likviditetsbudget. Mindre tid kanske ägnas åt att göra en skatte- och miljömässig due diligence.

I USA är fenomenet med så kallade *vulture funds* mer vanligt förekommande. Dessa inriktar sig just på att förvärva bolag som genomgår en rekonstruktion eller konkurs. Dessa fonder använder sig av due diligence i stor utsträckning och ofta utvärderas målföretagen under flera år. Fonderna vet vilka företag som det går

dåligt för och bevakar dessa tills att de ser en möjlighet till att gå in som ägare när företaget väl ansöker om konkurs eller rekonstruktion.

4.4.3 Problem

Den huvudsakliga orsaken till varför företagsförvärv misslyckas är att köparen genomfört en dålig due diligence. Ofta handlar det om att köparen haft för höga förväntningar på målföretagets framtida vinster och att dessa inte förverkligas. Köparen kan även ha överskattat de synergier man ville uppnå med förvärvet och senare konstaterat att dessa blivit svåra att realisera. Ibland kan förvärvet även medföra dissynergier för köparen och därmed förstöra värde. Integrationen mellan de två företagen är också ett problemområde där man kan se orsaken till många misslyckade företagsförvärv. Ofta fungerar de två verksamheterna inte tillsammans på det sätt köparen räknat med, något som också kan härledas till en dåligt genomförd due diligence. Ytterligare ett misslyckande är relaterat till det uppköpande bolagets erfarenhet av förvärv. Om det uppköpande bolaget saknar erfarenhet av förvärv kan det leda till att för mycket tid läggs på processen både före, under och efter förvärvet vilket kan störa det uppköpande bolagets kärnverksamhet.

4.5 Mannheimer Swartling Advokatbyrå, Stockholm (MSA)

Mannheimer Swartling är den ledande affärsjuridiska advokatbyrån i Norden. MSA har totalt 12 kontor runt om i världen, varav fyra i Sverige. Byrån har cirka 650 medarbetare varav cirka 420 är jurister specialiserade inom olika affärsjuridiska områden. Byråns jurister är dessutom fokuserade på olika branscher inom respektive specialisationsområde. Ett av MSA:s verksamhetsområden är företagsöverlåtelser och transaktioner. Detta är en central del av byråns verksamhet och MSA har cirka 150 jurister specialiserade på transaktioner som bland annat deltar i genomförande av legal due diligence.⁸⁸

Här har vi intervjuat Åke Kjellson som ansvarar för M&A⁸⁹ gruppen på Mannheimer Swartlings Stockholmskontor. Han har omfattande erfarenhet av att strukturera, förhandla och genomföra inhemska och internationella transaktioner. Åke Kjellson har arbetat som rådgivare för många inhemska och utländska parter i ett brett spektrum av förvärv, avyttranden och *joint ventures*⁹⁰. Han företräder löpande private equity-bolag och börsnoterade bolag vid svenska företagsöverlåtelser och förvärv.

4.5.1 Motiv

Syftet med en due diligence är alltid att utvärdera målföretaget för att fastställa dess värde och identifiera eventuella problem och åtaganden som kan finnas. Trots förfarandets brister verkar det som att due diligence är den bästa metoden för att säkerställa köparens intresse. Innan legal due diligence blev vanligt, försökte köparen skydda sig genom avtal där säljaren avkrävdes en rad olika garantier. Eftersom någon ordentlig undersökning inte gjordes innebar detta att varken säljaren eller köparen visste om det som stod i avtalet stämde. Möjliga problem hanterades därför i efterhand.

⁸⁸ www.msa.se

⁸⁹ Syftar till sammanslagningar och uppköp av företag

⁹⁰ Samriskföretag

Att en due diligence-process alltid blir grundligt genomförd vore ett önskescenario. Noggrannheten skiljer sig dock från fall till fall. Anledningen till att viktiga poster faller bort kan förklaras genom att intressenten inte kommit överens med konsulterna som genomför transaktionen om vilket fokus granskningen ska ha. Kontakten mellan konsulterna och uppdragsgivaren är viktig och förståelsen om varför och vad konsulten ska undersöka är kritisk. Vilken part som påverkar förfarandet mest när det kommer till uppköp av icke lönsamma företag är individuellt och mallen anpassas efter det konkreta fallet. Generellt kan det hävdas att förfarandet blir viktigare för köparen. Vid förvärv av friska bolag är betydelsen av due diligence lika viktig för såväl säljare som köpare.

Dagens finansiella läge kommer resultera i en mängd bolag på obestånd som bankerna kommer att försöka sälja. Frågan är hur de ska lyckas med detta. Dagens bolagsköpare är mer nogräknade och vill ha tillgång till mer information i obeståndssituationer än om företaget varit friskt. Sannolikt kommer de flesta bolag inte kunna bli sålda då tiden för att göra en grundlig utvärdering av företagen inte kommer räcka till. En due diligence är särskilt viktigt vid förvärv av olönsamma bolag. Intressenten bör inte köpa företag i ekonomiska svårigheter utan en genomförd granskning eftersom risken är för stor. Det låga priset köparen betalar för bolag i ekonomiska svårigheter kompenserar de ökade riskerna av att ta över oanade problem men kanske inte fullt ut. En dålig due diligence kan innebära ett risktagande som inte kompenseras av priset. En due diligence bör helt enkelt vara avgörande för att förvärv av krisdrabbade företag ska gå igenom.

4.5.2 Genomförande

Hur utdragen en due diligence blir beror helt och hållet på vilken typ av due diligence som görs. Det finns i huvudsak fyra olika huvudområden; legal, finansiell, miljö och business due diligence. Tillsammans utgör de en total due diligence. Det är den finansiella due diligence som tar längst tid och i bästa fall kan den ta cirka två månader. Tiden beror dock även på situationen, branschen och bolagets storlek. För två år sedan var det finansiella läget annorlunda och det var då en annan konkurrenssituation. Det fanns många intressenter på marknaden som ville expandera, vilket bidrog till att det var säljaren som dikterade villkoren. Med dagslägets rådande ekonomiska klimat är det köparen som bestämmer villkoren. Därmed kommer förvärvsförfarandet ta den tid som köparen behöver för att hinna granska bolaget tillräckligt. Säljarens kapacitet till att lämna ut information kan dessutom också påverka hur lång tid det tar. Om det föreligger tidsbrist kan det ibland innebära att en due diligence blir illa genomförd.

Köparens undersökningsplikt och säljarens upplysningsplikt tas hand om i avtalet mellan intressenten och förvärvsobjektet. Allmänt bör säljaren upplysa köparen om alla problem som säljaren är medveten om, men det är köparens skyldighet att utvärdera dessa. I dagens finansiella situation vill köparen ofta undersöka mer än vad de är skyldiga att göra. Internationellt sett är Sverige ett land där företag gärna undviker tvister och inte vill framstå som svårhanterliga. För att köprättsliga problem inte ska uppstå är därför öppenheten och insynen stor vid företagsförvärv i Sverige. I länder som Tyskland och USA är det däremot mer regel än undantag att bråka efter det att transaktionen är genomförd. I Sverige är det i huvudsak private

equity-bolag som genomför företagsförvärv och om de bråkat i en tidigare förvärvssituation vill ingen göra affärer med dem i framtiden.

4.5.3 Problem

Det är svårt att precisera vilka problem eller misslyckanden som uppstår i samband med företagsförvärv då det inte är en så vanlig företeelse. En anledning till ett misslyckande kan vara att utfallet inte stämmer överens med förväntningarna, eftersom omständigheterna förändrats sedan förvärvsprocessen påbörjades. Dessutom kan verksamheten ha varit beroende av ledningen i stor utsträckning och det kan efter förvärvet visat sig svårt att behålla nyckelpersoner inom organisationen. Problem eller misslyckande beror oftast inte på en illa genomförd due diligence utan handlar till största del om i efterhand tillkomna faktorer.

Om bolaget inte är lönsamt kan köparen utgå ifrån att bolaget har haft lönsamhetsproblem en längre tid. Företaget har inte haft fokus på att förebygga framtida eventuella problem, ofta på grund av att nödvändiga åtgärder varit kostsamma. Sådana framtida problem kan till exempel handla om miljöfrågor, personalskydd eller bristande patentskydd.

Utöver att due diligence-processen är tidskrävande och kostsam, kan det finnas andra nackdelar. Det brukar sägas att jurister är dåliga affärsmän eftersom de bara ser risker. De fokuserar allt för mycket på problem och tenderar att överdriva dessa. Affärsmän ser mer möjligheter och är optimistiska till eventuella lösningar. Därför kan det förekomma att vissa uppköpsförhandlingar blir hämmade av en allt för grundlig granskning. Att i för stor utsträckning inrikta sig på problem kan leda till att fokus försvinner från finandet av en lösning eller en alternativ väg. En annan risk med due diligence kan vara att bankerna använder sig av due diligence-rapporten vilket kan leda till att de stoppar lån och finansiellt stöd. Detta innebär att förhandlingen blir lidande.

5. Analys

I detta avsnitt kommer vi att analysera vårt empiriska material med hjälp av valda teorier. Detta kommer sedan ligga till grund för att besvara våra problemformuleringar och därmed utgöra undersökningens slutsats. Vi har valt att strukturera analysen efter empirin och kommer således behandla motiv, genomförande och problem som underrubriker till områdena företagsrekonstruktion, due diligence och förvärv av rekonstruktionsobjekt.

5.1 Företagsrekonstruktion

5.1.1 Motiv

Som lagen antyder är syftet med företagsrekonstruktioner att underlätta för bolag i ekonomiska svårigheter att överleva. Thomas Olrog⁹¹ menar att även då verksamheten betraktas som värdelös, kan det finnas värden kvar i företaget i form av reella tillgångar och en bra affärsidé. Man genomför då en rekonstruktion i ett försök att bevara detta värde. Trots detta är företagsrekonstruktioner fortfarande en relativt ovanlig företeelse. Enligt Thomas Olrog går endast cirka två procent av krisdrabbade företag vidare och genomför en rekonstruktion. Hur många av dessa som går vidare till uppköp är oklart då det inte förs något register över denna företeelse. Enligt både Ola Sellert⁹² och Thomas Olrog är ett ägarskifte den huvudsakliga avsikten med en rekonstruktion då tidigare ägare och ledning misskött sin uppgift.

5.1.2 Genomförande

Enligt Thomas Olrog och Ola Sellert finns det inget självklart förfarande för hur en företagsrekonstruktion ska gå till. De lagar som reglerar företeelsen berör den formalia som en rekonstruktion ska innefatta, till exempel att en rekonstruktör ska utses av tingsrätten och att gäldenären är skyddad mot ansökning om utmätning eller konkurs från enskilda fordringsägare. Thomas Olrog menar att det är rekonstruktörens uppgift att identifiera de problemområden som finns och bedöma huruvida denne ska göra en rekonstruktion i sak eller en finansiell rekonstruktion.

Tiden det tar att genomföra en rekonstruktion varierar beroende på bolagets storlek, bransch, struktur och komplexitet. Lagen föreskriver att rekonstruktionen inte ska överskrida tre månader. Samtidigt kan denna tidsfrist förlängas med tre månader i taget om det föreligger synnerliga skäl. Enligt Thomas Olrog bör man klara av en rekonstruktion på cirka sex månader om rekonstruktören har någorlunda god insikt och kännedom om det aktuella företaget. Ola Sellert hävdar dock att genomförandet tar cirka nio till tolv månader innan företaget kan stå på egna ben. Tiden är i huvudsak relaterad till det aktuella bolagets förutsättningar att finansiera ackordet. Borgenärer måste komma överens om hur de ska ersättas och rekonstruktionsobjekten måste få in likvida medel för att tillgodose denna betalning. Detta sker oftast genom att en ny ägare kommer in. Ola Sellert menar att rekonstruktionen ibland kan bli onödigt utdragen då den innefattar tidskrävande formalia. Tingsrätten måste utse en rekonstruktör vilket kan ta lång tid och själva

⁹¹ Carler Advokatbyrå

⁹² Ackordscentralen

rekonstruktionsförfarandet kan inte påbörjas innan dess. Thomas Olrog anser att utdragna processer tär på bolagets verksamhet och dess anseende.

5.1.3 Problem

Den främsta orsaken till varför en rekonstruktion misslyckas är enligt Thomas Olrog och Ola Sellert, att finansieringen inte löser sig. Om en majoritet av borgenärerna inte kommer överens om ackordet eller om finansieringen till ackordet uteblir, försätts bolaget i konkurs. Ett annat problem är likviditeten i bolaget. Även innan ackordet godkänts och ny finansiering är funnen, måste bolaget ha tillräckligt med likvida medel för att betala skatt och löner. Enligt lagen får rekonstruktionsobjekten generellt en månads lönegaranti från det att rekonstruktionen påbörjas. Därefter måste företaget själv ha tillräcklig likviditet för framtida utbetalningar. Ola Sellert pekar även på att rekonstruktionsobjektets kreditrestriktioner bli ett stort problem under rekonstruktionstiden. Företaget måste betala alla nya leverantörsskulder kontant vilket försämrar likviditeten avsevärt. Även efter det att rekonstruktionen är genomförd har företaget ofta svårigheter med likviditeten då många fordringsägare kräver fortsatt kontant betalning.

Enligt Ola Sellert och Olof Hermelin⁹³ är ett annat stort problem med rekonstruktioner den dåliga insikten hos befintliga ägare om verksamhetens sundhet. Vanligt förekommande är att krisdrabbade företaget ansöker om rekonstruktion när konkursen blivit ett faktum. Då finns redan så pass grava problem med företaget att själva rekonstruktionsförfarandet försvåras avsevärt och möjligheterna till att få företaget på fötter igen minskas.

5.1.4 Summering

Det finns flera förklaringar till varför antalet genomförda företagsrekonstruktioner fortfarande 13 år efter införandet av lagen är relativt lågt. Tidspressen, likviditeten, ägarnas övertro på verksamheten och svårigheter att hitta nya ägare är alla faktorer som bidrar till detta.

5.2 Due diligence vid företagsrekonstruktioner

5.2.1 Motiv

Samtliga respondenter är samstämmiga om att syftet med en due diligence i samband med förvärv av ett rekonstruktionsobjekt är detsamma som vid traditionella förvärv. Den huvudsakliga avsikten med en due diligence är att granska bolaget för att fastställa dess värde och undvika oönskade framtida överraskningar.⁹⁴ Köparen måste veta vad denne betalar för. Åke Kjellson⁹⁵, Olof Hermelin och Ola Sellert tycker att en due diligence vid förvärv av rekonstruktionsobjekt blir ännu viktigare än vid förvärv av friska bolag. Ola Sellert menar därtill att det alltid finns en anledning till varför ett bolag hamnat i en situation då rekonstruktion antas vara sista utvägen och att de problem och fallgropar som orsakat detta måste identifieras. Enligt Olof Hermelin tenderar olönsamma företag att försöka framstå som bättre för att lättare få tillgång till

⁹³ Svenskt Rekonstruktionskapital

⁹⁴ Sevenius, Robert (2003)

⁹⁵ Mannheimer Swartling Advokatbyrå

finansiering. Företaget har kanske inte gjort de nedskrivningar av varulager och kundfordringar som anses vara erforderliga och därför blir betydelsen av att identifiera dessa mycket viktig. Åke Kjellson menar att om ett företag är olönsamt har det säkerligen haft problem en längre tid. Då har investeringar i förebyggande syfte inte varit prioriterade. Exempelvis kan bolaget ha bortsett från centrala miljöfrågor och personalskydd.

5.2.2 Genomförande

Till skillnad från den checklista som återfinns i den teoretiska referensramen finns det ingen självklar modell för hur en due diligence ska genomföras.⁹⁶ Samtliga respondenter pekar på att en due diligence anpassas efter situationen och efter vad som efterfrågas från uppdragsgivaren. Åke Kjellson, Patrik Sandin⁹⁷ och Håkan Olsson⁹⁸ pekar alla tre på att det finns skillnader i hur betydelsefulla de olika delarna av en due diligence är. Respondenterna klargör att den finansiella och legala due diligencen är av störst betydelse för ett lyckat företagsförvärv och alltid bör genomföras. Håkan Olsson och Patrik Sandin menar att eftersom due diligence-förfarandet är så pass situationsanpassat, behöver man inte göra vissa delar såvida det inte föreligger synnerliga skäl för detta. Om målföretagets verksamhet saknar miljöpåverkan minskar uppenbarligen behovet av en miljö due diligence.

Olof Hermelin anser att man använder samma verktyg för att utvärdera ett krisdrabbat företag som ett friskt. Verktøget används dock på ett annat sätt. Enligt Thomas Olrog, Olof Hermelin, Patrik Sandin och Håkan Olsson läggs mer fokus på substansen i balansräkningen och att granska bolagets reella tillgångar. Patrik Sandin och Håkan Olsson menar att köparen spenderar mindre tid åt att granska bolagets historia och att mer tid läggs på att utvärdera framtida möjligheter att generera vinst. Även bolagets likviditetsbudget granskas noga så att företaget klarar de kortsiktiga betalningsförpliktelserna.

Förutsättningarna att utvärdera ett rekonstruktionsobjekt skiljer sig från vanliga bolag. Enligt Olof Hermelin gör den ofrånkomliga tidspressen att besiktningen blir mindre utförlig, varför fokus läggs mer på ovanstående nämnda aspekter. Patrik Sandin och Håkan Olsson är samstämmiga med Olof Hermelin som också nämner att man kanske tittar mindre på vissa delar som miljö- och skattemässig due diligence. Enligt Åke Kjellson, Patrik Sandin och Håkan Olsson finns det vid traditionella due diligence-förfaranden normalt inga restriktioner för hur lång processen ska vara. Vanligtvis genomförs en komplett due diligence på cirka två månader om det inte föreligger någon större komplexitet hos undersökningsobjektet. Tar genomförandet för lång tid kan mycket ha förändrats både externt och internt för bolaget och då saknar den ursprungliga rapporten den substans som anses nödvändig.

Thomas Olrog och Ola Sellert menar att det finns vissa situationer då rekonstruktionen faktiskt kan underlätta för due diligence-processen. Enligt Thomas Olrog befinner sig rekonstruktionsobjekt ofta i en sådan situation där gäldenären är desperat för att hitta en ny ägare. Detta innebär i sig att öppenheten och insynen ökar i företaget och att det blir lättare för möjliga intressenter att utvärdera bolaget. Dessutom tycker Ola Sellert att det skyddsnät

⁹⁶ Johansson, Sven-Erik & Hult, Magnus (2002)

⁹⁷ Ernst & Young

⁹⁸ Ibid.

rekonstruktionsobjektet har under rekonstruktionen bidrar till stabilitet och en bra utgångspunkt för en due diligence. Företaget har då fryst sina skulder och det får inte heller uppta nya krediter hos leverantörer eller långsiktiga åtaganden med andra parter. Intressenten får också en fördel, enligt Thomas Olrog, i att förvärva ett bolag rensat på det sätt som rekonstruktionsberättelsen indikerar.

5.2.3 Problem

Samtliga respondenter anser, som även indikerats i vår teoretiska referensram, att en due diligence är en kostsam och tidskrävande process men att den är betydande för att affären ska gå igenom. Som vi diskuterat i föregående avsnitt är tidsbristen det största problemet med att göra en due diligence på ett rekonstruktionsobjekt. Alla respondenter är överens om att genomförandet blir mindre grundligt och att man kan missa sidor hos målföretaget som kan visa sig skada det uppköpande företags verksamhet. Patrik Sandin och Håkan Olsson menar att följderna av en dåligt genomförd due diligence kan medföra dissynergier eller en illa implementerad integration av de två bolagen. De anser också att bristande kompetens hos dem som genomför en due diligence kan leda till att för mycket tid läggs på processen, vilket kan tära på det uppköpande företags kärnverksamhet.

Enligt Thomas Olrog, Ola Sellert och Olof Hermelin är en följd av den rådande tidspresen att uppköparen i allt för stor utsträckning förlitar sig på rekonstruktionsrapporten framtagen av rekonstruktören. Rekonstruktören har som uppgift att granska bolaget och komma fram till en plan för överlevnad. Olof Hermelin menar då att en mindre utförlig finansiell due diligence redan genomförs vilket minskar behovet av att göra en egen due diligence om det föreligger tidsbrist. Uppköparen måste däremot fortfarande göra en legal due diligence eftersom rekonstruktören inte har som uppgift att gå igenom alla avtal rekonstruktionsobjektet ingått. Thomas Olrog understryker dock att rekonstruktören arbetar i det krisdrabbade företags intresse och har därmed inga förpliktelser gentemot en eventuell köpare. Rekonstruktörens uppgift är endast att få fram så mycket pengar som möjligt till borgenärer och fordringsägare. Vidare anser Thomas Olrog att rekonstruktören ibland är överoptimistisk beträffande företags budget, intäkter och uthållighet under rekonstruktionstiden. Detta innebär i sin tur att rekonstruktionsrapporten kan bli bristfällig att använda som en finansiell due diligence. Om rekonstruktören inte utvärderat bolaget tillräckligt och försäkrat sig om att alla förutsättningar för en lyckad rekonstruktion finns, kan förfarandet fortgå även i situationer då det vore bättre med en likvidation. Detta kan återkopplas till *third party motives*⁹⁹ som skäl till att förvärva bolag. Rekonstruktören har ett incitament till att framställa rekonstruktionsrapporten så positivt som möjligt då chanserna för att bolaget köps upp ökar. Detta höjer indirekt chanserna för att rekonstruktionen ska fortgå och att rekonstruktören får arbeta vidare.

5.2.4 Summering

Det råder samstämmighet om att ett förvärv av ett rekonstruktionsobjekt bör föregås av en minst lika omfattande due diligence som vid förvärv av lönsamma företag. Tidsbristen medför dock att due diligence-förfarandet blir mindre grundligt

⁹⁹ Arnold, Glen (2002)

utfört och att vissa delar utelämnas. Det finns även situationer där köparen förlitar sig på rekonstruktörens rapport vilket innebär att vissa aspekter inte framgår.

5.3 Förvärv av rekonstruktionsobjekt

5.3.1 Motiv

Orsakerna till varför man går in som ägare i ett rekonstruktionsobjekt skiljer sig inte från förvärv av lönsamma bolag. Det finns dock vissa motiv som väger tyngre än andra. Samtliga respondenter anser att det främsta motivet till att förvärva ett rekonstruktionsobjekt kan härledas till *bargain buying motives*.¹⁰⁰ Genom att förvärva bolag i ekonomiska svårigheter, betalar den uppköpande parten ett avsevärt lägre pris och kompenseras därmed för sitt ökade risktagande. Ola Sellert menar att företagsförvärv av rekonstruktionsobjekt i huvudsak har industriella motiv bakom sig snarare än just finansiella. Det uppköpande företaget är ofta insatt i den specifika branschen och ser ett värde i en fortsatt fungerande verksamhet. Inte sällan är det en leverantör eller distributör som ser en möjlighet att realisera de förväntade synergier och därför förvärvar krisdrabbade företag. Därmed minskar den uppköpande parten sina risker. Detta ligger i linje med vad Olof Hermelin, Patrik Sandin och Håkan Olsson nämnt om vikten av god branschkunskap och förståelse för målföretagets verksamhet vid företagsförvärv.

5.3.2 Genomförande

Thomas Olrog, Olof Hermelin och Ola Sellert anser det vara vanligast att det uppköpande företaget går in i rekonstruktionsobjektet när rekonstruktionen är paketerad. Först när borgenärer accepterat ackordet och bolaget kommer att rensas enligt rekonstruktionsberättelsen kan köparen börja spekulera i om rekonstruktionen kommer att lyckas. Det är i detta skede som köparen kan förvärva det krisdrabbade bolaget till ett fördelaktigt pris samtidigt som denne kan försäkra sig om att rekonstruktionen kommer att fortgå. Enligt Thomas Olrog och Olof Hermelin utgörs den huvudsakliga betalningen av att köparen går in och garanterar ackordet till bolagets borgenärer. Detta sker då oftast genom en riktad nyemission till köparen från rekonstruktionsobjektet. Bolagets aktier är i princip värdelösa och de befintliga ägarna måste acceptera ackordlikviden som betalning för ägarandelen då alternativet är konkurs. Om bolaget är högt skuldsatt kan detta fortfarande innebära ett högt pris för rekonstruktionsobjektet med tanke på den obefintliga lönsamheten och eventuellt tvivelaktiga tillgångar. Olof Hermelin pekar också på att man som ny ägare måste se till att likviditeten hålls på en viss nivå i bolaget, något som även kan betraktas som betalning.

På grund av de speciella omständigheter vi förvärv av rekonstruktionsobjekt skiljer sig förvärvsprocessen från traditionella uppköp.¹⁰¹ Den påtagliga tidsbristen och andra omständigheter innebär att vissa steg av den förvärvsprocess som presenteras i vår teoretiska referensram ser annorlunda ut:

1. *Söka & välja*: Olof Hermelin hävdar att man på grund av ärendets känsliga natur, inte kan söka och utvärdera bolag i enlighet med vanliga uppköp. Detta

¹⁰⁰ Arnold, Glen (2002)

¹⁰¹ Isaksson, Anders et al., (2002)

beror på befintliga ägares ovilja att acceptera sin verksamhet som värdelös. Det krisdrabbade företagets befintliga ägare tar den första kontakten med bolag som SRK då rekonstruktion blivit deras sista utväg och alternativet är konkurs. Detta medför ytterligare problem för SRK, enligt Olof Hermelin, då tiden för att utvärdera bolaget minskar drastiskt.

2. *Fundamental analys & värdering*: Olof Hermelin menar att då verksamheten är värdelös genomförs ingen värdering enligt *avkastningsvärdemetoden*.¹⁰² Krisdrabbade företag har sällan någon historisk rapportering av kvalitet som kan ligga till grund och återspegla företagets egentliga värde.
3. *Due diligence*: Tidsbristen innebär, enligt samtliga respondenter, att genomförandet blir mindre grundligt. Fokus riktas mot företagets framtida förmåga att generera vinst och dess reella tillgångar. Det förekommer även att den uppköpande parten i stor utsträckning förlitar sig på rekonstruktionsrapporten istället för att göra en egen due diligence.
4. *Bud & förhandling*: Enligt Thomas Olrog, Åke Kjellström och Ola Sellert finns det oftast endast en intressent varpå det inte förekommer någon budgivning och befintliga ägare får helt enkelt acceptera ackordlikviden som ersättning.

5.3.3 Problem

Det största problemet med att förvärva företag under rekonstruktion, är den föreliggande tidsbristen. Enligt Olof Hermelin och Ola Sellert ansöker ägarna om rekonstruktion och extern finansiering alldeles för sent vilket ökar riskerna. Håkan Olsson och Patrik Sandin menar att en vanlig orsak till misslyckade förvärv är att det uppköpande bolaget saknar erfarenhet av förvärv eller av branschen. Föreligger det dessutom tidsbrist medför detta att utvärderingen blir knapphändig. Då riskerar dessutom transaktionen förstöra värde hos förvärvaren i form av dissynergier. Enligt Åke Kjellson innebär en dåligt genomförd due diligence även att köparen kan tvingas att indirekt betala ett högre pris än vad som från början var tänkt. Detta på grund av att köparen i efterhand funnit fel i form av miljöproblem, bristande patentskydd eller ett underskattat likviditetsbehov. För att kompensera det ökade risktagandet utöver det låga priset bör uppköparen, enligt Olof Hermelin, ha god insikt i branschen som målföretaget befinner sig i. SRK anlitar ofta externa konsulter med erfarenhet inom specifika branscher inför dessa förvärv för att få ytterligare en utvärdering om företagets möjligheter och för att vinna tid. Olof Hermelin menar att köparen dessutom inte bör gå in i företag där förändringstakten är hög. Det antas vara för riskfyllt att förvärva krisdrabbade IT- och bioteknik företag där konkurrens och marknad förändras fort. Istället satsar SRK på traditionell tung industri. Åke Kjellson anser dock att man inte bör fortskrida med ett företagsförvärv om köparen inte utvärderat företaget tillräckligt då riskerna är för höga.

5.3.4 Summering

Förvärvsprocessen vid uppköp av rekonstruktionsobjekt ser annorlunda ut på grund av tidsbristen och de speciella omständigheterna. Vissa delar blir mindre viktiga och bortses därmed ifrån. De största riskerna med att förvärva

¹⁰² Johansson, Sven-Erik & Hult, Magnus (2002)

rekonstruktionsobjekt ligger i att köparen, genom en bristfällig due diligence, tar över dolda åkommor såsom miljöfrågor och bristande patentskydd som kan skada dess verksamhet. Trots eventuella vidtagna åtgärder och det låga priset är det inte säkert att dessa kompenserar för riskerna som en dåligt utförd due diligence medför.

6. Slutsats & diskussion

I det avslutande kapitlet presenteras de slutsatser vi har gjort grundat på vår analys med efterföljande förslag till framtida studier. Vi har valt att strukturera vår slutsats efter våra huvudsakliga problemformuleringar.

6.1 Slutsats

- Hur skiljer sig genomförandet av due diligence i förvärvsprocessen av ett företag som genomgår en rekonstruktion från vanliga företagsförvärv?

De slutsatser vi kan dra utifrån denna undersökning är att syftet med en due diligence vid förvärv av rekonstruktionsobjekt inte skiljer sig från traditionella företagsförvärv. Genomförandet är, precis som rekonstruktionsförfarandet, anpassad efter situationen och beror bland annat på vilken storlek och komplexitet undersökningsobjektet har samt vilken bransch detta befinner sig i. Utvärdering borde dock vara mer utförlig vid förvärv av rekonstruktionsobjekt då riskerna är större. Trots att en due diligence skraddarsys efter undersökningsobjektet och köparens önskemål, gör den rådande tidsbristen att vissa delar av processen blir lidande. Den legala och finansiella due diligencen genomförs emellertid alltid i något avseende och betraktas som absolut viktigast och avgörande för att affären ska gå igenom.

Den finansiella due diligencen skiljer sig dock från vanliga fall då köparen fokuserar mer på undersökningsobjektets substans i balansräkningen och reella tillgångar. Man fokuserar även som köpare mycket på den underliggande driften och målföretagets möjligheter till att generera vinst. Det finns situationer då man förlitar sig på rekonstruktionsrapporten som en enklare form av finansiell due diligence för att spara tid och pengar. Denna tillit till rekonstruktören utgör ett stort problem då due diligencen kan bli bristfällig.

Vi har även kommit fram till att due diligence-processen inte endast behöver försvåras av att undersökningsobjektet genomgår en rekonstruktion. Säljarens bekymmersamma situation kan öka insynen och öppenheten vilket i så fall underlättar processen. Det relativt stabila läge undersökningsobjektet befinner sig i med sina frysta skulder och förhinder till nya åtaganden, utgör också i sig en bra grund för en due diligence. Men slutsatsen är ändå att due diligencen ofta inte kan genomföras i den omfattningen som vore önskvärd.

- Vilka risker finns det i att förvärva ett rekonstruktionsobjekt där man inte haft tid att göra en grundlig besiktning av målföretaget och hur hanteras dessa risker?

Det finns alltid en risk med företagsförvärv att det uppköpande företaget tar över aspekter hos målföretaget som inte bara medför kostnader utan som även kan vara direkt skadligt för köparens befintliga verksamhet. Det kan röra sig om miljöproblem, strukturella problem och brister i verksamheten som förvärvaren inte räknat med. Att förvärva ett bolag där köparen inte genomfört en grundlig due diligence ökar dessa risker, särskilt vid förvärv av rekonstruktionsobjekt. Det finns alltid en anledning till varför ett bolag hamnat i en situation där rekonstruktion

anses vara sista utvägen och denna behöver inte alltid röra bristen på likvida medel. Det finns också uppenbara risker med att köparen i för stor utsträckning förlitar sig på rekonstruktörens rapport. Rekonstruktören har inte några förpliktelser gentemot en eventuell köpare och kommer därför inte lyfta fram alla negativa aspekter med rekonstruktionsobjektet.

Vi kan även konstatera att rekonstruktörens optimism kan vara en risk för köparen. Om rekonstruktören överskattat rekonstruktionsobjektet uthållighet och likviditetsbehov kan själva rekonstruktionen misslyckas. Om köparen då förlitar sig på rekonstruktionsrapporten när beslut om uppköp ska fattas finns risken att denne i slutänden betalar ett betydligt högre pris än vad som är ekonomiskt försvarbart för rekonstruktionsobjektet. Rekonstruktionsrapporten må vara tillförlitlig, men enligt oss bör den inte utgöra det främsta underlaget för en due diligence.

För att motverka dessa risker bör det uppköpande företaget ha god insikt i den bransch som målföretaget befinner sig i. Ofta finns industriella motiv till köp av rekonstruktionsobjekt där köparen har en bättre möjlighet att realisera de synergier som tros uppstå. Riskerna med att förvärva ett rekonstruktionsobjekt minskar dessutom om företaget och branschen har en låg förändringstakt.

- Hur värderas ett företag som genomgår rekonstruktion och hur skiljer sig betalningen vid uppköp av ett sådant från traditionella företagsförvärv?

Värderingen av ett rekonstruktionsobjekt skiljer sig från vanliga företag, vare sig det vanliga företaget är lönsamt eller ej. Rekonstruktionsobjektet betraktas vara värdelöst och den köpeskilling som utgör betalningen består av den ackordlikvid det köpande bolaget garanterar. Situationen skulle kunna vara en annan om konkurrensläget för uppköp av rekonstruktionsobjekt vore annorlunda. Ofta finns det emellertid endast en intressent och med tanke på den situation som rekonstruktionsobjektet befinner sig i förekommer det i allmänhet inte någon budgivning där priset höjs.

Det föregående skulle normalt innebära att köparen kan pressa ner priset men vid förvärv av rekonstruktionsobjekt måste minst ackordet täckas. Huruvida detta är ett bra pris är svårt att bedöma. Även 25 % av målbolagets skulder kan utgöra ett avsevärt belopp om skulderna är stora och värdet på bolagets tillgångar är osäkra.

6.2 Avslutande reflektioner

Något som vi utgått ifrån är att köparen av ett rekonstruktionsbolag betalar ett lågt pris. Med ovanstående resonemang kan det låga priset ifrågasättas. Vad är egentligen ett lågt pris och i förhållande till vad? Är det kopplat till den förväntade avkastningen om rekonstruktionen lyckas eller som kompensation för ökat risktagande? Om bolaget befinner sig i en situation där rekonstruktion antas vara sista utvägen och där lönsamheten är noll, kanske 25 % av bolagets skulder är mycket mer än vad man skulle behöva betala om köparen värderat bolag på något annat sätt. Blir detta då en ekonomiskt försvarbar investering?

Skulle situationen ha varit annorlunda om lagen om företagsrekonstruktion sett ut på ett annat sätt? Om tidsfristen vore ett halvår direkt, istället för att förlängas med tre månader i taget, kanske fler företag skulle våga köpa upp rekonstruktionsobjekt.

Längre tidsram bidrar automatiskt till att bättre granskningsmöjligheter och minskar även andra problem. Fler företag skulle dessutom kanske söka sig mot en rekonstruktion om lagens formalia varit enklare och mindre tidskrävande. Dessutom hade kanske fler företag också lyckats genomföra rekonstruktionen.

6.3 Förslag till framtida forskning

Under arbetets gång har vi observerat flera infallsvinklar som skulle vara intressanta för fortsatt studie och fördjupning.

Eftersom vår studie varit generell och inte anpassad till vare sig bransch eller specifika bolag, finner vi det intressant att vid en senare studie jämföra olika bolag som genomgått rekonstruktion. Att jämföra lyckade förvärv av rekonstruktionsobjekt med misslyckade fall inom samma bransch, skulle bidra med mer specifik kunskap inom ämnet. Detta för att på så sätt kunna identifiera mer konkreta problem som kan uppstå. I framtiden när Saabs situation är mer stabil skulle en studie av företagets rekonstruktionsförfarande och förvärv vara intressant. Detta eftersom att Saabs rekonstruktion är en av Sveriges största och mest uppmärksammade rekonstruktion genom tiderna.

Dessutom hade det varit värdefullt med en observation av ett företag som genomgår en rekonstruktion och där iaktta due diligence-processen, från start till slut.

Förutom de nämnda förslagen skulle det vara lärorikt att studera ämnet ur ett kvantitativt perspektiv. Det vill säga att utifrån statistik dra slutsatser om hur due diligence-processen påverkar förvärv av rekonstruktionsobjekt. Hitintills har vi inte funnit några register som sammanställer hur många rekonstruktioner som leder till förvärv. Detta gap ger möjlighet till vidare forskning.

7. Källförteckning

Publicerade källor

Arnold, Glen (2002, andra upplagan) *Corporate financial management*, Prentice Hall.

Barney, Jay B & Clark, Delwyn N (2007) *Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press.

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2007, tredje upplagan) *Corporate Finance*, Pearson Addison Wesley.

Bing, Gordon (1996) *Due diligence – Techniques and Analysis – Critical Questions for Business Decisions*, Greenwood Publishing Group.

Brencher, Stephen M, Breslow, Stephanie, Harris, Adam C, Horgan, James & Martini, Deirdre A (2007) *The Journal of Private Equity, "Alternative" Investment Managers and Bankruptcy, Volym 10, Nummer 2*.

Bryman, Alan & Bell, Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber ekonomi.

Cartwright, Sue & Cooper, Cary L (1996) *Managing mergers, acquisitions & strategic alliances: Integrating people and cultures*, Butterworth-Heinemann.

Green, Richard II & Carroll, James J (2001) *Investigating entrepreneurial opportunities, Volym 21, Nummer 4, Sida: 263-264*.

Gaughan, Patrick A (1997, fjärde utgåvan) *Mergers, Acquisition and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, Inc.

Habeck, Max, Kroger, Fritz & Tram, Michael (1999) *After the Merger: Seven Strategies for Successful Post-Merger Integration*, Financial Times/Prentice Hal.

Isaksson, Anders, Martikainen, Teppo & Nilsson, Henrik (2002) *Företagsvärdering med fundamental analys*, Lund: Industrilitteratur.

Jacobsen, Dag Ingvar (2002) *Vad, hur och varför?* Lund: Studentlitteratur.

Johansson, Sven-Erik och Hult, Magnus (2002) *Köpa och sälja företag*, Lund: Industrilitteratur.

Kylén, Jan-Axel (2004) *Att få svar: intervju, enkät, observation*, Bonnier utbildning, cop.

Lajoux, Reed, Alexandra & Elson, Charles (2000) *The art of M&A due diligence: navigating critical steps & uncovering crucial data*, McGraw-Hill, cop.

Perry, Jeffery S & Herd, Thomas J (2004) *Reducing M&A risk through improved due diligence*, Volyme 32, Nummer 2, Sida: 12-19.

Persson, Annina H & Tuula, Marie (2000) *Är lagen om företagsrekonstruktion en papperstiger?* Stockholm: A. H, Persson.

Sellert, Ola & Folkesson, Enar (2005) *Företagsrekonstruktion*, Ackordscentralen AB.

Sevenius, Robert (2003, första upplagan) *Företagsförvärv - en introduktion*, Lund: Studentlitteratur.

Sköld, Martin (2007) *Synergirealisering*, Stockholm: Doktorsavhandling.

Sveriges rikets lag (2006) *Lag (1996:764) om företagsrekonstruktion, kapitel 1,2 & 4.*

Elektroniska källor

Ackordscentralen ~2009.05.26~
<http://www.ackordscentralen.se>

Carler Advokatbyrå ~2009.05.22~
<http://www.carler.se>

Dagens Industri ~2009.05.25~
<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3FO%3DRSS%26ArticleId%3D2009%255C04%255C16%255C333294>

E24 ~2009.04.17~
http://www.e24.se/branscher/verkstadsindustri/artikel_1107413.e24:

Ernst & Young ~2009.05.25~

<http://www.ey.com/SE/sv/Services/Advisory>

Hamilton Advokatbyrå ~2009.05.25~

<http://www.hamilton.se/swe/news/Press081223.asp>

Häussling, Löwgren, Mikael, ~2009.05.25~

[http://www.bonnierbusinesspublishing.se/Administration/CompositeAdmCore/adm_in_media/media\(1374,1053\)/6.2_Förutsättningar_för_lyckad_företagsintegration.pdf](http://www.bonnierbusinesspublishing.se/Administration/CompositeAdmCore/adm_in_media/media(1374,1053)/6.2_Förutsättningar_för_lyckad_företagsintegration.pdf)

Insider media ~2007.05.20~

http://www.insidermedia.com/nwest/deals/deals_advice/what_is_/due_diligence/ve ndor_due_diligence/index

Mannheimer Swartling Advokatbyrå ~2009.05.25~

<http://www.msa.se>

Svenskt Rekonstruktionskapital ~2009.05.25~

http://www.rekonstruktionskapital.se/index.php?language=sv&content=business_c oncept

Sydsvenska dagbladet ~2009.04.17~

http://www.svd.se/naringsliv/kronikorer/artikel_2488621.svd

Riksskatteverket ~2009.05.25~

<http://www.skatteverket.se/download/18.18e1b10334ebe8bc8000114107/kap25.pdf>

Muntliga källor

Hermelin, Olof, investment manager, SRK AB, Stockholm. Personlig intervju ~2009.05.08~

Kjellson, Åke, ansvarig för M&A- gruppen, Mannheimer Swartling Advokatbyrå, Stockholm. Personlig intervju ~2009.05.08~

Olrog, Thomas, affärsjurist, Carler Advokatbyrå, Stockholm. Personlig intervju ~2009.05.07~

Olsson, Håkan, senior manager, Ernst & Young, Malmö. Personlig intervju ~2009.05.13~

Sandin, Patrik, partner och revisor, Ernst & Young, Malmö. Personlig intervju
~2009.05.13~

Sellert, Ola, f.d. VD Ackordcentralen, Malmö. Personlig intervju
~2009.05.12~

8. Bilagor

Bilaga 1: Due diligence - En checklista för analys av företaget¹⁰³

Produkter/ Tjänster:

- ✓ Beskrivning av produkterna.
- ✓ Bedömning av varumärken, patent mm.
- ✓ Framtidsbedömning av den marknadsmässiga och tekniska utvecklingen och behovet av produktutveckling.

Marknaden & kunderna:

- ✓ Efterfrågeutveckling för företagets produkter.
- ✓ Konkurrensläge.
- ✓ Kundanalys.
- ✓ Företagets beroende av någon eller några stora kunder; Bedömning av dessa kunders reaktion vid ett företagsuppköp.

Marknadsstrategi & marknadsföring:

- ✓ Analys av försäljningsorganisationen, marknadsplanering, marknadsföringsprogram mm.

Försäljningsstatistik:

- ✓ Information om företagets försäljning under senare år – så långt som möjligt nedbrutet per produktgrupp och produkter.
- ✓ Försäljningsprognos.
- ✓ Både den historiska analysen och framtidsberäkningar bör kompletteras med analys av täckningsbidrag.

Organisation & medarbetare:

- ✓ Information om företagets organisation och bedömning av denna med hänsyn till företagets verksamhetsinriktning, affärsidé, marknad och kunder.
- ✓ Information om personalsituation – antal, sammansättning osv.
- ✓ Möjligheterna att rekrytera personal inom olika områden.
- ✓ Utbildningsbehov och utbildningsnivå;
 - personalomsättning
 - sjukfrånvaro
 - företagets relationer med facket
 - löneläge och lönepolitik.
- ✓ Information om ledningsfunktioner och ledande medarbetare;
 - Arbetsuppgifter
 - Ålder
 - Anställningsår
 - Löner och andra villkor

¹⁰³ Johansson, Sven-Erik & Hult, Magnus (2002)

- Pensionsvillkor
- ✓ Bedömning av medarbetares reaktioner vid företagsköp och riskerna för ”avhopp” och kostnaderna för detta.
- ✓ Bedömning av ”nyckelpersoner”.
- ✓ Information om företagets personalpolitik;
 - Utbildning
 - Hälsovård
 - Fritidsaktiviteter
- ✓ Bedömning av företagskulturen och ”personalandan” och hur den kan påverkas vid företagsköp.

Processerna i verksamheten, lokaler, utrustning & inventarier:

- ✓ Information om hur verksamhetsprocesserna fungerar i företaget, från order till leverans av produkter/tjänster.
- ✓ Kvalitetskrav och kvalitetsarbete.
- ✓ Inköpsorganisation.
- ✓ Viktiga leverantörer och samarbetet med dem.
- ✓ Graden av datorisering och IT-användning.
- ✓ Lokalerna och hur ändamålsenliga de är. Behov av utbyggnad och förändring. Pris och villkor i hyresavtal.
- ✓ Utrustning och inventarier. Sammansättning, kvalitet, behov av underhåll och nyinvesteringar mm.

Information- & ekonomisystem:

- ✓ Hur är företagets ekonomiadministrativa system uppbyggt och hur fungerar det?
- ✓ Vilken datateknisk utrustning används?
- ✓ System och systemleverantör?
- ✓ Personalens IT-mognad och utbildningsnivå.
- ✓ Rapportrutiner och rapporter.
- ✓ Metoder för omvärldsbevakning.
- ✓ Bedömning av det totala informationssystemets kvalitet; behov av förändringar och kostnader härför.

Nätverk av relationer:

- ✓ Information om för företaget viktiga relationer och kontakter såsom kunder, leverantörer, kommunen, bankförbindelser etc. Och en bedömning av hur dessa relationer kan påverkas av företagsköp.

Företagsledningen:

- ✓ Information om företagsledningen och ledningsorganisationen och en bedömning av hur denna påverkas av företagsköp.
- ✓ Ledande medarbetares anställningsavtal såsom löner, bonusavtal, pensionsvillkor mm.

Kapitalfinansiering:

- ✓ Bedömning av företagets kapitalstruktur och finansieringssituation.
- ✓ Hur är balansen mellan eget kapital och skulder?

- ✓ Långfristiga krediter och deras sammansättning?
- ✓ Hur ser likviditetsbehovet ut, på både kort och lång sikt?
- ✓ Kan finansiella medel frigöras genom kapitalrationalisering?
- ✓ Bedömning av företagets finansieringsituation och kapitalbehovet framöver.

Bilaga 2: Intervju Thomas Olrog, Carler Advokatbyrå, Stockholm ~2009.05.07~

1. Även om rekonstruktions- och konkursförfaranden skiljer sig från ett bolag till ett annat, vilka är de gemensamma nämnarna för en rekonstruktion/konkurs? Vilka generella problem finns det?
2. Hur lång tid i genomsnitt tar det att göra en rekonstruktion till dess att bolaget kan stå helt och hållet på egna fötter?
3. Vilka är de vanligaste orsakerna till varför en rekonstruktion misslyckas?
4. Hur vanligt är det på den svenska marknaden att företag som genomför en rekonstruktion/konkurs går vidare och blir uppköpta?
 - Sker uppköpen/överlåtelsen mer frekvent under eller efter rekonstruktionsfasen?
5. Vilka är de vanligaste orsakerna till varför företagsförvärv av bolag under rekonstruktion misslyckas?
6. Hur ändras insynen i företaget under rekonstruktionen? Ur köparens perspektiv?
7. Hur karakteriseras den typiska köparen av ett konkursbo/rekonstruktionsobjekt?
8. Hur skiljer sig due diligence-förfarandet sig åt vare sig förvärvet avser ett rekonstruktionsobjekt eller ett lönsamt företag? Är det vissa delar som blir mindre viktiga?
9. Hur påverka rekonstruktören due diligence-förfarandet?

Bilaga 3: Intervju Olof Hermelin, SRK AB, Stockholm ~2009.05.08~

1. Vad anser ni vara ett misslyckat företagsförvärv?
 - Är det vanligt att företagsuppköp och förvärv misslyckas?
 - Vilka enskilt största identifierbara problem anser ni att det finns med företagsförvärv?
2. Vilka är de vanligaste orsakerna till varför företagsförvärv av bolag under rekonstruktion misslyckas?
3. Vilka är de enskilt största identifierbara riskerna med att förvärva rekonstruktionsobjekt och hur skiljer sig dem från förvärv av lönsamma företag?
4. Hur avgör ni när det är lämpligast att gå in som ägare i ett rekonstruktionsobjekt?
5. Använder ni due diligence som verktyg för att utvärdera bolagen ni förvärvar? Varför/varför inte?
 - Vilka former av due diligence använder ni er av?
 - Anser ni att det är ett bra verktyg?
 - Finns det andra verktyg som ni använder för att hantera den risk som medföljer att förvärva krisdrabbade företag?
6. Skiljer sig due diligence-förfarandet åt vare sig förvärvet avser ett lönsamt företag eller ett rekonstruktionsobjekt?
 - Med hänsyn till tidsbristen?
 - Med hänsyn till insynen i företaget?
 - Med hänsyn till kostnad?
7. Blir en due diligence mer eller mindre viktigt vid ett företagsköp av ett rekonstruktionsobjekt med hänsyn till att man generellt sett betalar en mindre premie för? Är det vissa delar av en due diligence som ni bortser från? Varför/varför inte?

**Bilaga 4: Intervju Åke Kjellson, Mannheimer Swartling
Advokatbyrå, Stockholm ~2009.05.08~**

1. Vad anser du vara ett misslyckat företagsförvärv?
2. Hur lång tid tar det generellt från att ni får uppdraget om att göra en due diligence till själva transaktionen?
3. Om det föreligger tidsbrist och man kanske inte hinner göra en fullständig due diligence, bör man ta sig ann förvärvet?
4. Hur grundlig anser ni att en due diligence ska vara inför ett företagsförvärv? Vilka aspekter är extra viktiga att beakta?
5. Vilken part, säljaren eller köparen, påverkar mest ett due diligence-förfarande?
6. Vilka nackdelar finns med att göra en due diligence?
7. Hur långt sträcker sig säljarens upplysningsplikt och köparens undersökningsplikt?
8. Skiljer sig due diligence-förfarandet åt vare sig förvärvet avser ett lönsamt eller icke lönsamt företag?
9. Finns det situationer då ni anser att en due diligence ej bör genomföras? Varför/varför inte?

Bilaga 5: Intervju Ola Sellert, f.d VD Ackordcentralen, Malmö ~2009.05.12~

1. Även om rekonstruktions- och konkursförfaranden skiljer sig från ett bolag till ett annat, vilka är de gemensamma nämnarna för en rekonstruktion/konkurs? Vilka generella problem finns det?
2. Hur lång tid i genomsnitt tar det att göra en rekonstruktion till dess att bolaget kan stå helt och hållet på egna fötter?
3. Vilka är de vanligaste orsakerna till varför en rekonstruktion misslyckas?
4. Hur vanligt är det på den svenska marknaden att företag som genomför en rekonstruktion/konkurs går vidare och blir uppköpta?
5. Sker uppköpen/överlåtelsen mer frekvent under eller efter rekonstruktionsfasen?
6. Hur värderas rekonstruktionsobjektet?
7. Vilka är de vanligaste orsakerna till varför företagsförvärv av bolag under rekonstruktion misslyckas?
8. Genomför det uppköpande företaget en due diligence på ett sätt som skiljer sig från vanliga företagsförvärv?
9. Med tanke på tidsbristen, vilka är typiska problemen som kan uppstå av att köpa upp ett rekonstruktionsobjekt?
10. Kan man dra några typiska karaktäristiska drag hos köparen av ett rekonstruktionsobjekt?
11. Finns det några delar av due diligence-förfarandet som blir mindre viktiga i förvärvsprocessen av rekonstruktionsobjekt?
12. Hur påverkar rekonstruktören due diligence-förfarandet?

Bilaga 6: Intervju Håkan Olsson & Patrik Sandin, Ernst & Young, Malmö ~2009.05.13~

1. Vad anser ni vara ett misslyckat företagsförvärv?
2. Hur lång tid tar det generellt från uppdraget om att göra en due diligence till själva transaktionen genomförs?
 - Hur viktig anser ni att tidsaspekten är i förhållande till om förvärvet lyckas eller ej?
3. Hur grundlig anser ni att en due diligence ska vara inför ett företagsförvärv? Vilka aspekter är extra viktiga att beakta?
4. Anser ni att en due diligence är avgörande för att affären ska gå igenom?
5. Hur vanligt är det med förvärv av bolag i ekonomiska svårigheter?
6. Hur skiljer sig due diligence-förfarandet åt vare sig förvärvet avser ett lönsamt eller icke lönsamt företag?
7. Finns det situationer då ni anser att en due diligence ej bör genomföras? Varför/varför inte?