



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen
FEKH69
Examensarbete i redovisning på kandidatnivå
VT2017

Effekten av företagets redovisningsmetod, finansiering och kontrolläggande vid uppkomsten av övervärden

- En dokumentstudie av Eniro Group, Stora Enso, Swedbank och Vattenfall

Författare

Ahlgren, Jakob
Nordberg, Ludvig

Handledare

Jönsson, W, Peter

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Effekten av företagens redovisningsmetod, finansiering och kontrolläggande vid uppkomsten av övervärden

Seminariedatum: 2017-06-02

Ämne/kurs: FEKH69, Examensarbete i redovisning på kandidatnivå, 15 HP

Författare: Ahlgren, Jakob & Nordberg Ludvig

Handledare: Peter Jönsson

Fem nyckelord: Goodwill, Övervärde, Redovisningsmetod, Ägarstruktur, Dokumentstudie

Syfte: Att illustrerar den kvantitativa effekten av alternativa redovisningsmetoder och finansieringsformer vid stora rörelseförvärv samt att se till ägarstrukturförändringar

Metod: Studien använder sig utav deskriptiv metod där författarna försöker uppnå studiens syften genom en dokumentstudie där fyra svenskägda storföretag analyseras.

Teoretiska perspektiv: Studiens referensram utgörs av tre olika teorier som behandlar redovisningsmetoder, finansieringsformens effekter och ägarperspektivet. Utöver referensramen finner läsaren ett teoriavsnitt där en överblickande bild ges av Sveriges historia av redovisningsmetod, övervärden och förvärvsmetoder.

Empiri: Empirin utgörs av en granskning av årsredovisningar som tillhör företagen Eniro Group, Stora Enso, Vattenfall och Swedbank, under en åttaårsperiod.

Resultat: Företagens egen vilja och ekonomiska situation styr hur företaget skriver ned goodwill. Ägarstrukturen i de studerade företagen består till stor del av institutionella ägare vilket kan leda till en kortsiktighet hos företagen. Ägarna i Sverige har möjlighet att utöva kontroll över företagen vilket kan göra att företagens bästa åtsidosätts till fördel för aktieägarna. Vidare finner studien att redovisningsmetoden och finansieringsformen påverkar företagets eget kapital och årets resultat. I samband med att de flesta av rörelseförvärven misslyckas borde goodwill skrivas ned i större utsträckning. Motiven till rörelseförvärven stämmer inte överrens med lönsamheten.

Abstract

Title: The effect of the company's accounting method, financing and control ownership on the occurrence of surplus values

Seminar date: 2017-06-02

Course: FEKH69, Bachelor Thesis in Business Administration - Accounting

Authors: Ahlgren, Jakob & Nordberg, Ludvig

Advisor/s: Peter Jönsson

Key words: Goodwill, overvalue, accounting method, owner structure, document study.

Purpose: The study attempts to illustrate the quantitative effect of alternative accounting methods and financing methods in large business acquisitions and attend to changes in ownership structures.

Methodology: The study uses a descriptive method in which the authors try to achieve the purpose of the study. By analyze the four Swedish-owned large companies through a document study.

Theoretical perspectives: The study's reference framework consists of three different theories dealing with accounting methods, the effects of the financial form and the ownership perspective. In addition to the reference frame, the reader finds a theory section where an overview is given by Sweden's history of accounting method, surplus values and acquisition methods.

Empirical foundation: The empirical foundation consists of a review of annual reports belonging to Eniro Group, Stora Enso, Vattenfall and Swedbank.

Conclusions: The companies' motivation and financial situation determine how the companies' will handle their impairment of goodwill. The ownership structure of the studied companies consists largely of institutional owners, which can lead to a short-term view. The shareholders in Sweden have the opportunity to exercise control over the companies, which may disregard the best interests of the company to benefit the shareholders. Furthermore, the study finds that the accounting method and the form of financing affect company equity and profit for the year. As most of the business combinations fail, the authors finds that goodwill should be written down to a greater extent. The motives for the acquisitions are not consistent with the profitability of the acquisition.

Förord

Vi skrev denna uppsats under vårterminen 2017 för företagsekonomiska institutionen på Lunds universitet. Uppsatsen är en kandidatuppsats i företagsekonomi med inriktning på redovisning, specifikt övervärdesproblematiken vid rörelseförvärv. Vår forskning tar en relativt ny infallsvinkel till ett väl etablerat forskningsområde som förhoppningsvis kan bli inspiration till undersökningar för de som är intresserade av hur redovisningsmetod, finansieringsform och ägarstruktur påverkar eller påverkas av övervärden.

Vi vill framföra ett stort tack till vår handledare Peter W. Jönsson, som bidragit med ovärderlig kritik, resonemang och nya infallsvinklar under skrivandet av uppsatsen.

Lunds Universitet

Lund 30 Maj 2017

Jakob Ahlgren

Ludvig Nordberg

Ordlista

ABL	Aktiebolagslagen
BFL	Bokföringslagen
EG	Europeiska gemenskapen
EU	Europeiska unionen
FoU	Forskning och utveckling
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
M&A	Mergers and Acquisition
MSEK	Miljoner kronor
RR	Redovisningsrådet rekommendationer
SFS	Svensk författningssamling
ÅRL	Årsredovisningslagen

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	8
1.1 BAKGRUND	8
1.2 PROBLEMBESKRIVNING	12
1.3 SYFTE	13
1.4 FRÅGESTÄLLNINGAR	13
1.5 AVGRÄNSNINGAR	13
1.6 UPPSATSENS FORTSATTAS DISPOSITION	14
2. METOD OCH GENOMFÖRANDE	15
2.1 ÖVERGRIPANDE METOD	15
2.2 VAL AV TEORI	15
2.2.1 <i>Historical perspectives on accounting for M&A</i>	15
2.2.2 <i>Finansieringsformens effekter</i>	16
2.2.3 <i>Ägarperspektivet</i>	16
2.3 DOKUMENTSTUDIE	16
2.3.1 <i>Datainsamling</i>	17
2.3.2 <i>Val av företag</i>	17
2.4 RELIABILITET, REPLIKERBARHET OCH VALIDITET	18
2.4.1 <i>Reliabilitet</i>	18
2.4.2 <i>Replikerbarhet</i>	18
2.4.3 <i>Validitet</i>	18
2.5 KÄLLKRITIK	19
3. TEORI OCH REFERENSRAM	20
3.1 TEORI	20
3.1.1 <i>Sveriges reglering av redovisningsmetod i samband med övervärden</i>	20
3.1.2 <i>Övervärden vid förvärv</i>	21
3.1.3 <i>Förvärvsmetoden</i>	24
3.1.4 <i>Poolingsmetoden</i>	25
3.1.5 <i>IAS 36 nedskrivningsprövning</i>	25
3.2 TEORETISK REFERENSRAM	26
3.2.1 <i>Ett historiskt perspektiv av olika redovisningsmetoder</i>	26
3.2.1.1 <i>Konsekvensen för resultatmätning av olika M&A vid olika redovisningsmetoder</i>	26
3.2.2 <i>Finansieringsformens effekter vid rörelseförvärv</i>	28
3.2.2.1 <i>Rörelseförvärv med lånefinansiering</i>	29
3.2.2.2 <i>Rörelseförvärv med likvida medel</i>	29
3.2.2.3 <i>Rörelseförvärv med nyemission</i>	30
3.2.2.4 <i>Köpeskillingens effekter</i>	30
3.2.3 <i>Ägarperspektivet</i>	31
3.2.3.1 <i>Ägarperspektiv vid företagets beslutfattande</i>	31
3.2.3.2 <i>Motiv till rörelseförvärv</i>	33
4. EMPIRI	35
4.1 ENIROS FÖRVÄRV AV FINDEXA	35
4.1.1 <i>Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder</i>	36
4.1.2 <i>Finansieringsformens effekter</i>	37
4.1.3 <i>Ägarperspektiv</i>	38

4.2 STORA ENSOS FÖRVÄRV AV CONSOLIDATED PAPERS	40
4.2.1 Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder.....	41
4.2.2 Finansieringsformens effekter	43
4.2.3 Ägarperspektiv	44
4.3 VATTENFALLS FÖRVÄRV AV N.V NUON ENERGY	45
4.3.1 Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder.....	47
4.3.2 Finansieringsformens effekter	49
4.3.3 Ägarperspektivet	50
4.4 SWEDBANKS FÖRVÄRV AV HANSAPANK	51
4.4.1 Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder.....	52
4.4.2 Finansieringsformens effekter	53
4.4.3 Ägarperspektiv	54
4.5 SAMMANFATTNING AV REDOVISNINGSMETOD OCH FINANSIERINGSFORM	55
5. ANALYS	57
5.1 SPELAR REDOVISNINGSMETOD NÅGON ROLL?	57
5.3 FINANSIERINGSFORMENS BETYDELSE VID RÖRELSEFÖRVÄRV	58
5.3 ÄGARPERSPEKTIVET	59
5.4 MOTIV TILL RÖRELSEFÖRVÄRV MED ÖVERVÄRDE.....	60
6. DISKUSSION & SLUTSATS.....	60
6.1 DISKUSSION	60
6.2 SLUTSATS	62
7. FORTSATT FORSKNING	63
8. KÄLLHÄNVISNING.....	64
9. BILAGOR.....	72

1. Inledning

1.1 Bakgrund

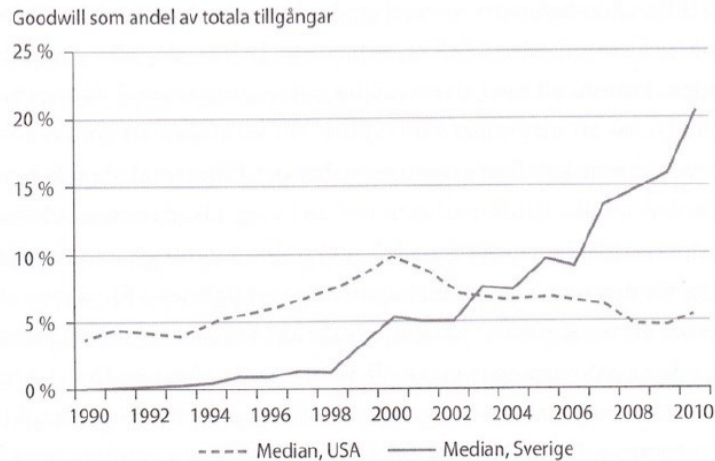
Dagens ekonomi sträcker sig över världens alla gränser. I samband med ekonomins globalisering så är det allt vanligare att företag köper upp, eller slås ihop med andra företag för att ytterligare öka sin tillväxt. När ett företag köper ett annat företag kallas det för rörelseförvärv. Om köpeskillingen vid rörelseförvärvet överstiger det bokförda värdet på det förvärvade företags tillgångar och skulder så kommer det att uppstå en post som kallas övervärde. Köpeskillingen vid ett rörelseförvärv ska fördelas ut på det förvärvade företags materiella tillgångar, skulder, och identifierbara immateriella tillgångar. Den delen av summan som inte går att direkt hänföra en tillgång kommer att redovisas som goodwill.(Marton, Petersson & Lundqvist, 2016)

Övervärden, i form av goodwill, framkallar två omdiskuterade frågor: vad är värdet på goodwill vid förvärvstillfället, och om man redovisar goodwill, hur ska värdeförändringar i framtida perioder hanteras? (Carrington, Catasús, Eklöv Alander, Lundqvist, Marton & Runesson, 2015). Ytterligare frågor som är relevanta är vad goodwill egentligen består av. Det finns olika teorier om vad goodwill egentligen är men företag som skapar goodwill vid förvärv antas ha en högre förväntad lönsamhet i framtiden. Goodwill representeras av tillgångar som inte finns med i balansräkningen men är något som man vid förvärvet måste betala extra för. Det kan vara tillgångar såsom starkt varumärke, kundbas, effektivitet inom organisationen, marknadsposition etc. som i framtiden förväntas generera lönsamhet. (Lorentzon & Ekberg, 2007) Den förväntade lönsamheten kan beskrivas utifrån två tänkbara förklaringar. Första förklaringen är att goodwill medför överlönsamhet hos det förvärvade företaget. Andra förklaringen är att förvärvet medför samordningsvinster, även benämnt som synergieffekter. Där de enskilda företagen inte kan uppnå samma resultat enskilt som när de två företagen arbetar tillsammans.(Schuster, 2002) Om förvärvet inte medför varken samordningsvinster eller överlönsamhet ses förvärvet som en misslyckad affär som betalats till ett för högt pris. Det kan även tänkas att säljaren är en bra förhandlare.(Lorentzon & Ekberg, 2007)

Sveriges historia kring redovisning av goodwill har varit influerad av olika länder. På åttiotalet kunde företag välja hur de ville ta upp goodwill i deras finansiella rapporter. Allt från avskrivningar upp till 40 år, till brittiska redovisningsinfluenser där företag skrev bort

goodwill mot eget kapital. Det var till och med vissa företag som valde att låta goodwill stå kvar som en tillgång, utan att skriva ned den.(Nilsson, 1998)

Sedan 2005 har redovisning av noterade koncerner varit tvungna att redovisa enligt IFRS eftersom Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder infördes. Införandet av IFRS innebär att företag som tidigare har förutsatt att goodwill's nyttjandeperiod är 10 år, nu slutar skriva av goodwill och nedskrivningsprövar istället. IFRS-regelverk är principbaserad, vilket betyder att användaren har ett tolkningsutrymme inom respektive standard. Problematiken med värdering av goodwill är att bedömningarna i samband med värderingen blir subjektiva. Problematiken uppstår då företag tenderar att använda sig av nyttjandevärdet vid nedskrivningsprövning som är framställda genom företagsledningens egna bedömningar.(Ramanna & Watts, 2012) Gauffin, Hagström och Nilsson (2016) liknar värderingen av goodwill med hur bilister tenderar att köra 130 km/h på en väg där hastighetsgränsen är 110 km/h. Risken att åka dit är liten, och kör man inte allt för fort så blir påföljderna inte för höga. Deras studie som följt samtliga 267 företag noterade på Stockholmsbörsen efter införandet av IFRS 3, har visat att företag ökar sin tillgångspost av goodwill samtidigt som nedskrivningarna är försumbara efter införandet av IFRS. Gauffin, Hagström och Nilsson (2017) trodde på en minskning av goodwill efter införandet av IFRS, vilket istället skulle visa sig bli motsatsen. Övervärden hänfödda till immateriella tillgångar har minskat samtidigt som övervärden hänfödda till goodwill har ökat. Gauffin, Hagström och Nilsson (2017) ser en trend med en försämring vad det gäller att specificera vilka immateriella tillgångar man har förvärvat vilket gör goodwill till en restpost. Kritik som riktas mot olika redovisningsmetoder är i ständig debatt. Carrington et al. (2015) belyser problemet med standarder som kräver mycket bedömningar, vilket i sin tur medför svårigheter att kontrollera om de verkligen följs av företagen. Carrington et al. (2015) påvisar i "IFRS dilemman och utmaningar" att goodwillposten har ökat i Sverige i förhållande till USA.



Figur 1. Goodwillens utveckling i svenska och amerikanska företag mellan år 1990 och 2010. (Carrington et al. 2015. s. 98).

Goodwill har länge varit ett omdebatterat ämne med olika metaforer som liknelse. I Dagens Industri (2001) görs liknelsen med att goodwill är en tickande bomb, då det urholkar företagets eget kapital. Vid dåliga tider eller sämre än förväntat utfall blir följderna stora goodwillnedskrivningar som finansieras med nyemission för att täppa igen hålen i det egna kapitalet. Eniro Group är ett av de svenska företagen som under 2000-talet handlat för stora summor när det gäller förvärv av företag i förhoppningar om tillväxt. Idag befinner sig Eniro Group på gränsen till konkurs och deras goodwillpost uppgår till fyra gånger av det egna kapitalet. (Eniro Group, 2016) Förutom Eniro Group finns det flera svenska företag såsom Stora Enso, Vattenfall och Swedbank som har och har haft stora värden på sina goodwillposter där nedskrivningar sker sällan men med väldigt stora belopp.

Hur verksamheten beslutar sig för att säkerställa sina lån, har visat sig ha få stora konsekvenser. När Swedbanks aktiekurs rasade år 2009 beslutade Folksam sig för att ta in de panten de hade hos sparbanksstiftelserna i form av aktier. Det medförde att Folksam blev största ägare i Swedbank på bekostnad av sparbanksstiftelserna, tidigare största ägaren. (Almgren, 2009) Folksams ökande ägarandel i Swedbank berodde på att Sparbanksstiftelserna saknade kapital för att teckna aktier vid nyemissionen som motsvarade deras aktieandel. (Ydrenäs, 2008)

Den finansiella marknaden har förändrats en del under de senaste decennierna. I Sverige har de styrande ägarna av börsnoterade företag kunnat kontrollera företagen trots en oproportionerligt låg kapitalandel i förhållande till röster.

I Svenskt näringslivs rapport "Vem ska styra de svenska företagen?" lyfter Jakobsson och Wiberg (2014) fram problematiken och konsekvenserna av det svenska kontrollägandet i samband med att institutionella investerare ökar sitt ägande i noterade företag. Ökningen av Institutionella investerare leder allt för ofta till att företagen blir mer kortsiktiga i sin styrning för att generera maximal nytta för sina ägare. En alternativ ägarstruktur används i de anglosaxiska länderna där ägarstrukturen utgår från ett ledningsstyre vilket möjliggör en långsiktig styrning utifrån företagets bästa.

När det talas om rörelseförvärv signaleras ofta positiva framtidsutsikter och expansionsmöjligheter. Det har trots allt visat sig att hälften av alla förvärv som sker misslyckas, vilket enligt Schriber (2014) beror på att rörelseförvärv är komplexa. Han menar på att förändringar som sker är svåra att förutse och förväntade vinsterna beräknas på sammanslagningar med planer och förhoppningar som skiljer sig från verkligheten. I samband med förvärv som misslyckas uppstår ofta nyemissioner. Eniro Group är ett tydligt exempel då de för att komma på fötter igen, efter stora nedskrivningar år 2010 och 2011, gjorde två nyemissioner på sammanlagt fem miljarder kronor. Nyemissionerna medförde stora ägarförändringar i företaget. Ägarförändringarna skedde till följd av att huvudägarna saknat finansiell förmåga att delta i nyemissionerna, varför de i slutändan varit tvungna att acceptera att deras ägande utspätts. I nuläget har ett förslag om nyemission lagts fram vilket medfört en ordentlig kursnedgång för Eniro Groups aktie. Nyemissionen ska ligga till grund för att få företaget på fötter igen och växa organiskt. Om nyemissionen blir utfärdad blir det intressant att se om det blir några nya ägarstrukturförändringar.(Affärsvärlden TT, 2017)

1.2 Problembeskrivning

Tidigare utgick redovisningsstandarderna från en regelbaserad redovisning där goodwill skrevs av under dess förbrukningsperiod. I samband med införandet av IFRS utgår företagen från principbaserade redovisningsstandarder där goodwill nedskrivningsprövas.

Nedskrivningsprövning av goodwill har kritiserats då det möjliggör en handlingsfrihet för företagen att hantera sina goodwillposter på ett opportunistiskt vis, vilket resulterar i högt värderade tillgångar. Värdenedgångsprövningen skapar en buffert som skyddar goodwill från redovisning av en värdenedgång. Goodwill utgör en svag indikator på om förvärv lyckas eller misslyckas. Företagens möjlighet till att själva kunna välja hur övervärden ska fördelas och hur goodwill ska redovisas efter förvärvet skapar tydliga problem.

Rörelseförvärv motiveras ofta utifrån synergieffekter som ska leda till ökade kassaflöden i framtiden. Då den beräknade tillväxten vid rörelseförvärv ofta uteblir kan företagens växande goodwillposter ifrågasättas. Stora goodwillposter som behövs skrivas ned kan bli kostsamt för företagen och tvinga fram nyemissioner. Om huvudägarna saknar finansiella medel vid en nyemission kan det i sin tur resultera i ägarförändringar. Kontrollägandet hos de svenska företagen innebär att ägarna kan påverka företagets styrning utifrån sina egna intressen. Nedskrivning av goodwill hanteras av styrelsen vilket kan skapa problematik då en nedskrivning av goodwill kan bli dyrt för ägarna, men är nödvändig för företaget på lång sikt.

Ökningen av institutionellt ägande i företagen ger också upphov till en mer kortsiktig företagsstyrning. Om huvudägare har visat sig ha för lite kapital vid nyemission, kan det resultera i ägarförändringar. Vi ställer oss frågande vilken betydelse ägaren har vid finansiering och vid viktiga beslut angående övervärden i samband med rörelseförvärv.

Finansieringen av ett rörelseförvärv kan komma att påverka företagets lönsamhet beroende på om förvärvet finansieras utifrån nyemission, lån eller likvida medel. Effekterna av en företagsaffär är av central betydelse och det är viktigt att som intressent kunna förstå effekterna och skapa sig en uppfattning. Redovisningsinformationen spelar således en stor roll så att effekterna vid ett förvärv återspeglar en korrekt bild av företaget efter förvärvet. Inför ett rörelseförvärv beräknar man i regel de förväntade konsekvenserna av förvärvet på basis av beräknade finansiella nyckeltal.

Redovisningsmetoden, finansieringsformens effekter och ägarstrukturen i samband med rörelseförvärv, finner vi behöver utforskas i större utsträckning då vi tycker det finns ett gap i tidigare forskning. Studien är ett försök att bidra med ny kunskap inom de valda områdena.

1.3 Syfte

Syftet med studien är att illustrerar den kvantitativa effekten av alternativa redovisningsmetoder och finansieringsformer vid stora rörelseförvärv samt att se till ägarstrukturförändringar.

1.4 Frågeställningar

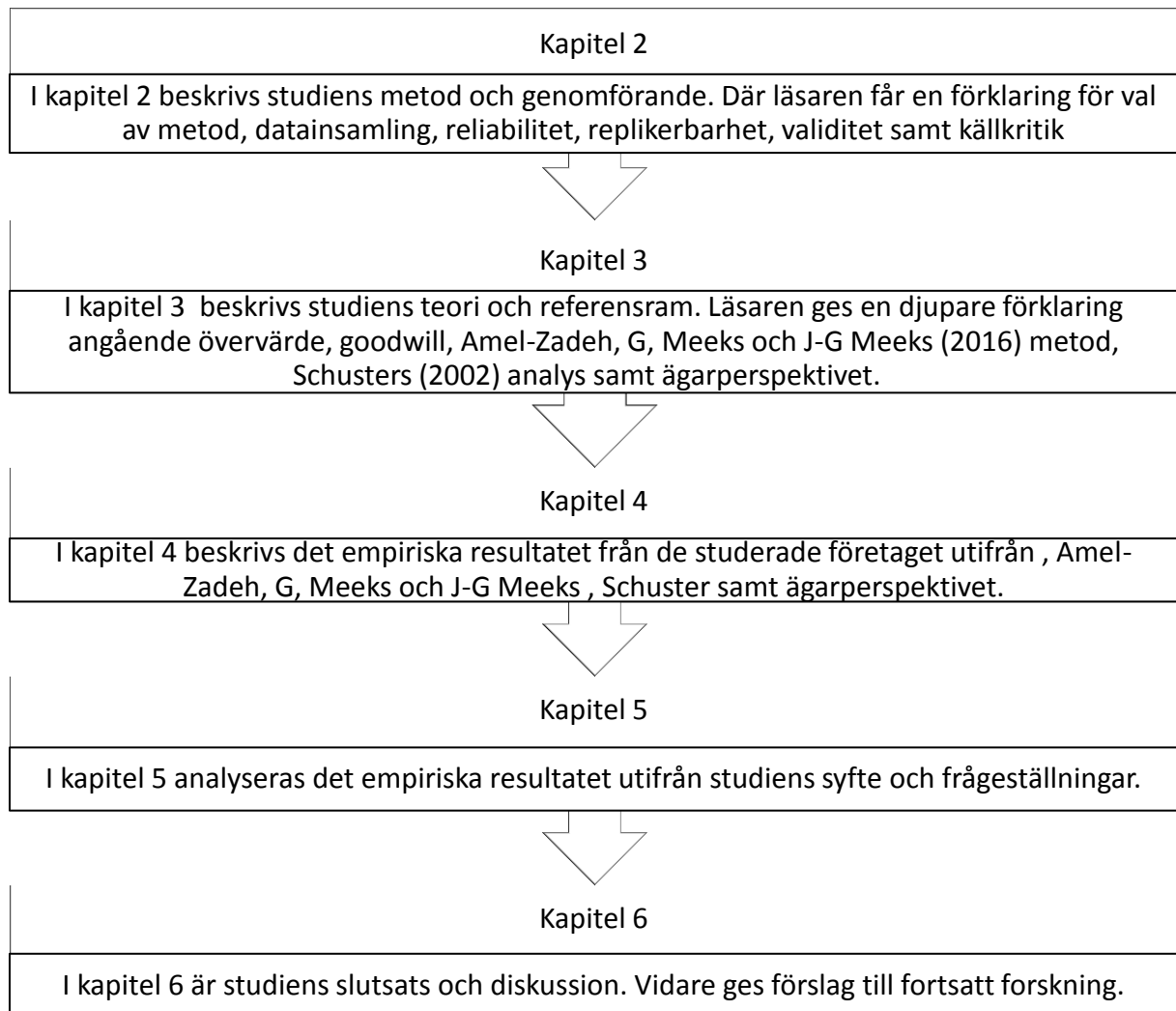
Syftet har brutits ned i följande frågeställningar;

- Hur påverkar olika redovisningsmetoder av förvärven företagens eget kapital och resultat?
- Hur påverkar finansieringsformen företagens ekonomiska situation vid rörelseförvärvet samt under de studerade åren?
- Vad har aktieägarestrukturen fått för konsekvenser vid nyemission?
- Vad är det som motiverat Eniro Group, Stora Enso, Vattenfall och Swedbank till deras rörelseförvärv med övervärden?

1.5 Avgränsningar

Dokumentstudien har baserats på teorierna från “Historical perspectives on accounting for M&A”, “Vem ska styra de svenska företagen” samt “Finansieringsformens effekter” i samband med rörelseförvärv. Författarnas ambition är att utgå ifrån teorierna och sedan bidra med ett nytt perspektiv till denna forskningsbank. Studien har därför begränsats till företagen Eniro Group, Swedbank, Stora Enso och Vattenfall. För att få en hanterlig mängd data under den begränsade tidperioden har fokus legat på ett stort rörelseförvärv per företag samt data från maximalt åtta år efter rörelseförvärvet.

1.6 Uppsatsens fortsatta disposition



2. Metod och genomförande

2.1 Övergripande metod

Studien är en dokumentstudie som baseras på ett urval av svenskägda storföretag.

Tyngdpunkten i studien ligger i att försöka förstå huruvida redovisningsmetod och finansieringsform påverkar företagens ekonomiska situation vid rörelseförvärv. Vidare undersöks huruvida ägarstrukturförändringar sker i storföretagen, framförallt i samband nyemission. Studien använder en deduktiv metod där utgångspunkten tas i befintlig teori för att sedan tillämpa den på studiens observerade företag. (Bryman & Bell, 2013; Artsberg, 2005) Studien är deskriptiv och metoden som används kallas därmed deskriptiv/deduktiv. (Artsberg, 2005).

2.2 Val av Teori

Vid val av litteratur till studien genomfördes en omfattande undersökning av tänkbar relevant litteratur. Det i sin tur resulterade i ett val av litteratur som skulle ligga till grund för teori och analys av problemområdet. I teorikapitlet beskrivs tre teorier; Historical perspectives on accounting for M&A, finansieringsformens effekter och ägarperspektivet. I studiens problematik belyses företags stora goodwillposter i förhållande till eget kapital, finansieringseffekter vid rörelseförvärv och ägarstrukturförändringar. Därav finner vi de valda teorierna passande till studien.

2.2.1 Historical perspectives on accounting for M&A

Det kan finnas olika skäl till val av redovisningsmetod vid förvärv som medför goodwill, vilket har väckt ett intresse vi ville veta mer om. Amel-Zadeh, G, Meeks och J-G, Meeks (2016) försöker i sin artikel reda ut varför historiken kring rörelseförvärv varit så ansträngd. Redovisningsmetoden för goodwill har sett annorlunda ut över tiden. Genom att illustrera hur olika redovisningsmetoder av goodwill påverkar företagens egna kapital ställer Amel-Zadeh, G, Meeks och J-G, Meeks (2016) frågan om de resulterande siffrorna gör någon skillnad när det kommer till beslutsfattande och beteende. I enlighet med Amel-Zadeh, G, Meeks och J-G, Meeks (2016) tänker vi illustrera uppsatsens undersökta företags goodwill kopplat till ett specifikt förvärv för att undersöka resultatet av olika redovisningsmetoder. Uträkningarna och sammanställningen som gjorts för att få fram det empiriska resultatet finns i bilaga 1.

2.2.2 Finansieringsformens effekter

Vi har valt att använda oss av Schusters (2002) analysmetod då vi finner ett intresse i hur finansieringsformen påverkar företagets finansiella risk, soliditet och lönsamhet på olika sätt. I likhet med Schuster (2002) vill vi se hur de olika lönsamhetsmått påverkas, om den finansiella risken är avgörande vid olika typer av finansiering och om samordningsvinster samt överlönsamhet är något som skyltas med vid förvärv. I likhet med Schuster (2002) har vi valt att göra ett fiktivt exempel vid rörelseförvärv för att illustrera effekterna med olika finansieringsformer. Vi har således använt oss av faktor 1.5 till motsvarande exempel som tas upp i Walter Schusters (2002) bok ”koncernredovisning - ur ett analysperspektiv”. Det fiktiva exemplet har lagts som en bilaga (se bilaga 5) för att öka läsbarheten i kapitlet samtidigt som läsaren ges möjlighet till en vidare förståelse vid behov.

2.2.3 Ägarperspektivet

Vi har valt att använda ägarperspektivet då vi finner ett intresse i hur ägarstrukturen förändras i företagen. Först och främst vill vi se hur ägarstrukturen ser ut i företagen, vidare har vi valt att se till ägarförändringar inom de studerade åren (se bilaga 3). I respektive empiriska resultat har vi valt att redovisa ägarstrukturförändringar vid nyemission och inte framföra alla studerade åren. Endast nyemission redovisas eftersom det finns större möjlighet till förändringar i ägarstrukturen vid nyemission. Teorin om ägarperspektivet har sin utgångspunkt i Svenskt näringslivs rapport “Vem ska styra de svenska företagen?” år 2014 till projektet företagsamt ägande, skriven av Ulf Jakobsson och Daniel Wiberg.

2.3 Dokumentstudie

Vi har valt att göra en dokumentstudie med hjälp av årsredovisningar. Det betyder att årsredovisningarna har använts för att samla information som sedan applicerats i enlighet med studiens teorier. Nackdelen med dokumentstudier av sekundär karaktär är att, vi som författare inte haft kontroll vid fastställandet av datan. Problemen uppstår oftast i relevansen snarare än i reliabiliteten, då sammanställningarna består av betydligt mer information än vad som behövs av oss författare. Det i sin tur kan göra databaserna svåra att använda. (Artsberg, 2005)

En av fördelarna är att dokumentstudier kan följa upp vad som faktiskt gjorts. I jämförelse med intervjuer, finns risken att intervjupersonen förmedlar fakta som stämmer överens med den bild de vill förmedla. Dokumentstudier är relativt sett billigare och snabbare att samla in information. I motsats till enkät- eller intervjustudier kan man vid dokumentstudie känna sig

fram vilket material som behövs, istället för att satsa allt på ett och samma kort. Vilket medför att det är ett effektivt sätt att använda sig av vid problematiseringsfasen. Ur ett reliabilitetsynsätt borde dokumentstudier vara av högre värde än intervjuer. (Artsberg, 2005)

2.3.1 Datainsamling

Studien kommer utgå helt från sekundärdata i form av årsredovisningar, litteratur, forskningsrapporter och andra artiklar. (Lundahl, Skärvad & Anselmsson, 2016; Artsberg 2005) Empirikapitlet innehåller mestadels information från de studerade företagens årsredovisningar, medan övriga kapitel består av tidigare forskning, kurslitteratur och övriga artiklar som är relevanta för studien. För att kunna sammanställa redovisningsmetoderna i empiriavsnittet har vi hämtat årsredovisningar från respektive företags hemsida. Artiklar från balans är hämtade från FAR.se arkiv, medan forskning och andra artiklar är hämtade från universitetsbibliotekets sökmotor Lubsearch. Nyhetsartiklarna är hämtade från respektive nyhetsredaktion. Vid användandet av IFRS och IAS regelverk har vi valt att redovisa respektive standard och stycke i den löpande texten. All användning av IFRS och IAS är hämtade ur "IFRS-volymen 2016" utgiven av FAR som läsaren finner i studiens källhänvisning.

2.3.2 Val av företag

Ett strategiskt urval av företag har gjorts för att på bästa sätt kunna uppfylla dokumentstudiens syfte. Det innebär att urvalet formas utifrån de frågeställningar och avgränsningar som finns. (Alvehus, 2013) Enligt Bryman och Bell (2013) utgörs populationen av alla enheter som ligger till grund för uttagning av studiens urval. Vi satte upp ett antal kriterier för val av företag, för att vi skulle kunna utföra det strategiska urvalet. Kriterierna grundade sig på studiens problemformulering, syfte och avgränsning. Ett kriterium är att företagen skulle vara svenska, eftersom det i kapitel ett tydliggörs att Sveriges redovisning av goodwill ökar mer än i USA samt att styrningen av företagen ser olika ut mellan länderna. Därav finner vi ett intresse i att undersöka svenska företag. Företagens storlek har haft betydelse vid urvalet, vi har utgått utifrån EU-kommissionens rekommendation K(2003) av den 6 maj 2003 om definitionen av mikroföretag samt små och medelstora företag, där företagen för att klassas som stora ska ha mer än 250 anställda och en årsomsättning som överstiger 50 miljoner euro eller en balansomsättning som överstiger 43 miljoner euro. När vi fortsättningsvis skriver stora företag syftar vi därmed till företag som uppfyller dessa kriterier. Ytterligare kriterier är att företagen har gjort ett förvärv som framkallat en större post av övervärde samt att företagen gjort stora nedskrivningar av goodwill. Eftersom det inte är strategiskt att välja

företag som inte redovisat övervärden i samband med rörelseförvärv då de inte faller inom studiens syfte. När vi ser till stora rörelseförvärv i denna studie menar vi rörelseförvärv som minst motsvarar 30 % av företagets eget kapital. Större post av övervärde anser vi i denna studie vara mer än 20 % av företagets eget kapital. Ytterligare ett kriterium är att företagen redovisat enligt IFRS från 2005, för att se till nedskrivningprövningen och för att lättare få tillgång till respektive företags årsredovisning. Vi har valt tre börsnoterade företag och ett onoterat företag. Det onoterade företaget valdes för att ägarstrukturen skiljer sig åt mot de övriga tre företagen. Vidare har vi valt företag som ligger inom Lundahl, Skärvad & Anselmsson (2016) beskrivning av problematiska fall, där urvalet utmärker sig på ett eller annat sätt i urvalsramen. De problematiska fallen har valts ut eftersom de haft övergripande stora goodwillposter i motsvarighet till eget kapital samt varit omdiskuterade i media. Med hjälp av ovannämnda kriterier har ett urval av Enrio Group, Stora Enso, Vattenfall och Swedbank gjorts. Fortsättningsvis kommer vi att använda namnet Enrio istället för Enrio Group i studien.

2.4 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet

De viktigaste kriterierna vid bedömning som rör forskning av företagsekonomi är enligt Bryman och Bell (2013); reliabilitet, replikerbarhet och validitet. Vi kommer mer detaljerat gå igenom respektive kriterium för denna studie i följande kapitel.

2.4.1 Reliabilitet

Sett till denna dokumentstudie har ett beräkningsdokument utvecklats för att undvika eventuella felberäkningar eller misstolkningar. De studerade årsredovisningarna som använts i studien har granskats av revisorer vilket ökar tillförlitligheten.(Bryman & Bell, 2013)

2.4.2 Replikerbarhet

Vi beskriver vårt tillvägagångssätt i form av detaljerad teoretisk referensram, vilket gör det möjligt för vem som helst att göra en replikation av studien.(Bryman & Bell, 2013)

2.4.3 Validitet

Vi har valt mäta lönsamhet i form av räntabilitet på eget kapital. Valet av lönsamhetsmått motiveras av dess tillförlitlighet och användbarhet. Måttet används för att se till företagets avkastning på eget kapital till ägarna och visar den potentiella negativa effekten vid nedskrivning av goodwill. Sett till denna studiens olika mått anser vi att mätningens validiteten är hög. Då de använda måtten verkligen speglar det som begreppen anses beteckna. Det finns andra mått som skulle kunna tänkas användas i samband med denna studie, men vi har valt att

använda metodens mått i likhet med Schuster (2002), för att på så vis uppnå en högre reliabilitet.(Bryman & Bell, 2013)

2.5 Källkritik

Som Bryman och Bell (2013) tar upp i sin litteratur, kan vi ifrågasätta hur fyra olika fallföretag över huvud taget kan vara representativt? Hur kan de ge resultat som kan tillämpas mer generellt på andra fall? Svaret på frågorna är att, det går inte. Det går inte att hitta ett typfall som ska kunna representera alla företags effekter av rörelseförvärv med övervärde, ägarstrukturförändringar samt finansieringseffekter. Vi är intresserade av stora rörelseförvärv som medfört stora övervärden hos svenska företag. En viss typ av generaliserbarhet kan därmed dras bland de stora rörelseförvärven. Studiens utgångspunkt har varit hos de unika företagen och på att utveckla en djupgående förståelse av dess komplexitet vid övervärde, ägarstruktur och finansieringsform. I slutändan kan vi därmed dra vissa generaliserbara slutsatser som gäller för likasinnade rörelseförvärv. Självklart kan man ställa sig kritisk till varför vi inte sett till fler företag vilket i så fall medfört större generaliserbarhet. På grund av den begränsade tidsperiod vi har haft att sammanställa denna studie, har vi valt de studerade företagen för att få en hanterlig mängd data.

Kritik kan riktas mot val av lönsamhetsmättet räntabilitet på eget kapital då det blir missvisande att göra en jämförelse mellan de valda företagen. För att kunna jämföra företagen utifrån räntabilitet på eget kapital krävs det likvärdiga företag i samma bransch. Lönsamhetsmättet skulle ge en missvisande bild vid jämförande av företagen vilket medfört att vi uteslutit detta moment.

3. Teori och referensram

3.1 Teori

3.1.1 Sveriges reglering av redovisningsmetod i samband med övervärden

Sveriges historia kring redovisning av övervärden har minst sagt varit ett omdiskuterat ämne. Åttiotalets Sverige karaktäriserades av olika redovisningsmetoder från olika länder. En del företag tog upp goodwill som en tillgång och skrev av den under längst 10 år, i enlighet med bokföringslagen. Andra företag valde att skriva av goodwill upp till 40 år, och följa reglerna i USA. Vissa företag präglades av brittiska redovisningsinfluenser och skrev bort goodwill mot eget kapital. Poolningsmetoden har använts av företag vid vissa förvärv som skulle redovisats enligt förvärvsmetoden. Företag kunde att vid den tiden låta goodwill stå kvar som en tillgång, utan att skriva ned den.(Nilsson, 1998)

Första uttryckliga regeln för redovisning av goodwill kom år 1944 och var skriven i aktiebolagslagen. Enligt lagen skulle goodwill tas upp som en anläggningstillgång i särskild post. Tillgången skulle årligen avskrivas med ett skäligt belopp, vilket var minst en tiondel.(Nilsson, 1998) Lagstiftningen överfördes sedan till BFL i mitten på 70-talet, och skulle då gälla alla företag. Enligt 1 kap 17§ Bokföringslagen (SFS 1976:125) var den tillåtna avskrivningstiden högst 10 år. FAR:s rekommendationer för goodwill i koncernbalansräkningen skulle avskrivas enligt de allmänna grunder, som gällde för avskrivning av goodwill och skulle belasta koncernens rörelseresultat. År 1991 kom redovisningsrådets rekommendation, där goodwill skulle tas upp som en tillgång. Avskrivningsperioden borde inte överstiga 10 år och fick aldrig överstiga 20 år. Bortskrivning var inte längre tillåten och detsamma gällde för nedskrivning om den inte var erforderlig.(Nilsson, 1998) År 1995 infördes årsredovisningslagen där goodwill fick avskrivas under högst 5 år(ÅRL kap.4:4§). Slutligen 2001 kom sista ändringen i redovisningsrådets rekommendation. Då goodwill fick skrivas av på högst 20 år, och nedskrivs om det inte motsvarar sina förväntade ekonomiska fördelar. Avskrivningstiden skulle då prövas i slutet av räkenskapsåret, och så även nedskrivningbehovet. (Redovisningsrådet, 2000) Både ÅRL och RR finns kvar att applicera, men är endast tillämplig av onoterade företag och koncerner. Sedan 2005 har koncernredovisning av noterade företag varit tvungna att redovisa enligt IFRS utfärdade av IASB i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002. IASB är en internationell organisation som har till uppdrag att utveckla IFRS

standarder. Standarderna i sin tur är till för att ge insyn, ansvar och effektivitet för de finansiella marknaderna i världen.(IFRS, 2017)

3.1.2 Övervärden vid förvärv

Ett rörelseförvärv innebär en transaktion där en enhet får kontroll eller bestämmande inflytande hos en annan enhet. När ett företag förvärvas utifrån förvärvsmetoden så skall det ses som en transaktion där moderbolaget indirekt förvärvar tillgångar och övertar ansvarsförbindelser och skulder hos dotterbolaget. Koncernbalansräkningen kan härledas från principen att tillgångar ska redovisas med utgångspunkt från dess anskaffningsutgifter. Anskaffningsvärdet fördelas på det förvärvade företags tillgångar och skulder som är värderade till dess verkliga värde. Eventualförpliktelser skall redovisas separat i samband med förvärvet (IFRS 3). Efter att ha identifierat vilka tillgångar och skulder som inkluderas i det förvärvade företags balansräkning ska dessa tillgångar och skulder värderas. Om ett företags tillgångar och skulder har ett värde som överstiger det bokförda värdet i samband med rörelseförvärvet kommer det innebära att övervärden uppstår. (Marton, Pettersson & Lundqvist, 2016) Övervärden ska i enlighet med IFRS 3 hänföras till specifika tillgångar och skulder i så stor utsträckning som möjligt, vilket innebär att de ska hänföras till materiella och immateriella tillgångar hos det förvärvade företaget. Teoretiskt innebär det att alla företag bör redovisa sina förvärv enhetligt och motivera varför övervärden hänförs till immateriella tillgångar alternativt goodwill. I praktiken varierar företagens sätt att redovisa övervärden. Vissa företag väljer att redovisa hela övervärdesbeloppet som goodwill medan andra företag hänför en viss del av övervärdet till immateriella tillgångar utan någon som helst typ av motivering. Övervärdets fördelning motiveras helt utifrån det förvärvade företaget, vilket ger upphov till subjektiva bedömningar som blir svåra att motbevisa.(Gauffin, Hagström & Nilsson, 2017)

Övervärden i materiella tillgångar medför inte lika stor problematik som övervärden i immateriella då materiella tillgångar oftast kan värderas utifrån begreppet verkligt värde i enlighet med IFRS 13. Om en immateriell tillgång anskaffas av ett företag genom ett rörelseförvärv kommer det att kräva särskilda bedömningar. Den immateriella tillgången ska återspegla marknadsförväntningar om tillgångens förväntade framtida ekonomiska fördelar som kommer att tillfalla företaget. Problematiken uppstår då företaget ska fördela övervärdet på en samling av förvärvade immateriella tillgångar, samtidigt som företaget ska bedöma tillgångens framtida ekonomiska fördelar. Den delen av övervärdet som inte går att fördela ut

på det förvärvade företagens tillgångar, kommer att tas upp i koncernens balansräkning som en restpost i form av goodwill.(Marton, Pettersson & Lundqvist, 2016)

Goodwill blir följaktligen residualen, det vill säga skillnaden mellan köpeskilling och nettovärden på identifierbara tillgångar och skulder (Giuliani et Brännström 2011).

Goodwill finns i två olika typer. Internt upparbetad goodwill och förvärvad goodwill. Internt upparbetad goodwill kan vara företagens varumärke, marknadsposition eller kundefterfrågan. Förvärvad goodwill är som tidigare beskrivet, goodwill som uppkommer i samband med förvärv.(Marton, Pettersson & Lundqvist, 2016) FAR:s (2016) definition på förvärvad goodwill: ”*En tillgång som representerar framtida ekonomiska fördelar som uppkommer från andra tillgångar förvärvade i ett rörelseförvärv som inte är enskilt identifierade och separata*”. Goodwill värderas vid förvärvet utifrån en förväntning om att de förvärvade tillgångarnas synergieffekter ska leda till ökade kassaflöden.(Marton, Pettersson & Lundqvist, 2016)

Det finns inget enhetligt perspektiv för att beskriva vad övervärden egentligen är. Enligt Johnson och Petrone (1998) kan övervärdet av goodwill beskrivas utifrån två perspektiv; ett “top-down perspektiv” eller ett “bottom-up perspektiv”. Ett top-down perspektiv ser goodwill som en komponent eller en liten del av någonting större medan ett bottom-up perspektiv ser goodwill som en summering av alla komponenter.

Top-down perspektiv

Vid ett rörelseförvärv hoppas förvärvaren på att investeringen ska generera kassaflöden i framtiden. Ur ett top-down perspektiv jämför Johnson och Petrone (1998) komponenten goodwill med en maskin. Enbart maskinen kommer inte att generera särskilt stora kassaflöden men som en del av en fabrik kommer synergieffekterna leda till att de framtida kassaflödena blir större. Problematiken vid ett top-down perspektiv är huruvida den totala investeringen ses som en tillgång. Om den totala investeringen ses som en tillgång så kommer alla komponenter som är en del av investeringen att delas upp i beståndsdelar för att klassas som enskilda tillgångar. Den delen av investeringen som inte går att hänföra till en tillgång kommer att klassas som goodwill och kan ses som en slags restpost.(Johnson & Petrone, 1998)

Bottom-up perspektiv

En motsatt inställning är bottom-up perspektivet, där goodwill ses som summan av de komponenter som den består av. Om priset som förvärvaren betalar överstiger det verkliga värdet av alla identifierbara tillgångar, antar bottom-up perspektivet att förvärvaren har anskaffat sig icke-identifierbara tillgångar som har ett värde för förvärvaren.

Vid en identifiering av vilken del av de förvärvade tillgångarna som tillhör goodwill underlättar det att ha en bred tolkning för att fånga upp så många komponenter som möjligt. I det sammanhanget har Johnson och Petrone (1998) gjort en lista över komponenter som kan tänkas klassificeras som goodwill utifrån övervärden som kan uppstå vid ett rörelseförvärv:

1. *Överskott av verkligt värde som överstiger bokföringsvärdet av förvärvarens redovisade nettotillgångar.*
2. *Verkligt värde på övriga nettotillgångar som inte redovisas av förvärvet.*
3. *Verkligt värde av det "förvärvade" komponenten i förvärvarens befintliga affärsverksamhet.*
4. *Verkligt värde av synergier från att kombinera förvärvarens och förvärvarnas verksamhet och nettotillgångar.*
5. *Övervärdering av den ersättning som förvärvaren betalar.*
6. *Överbetalning (eller underbetalning) av förvärvet.*

Utifrån top-down perspektivet skulle alla dessa sex komponenter kunna klassas som goodwill då den omfattande tolkningen beskriver goodwill som den delen av köpeskillingen som överstiger tillgångarnas bokförda värde. Ur ett bottom-up perspektiv kan goodwill förklaras endast utifrån två av dessa komponenter. Komponenterna ett och två relaterar till förvärvet men är i sig inte en del av goodwill. Komponent ett är inte en tillgång utan reflekterar de vinster som inte framstod tidigare men som hos förvärvaren har ett högre verkligt värde än det bokförda värdet. Komponent ett är snarare en del av tidigare bokförda tillgångar än goodwill. Komponent två är inte heller en del av goodwill utan reflekterar immateriella tillgångar som kan identifieras separat. Komponenterna fem och sex relateras också till förvärvet men kan inte heller ses som en del av goodwill. Varken komponent fem eller sex kan klassificeras som tillgångar. Komponent fem är ett mättningsfel och komponent sex är en ekonomisk förlust. Endast komponenterna tre och fyra är en del av goodwill och kallas för "core goodwill" enligt

Johnson och Petrone (1998). Komponent tre och fyra beskrivs som "going-concern goodwill" och "combination goodwill". "Going-concern goodwill" kan vara antingen internt genererad av det förvärvade företaget eller funnits i det förvärvade företaget från ett tidigare rörelseförvärv. "Going-concern goodwill" beskrivs som det förvärvade företagens förmåga att självständigt tjäna mer än vad som skulle ha varit möjligt om det förvärvade företags tillgångar och skulder hade förvärvats separat. "Combination goodwill" uppkommer i och med förvärvet och utgörs av det belopp som överstiger det förvärvade företags marknadsvärde. "Combination goodwill" är ett resultat av förvärvet och är unikt för varje förvärv.(Johnson & Petrone 1998)

3.1.3 Förvärvsmetoden

I IFRS 3 Rörelseförvärv fastställs principer och regler för hur en förvärvare, i samband med ett rörelseförvärv, i sin bokföring ska redovisa och värdera olika element (t.ex. identifierbara tillgångar, övertagna skulder, innehav utan bestämmande inflytande och goodwill) som hör samman med den redovisningsmässiga behandlingen av förvärvet enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 495/2009 av den 3 juni 2009 om ändring av förordning (EG) nr 1126/2008 om antagande av vissa redovisningsstandarder. Syftet med IFRS 3 är att förbättra relevansen, tillförlitligheten och jämförbarheten som tillhandahålls av företag vid förvärv och dess påverkan på företagets finansiella rapporter. (IFRS 3, p.1) Vid rörelseförvärvet ska företaget upprätta en förvärvsanalys, där förvärvaren värderar identifierbara tillgångar och övertagna skulder till dess verkliga värden. (IFRS 3, p.18) Redovisning av förvärvet och goodwill ska ske från och med förvärvstidpunkten. Goodwill uppstår när köpeskillingen vid förvärvet är större än det förvärvade företags bokförda tillgångar och skulder och beräknas som summan av (a) minus (b) nedan (IFRS 3, p.32):

a) summan av

1. den överförda ersättningen värderad enligt denna standard, som normalt kräver verkligt värde per förvärvstidpunkten
2. beloppet för eventuella innehav utan bestämmande inflytande i det förvärvade företaget värderade enligt denna standard, och
3. i ett rörelseförvärv som genomförs i steg, det verkliga värdet per förvärvstidpunkten på förvärvarens tidigare egetkapitalandelar i det förvärvade företaget.

b) nettot per förvärvstidpunkten av beloppen för de identifierbara förvärvade tillgångarna och övertagna skulderna värderade enligt denna standard.

3.1.4 Poolingsmetoden

Förvärvsmetoden vid ett förvärv innebär att i koncernredovisningen ska samma principer användas som vid ett separat köp av tillgångar och övertagande av skulder. Syftet med poolningsmetoden är att redovisa som om rörelserna fortsätter som förut, däremot under gemensamt ägande ledning. För att poolningsmetoden ska vara möjlig att tillämpa vid ett förvärv krävs det i princip att förvärvet sker genom en riktad emission med det förvärvade företags aktier som apportegendom. Riktad emission är när nyemitterade aktier i det förvärvade företaget används som likvid. Aportemission är betalning av aktierna med andra medel än pengar. Vid upprättande av koncernredovisning under tillämpning av poolningsmetoden redovisas dotterföretagets värden på tillgångar, avsättningar och skulder såsom de redovisas i dotterföretaget utan någon korrigering. Genom att tillämpa poolningsmetoden vid ett förvärv kommer inga övervärden att uppstå och därav ingen möjlighet till goodwill. Poolningsmetoden var en tidigare normgivning som idag inte är tillåten efter införandet av IFRS.(Carlsson & Sandell, 2014)

3.1.5 IAS 36 nedskrivningsprövning

IAS 36 innebär att goodwill nedskrivningsprövas årligen, istället för att skrivas av.(IAS 36, p.10) Nedskrivningsprövningar sker genom att jämföra det redovisade värdet med återvinningsvärdet. Återvinningsvärdet är det högsta av verkliga värdet minus försäljningskostnader eller nyttjandevärdet, som är en uppskattning av förväntade framtida kassaflöden från tillgången eller enheten.(IAS 36, p.30) Svårigheterna med att bestämma det verkliga värdet minus försäljningskostnader för en immateriell tillgång med obestämd nyttjandeperiod medför att nyttjandevärdet används vid nedskrivningsprövning av goodwill.(Hamberg & Beisland, 2014) Eftersom nyttjandevärdet är en uppskattning av framtida förväntade kassaflöden, är värdet beroende av en diskonteringsfaktor. Vid beräkning av nyttjandevärdet för goodwill, fördelas goodwill på kassagenererande enheter vid förvärvstidpunkten. Kassagenererande enhet är den minsta identifierbara grupp av tillgångar som vid en fortlöpande användning ger upphov till inbetalningar som i allt väsentligt är oberoende av andra tillgångar eller grupper av tillgångar.(IAS 36, p.6 2st.) I de fall då kassagenererande enhetens redovisade värde överstiger enhetens återvinningsvärde, ska företaget redovisa värdenedgången och skriva ned goodwill.(IAS, p.80 & 90)

Det är ofta svårt att avgöra vilket kassaflöde som genereras från en specifik tillgång, vilket medför svårigheter med att bestämma återvinningsvärde för tillgången. Istället för att endast en enskild specifik tillgång genererar kassaflöde så är det vanligt att flera tillgångar

tillsammans genererar ett kassaflöde. Denna sammansättning av tillgångar skapar tillsammans en kassagenererande enhet som i sin helhet genererar ett kassaflöde som det går att beräkna ett återvinningsvärde för. En nedskrivningsprövning kommer då inte att ske på den enskilda tillgången, istället görs nedskrivningsprövningen på den kassagenererande enheten som tillgången tillhör. (Marton, Pettersson & Lundqvist, 2016)

Goodwill påverkar flera enheter inom ett företag vilket innebär att i samband med förvärv så ska goodwill delas upp på de kassagenererande enheter som kan dra nytta av den. Vid en nedskrivningsprövning av goodwill kan en problematik uppstå då goodwill enskilt inte genererar något kassaflöde, utan bidrar till ett kassaflöde för flera kassagenererande enheter. En nedskrivningsprövning för en enskild goodwillpost är då inte genomförbar, istället ska nedskrivningsprövningen ske på varje kassagenererande enhet som goodwill påverkar. (Marton, Pettersson & Lundqvist, 2016)

3.2 Teoretisk referensram

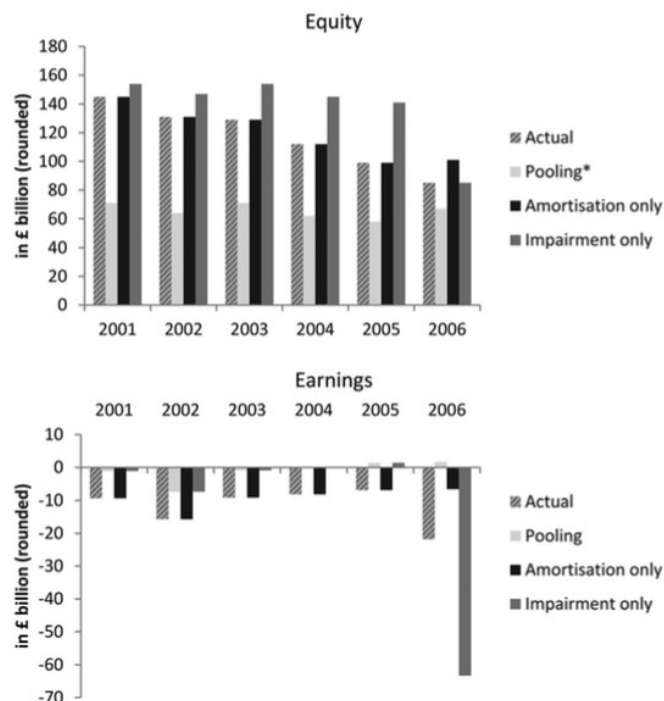
3.2.1 Ett Historiskt perspektiv av olika redovisningsmetoder

Studien gjord av Amel-Zadeh, G, Meeks och J-G, Meeks (2016) försöker ta reda på varför historien kring M&A redovisning har varit så utbredd. Studien jämför olika redovisningsregimer för M&A historiskt i Storbritannien, USA och internationellt. Studien visar även vilka effekter som uppstår på finansiella rapporter i och med val av redovisningsmetod historiskt. Studien undersöker om det finns ett samband mellan resultat och redovisningsmetod. Metoderna som användes för att framställa skillnaderna i val av redovisningssystem och påverkan på finansiella rapporter, kommer att appliceras i denna studie på studiens fallföretag. Med hjälp av metoden kan studiens syfte besvaras genom att ta reda på om goodwillredovisningen påverkas av olika redovisningssystem. Vidare försöker studien, med hjälp av metoderna, finna svar på om resultatet ändras beroende på redovisningssystem inom studerade åren.

3.2.1.1 Konsekvensen för resultatmätning av olika M&A vid olika redovisningsmetoder

För att tydligt illustrera utfallet av olika redovisningsval vid förvärv och sammanslagningar konstruerade Amel-Zadeh, G, Meeks och J-G, Meeks (2016) en modell som skulle simulera Vodafones resultat beroende på dess redovisning av goodwill. Vid år 2000 köpte Vodafone företaget Mannesmann för en köpeskilling på £101bn, för att säkra köpet av Mannesmanns tillgångar som vid den tiden hade ett bokfört värde på £18bn. I samband med förvärvet uppstod en goodwillpost på så mycket som £83bn. Vid tidpunkten för köpet av Mannesmann

skulle goodwill amorteras under sin användbara livstid, vilket antogs vara 10 år. Vid slutet av Mars 2006 introducerades nya redovisningsstandarder för redovisning av goodwill vilket innebar att amortering av goodwill var förbjudet. Efter Mars 2016 så skulle goodwillposten nedskrivningprövas årligen istället för att avskrivas. Modellen visar hur goodwills värde varierar beroende på vilken redovisningsstandard som tillämpats där en stapel (Actual) visar hur Vodafone faktiskt redovisade medan de övriga tre: Pooling, Amortisation only och Impairment only är hypotetiska och påvisar en fiktiv värdering av Vodafones eget kapital. Pooling representerar värdet av det förvärvade företaget tillsammans med företaget som genomförde själva förvärvet. Tanken med pooling är att rörelseförvärv ska ske utan uppkomsten av goodwill. Vid pooling ska redovisade tillgångar värderas till bokfört värde istället för marknadsvärde. Amortisation only ger en fiktiv bild av goodwills redovisade värde om goodwill hade amorteras över dess beräknade livslängd. Impairment only ska visa hur det redovisade värdet av goodwill kommer att se ut om företaget väljer att nedskrivningspröva sin goodwill utifrån tidigare antaganden om framtida kassaflöden genererade av förvärvet. Modellen kopplar sedan samman Vodafones redovisning av goodwill med dess resultat för att illustrera hur Vodafones resultat kan komma att skilja beroende på vilken metod som används vid redovisning av goodwill.



Figur 2. Simulating Vodafone's Equity and Earnings 2000–2006, for different accounting regimes, following the Mannesmann deal. (Amel-Zadeh, G, Meeks & J-G, Meeks, 2016)

Amel-Zadeh, G, Meeks och J-G, Meeks (2016) kommer fram till att den historiska utvecklingen påvisar att goodwill i samband med förvärv ökar. Studien belyser även att möjligheten till övervärdering av goodwill som förminskas efter förvärvet. Utvecklingen förstärker de inbördes utmaningarna som uppstår hos företag vid redovisningen av M&A. Övervärdet som betalas vid förvärv kommer att tilldelas köpt goodwill vid tidpunkten för affären och kommer ofta att vara onaturligt hög, och inte upprätthållas efter fusionsåren. Ifrågasättandet av goodwill förstärks i samband med att de förväntade synergierna inte förverkligas, vilket ofta är fallet i historiken kring M&A.

3.2.2 Finansieringsformens effekter vid rörelseförvärv

I detta kapitel beskrivs hur olika finansieringsformer påverkar företagets resultat- och balansräkning samt lönsamhetsmått, med inspiration och underlag utifrån Walter Schuster analysperspektiv (2002). Ett fiktivt exempel är framtaget och redovisat i studiens bilaga (se bilaga 5). En viktig utgångspunkt i detta fiktiva exempel är att företag kan anskaffa tillgångar och skulder på två olika sätt. Direkt förvärv genom att förvärva enskilda tillgångar eller indirekt förvärv genom att förvärva aktierna i ett annat företag och på så vis få kontroll över tillgångarna och skulderna. Indirekt förvärv av tillgångar och skulder i ett annat företag ska avbildas på samma sätt som för ett direkt förvärv i koncernbalansräkningen. Från denna utgångspunkt tillämpas sedan grundprinciper om anskaffningsutgifter och realisation. Vid indirekt förvärv upprättas en förvärvsanalys för att fastställa koncernens anskaffningsutgifter av tillgångar och skulder. Det motsvaras med den information som man får vid ett direkt förvärv, vilket specificeras på den faktura som köparen erhåller från säljaren. (Schuster, 2002)

För att se till koncernens finansiella ställning används lönsamhetsmättet (Re) och koncernens soliditet (Eget kapital / Totala tillgångar). Vidare används de olika komponenterna i Re-formeln för att se till vilka faktorer som påverkar lönsamheten. Fullständiga formeln är;
Räntabilitet på eget kapital (Re); $Re = Rt + (Rt - Rs) * S/E$
Rt- Räntabilitet på totalt kapital (förväntat resultat före räntekostnader i förhållande till totalt kapital)

Rs- Genomsnittlig låneränta (räntekostnader/totala skulder)

S/E- skuldsättningsgrad (Skulder/eget kapital vid årets början)

(Samtliga räntabilitetsmått antas efter skatt)

De tre följande avsnitten, lånefinansiering, likvida medel och nyemission, utgår från en förvärvsanalys där de verkliga värdena på indirekt förvärvade tillgångarna och skulderna uppgår till de belopp de är bokförda till i dotterbolaget. Sista avsnittet berör köpeskillingens effekter.

3.2.2.1 Rörelseförvärv med lånefinansiering

Rörelseförvärv som finansieras med lån medför att tillgångarna och skulderna från förvärvet tas upp i koncernens balansräkning. Det egna kapitalet ökar inte till följd av förvärvet, då eget kapital endast ökar till följd av att verksamheten skapar ett resultat eller att ägarna tillsätter mer kapital. Det innebär att koncernens soliditet kommer försämrans i samband med förvärv, då eget kapital är konstant medan totala tillgångar ökar. Soliditetsförsämringen kan tolkas som en ökad finansiell risk i koncernen efter förvärvet. Ett sätt att beskriva risken är genom jämförelsen att se det egna kapitalet i företagen som riskkapital. När moderbolaget förvärvar ett annat företag, betalas ur moderbolagets perspektiv riskkapitalet i det förvärvade företaget till aktieägarna som likvid för deras aktier. Det enda riskkapitalet som återstår är det i moderbolaget. Riskkapitalet är en buffert för en tillgångsmassa som är betydligt större nu än innan förvärvet, eftersom tillgångarna har ökat. Vid lånefinansiering tillsätter ägarna inget nytt kapital. Det medför att vid en konstant kapitalinsats ökar ägarnas avkastning när resultatet ökar.(se bilaga 5, figur 6) Det innebär att ägarnas avkastning ökar till priset av ökad risk, eftersom alla komponenter i Re-formeln utom skuldsättningsgraden blir oförändrade. Sammanfattningsvis ökar räntabiliteten på eget kapital på bekostnad av risk, sämre soliditet. Lönsamhetsmålet är således beroende av koncernens rörelseresultat inklusive finansiella intäkter.

3.2.2.2 Rörelseförvärv med likvida medel

Vid finansiering med likvida medel kommer tillgångarna att minska med den del av kapitalet som används för att finansiera rörelseförvärvet. Eget kapital förblir oförändrat medan man tar upp tillgångarna och skulderna från förvärvet i koncernbalansräkningen.

Soliditeten kommer även i detta fall att påverkas negativt, eftersom tillgångarna ökar i samband med ett oförändrat eget kapital. En mindre soliditetsförsämring sker än vid lånefinansiering, då tillgångarna minskar i samband med finansiering med likvida medel.(se bilaga 5, figur 7) Soliditetsförsämringen innebär en ökad finansiell risk för koncernen. Sett ut lönsamhetssynpunkt är det likt lånefinansiera, då ägarna inte tillsätter något nytt kapital, och avkastningen ökar i samband med att resultatet ökar.

Sammanfattningsvis ökar räntabiliteten på eget kapital på bekostnad av risk, sämre soliditet. Lönsamhetsmättet är således beroende av koncernens rörelseresultat inklusive finansiella intäkter.

3.2.2.3 Rörelseförvärv med nyemission

Vid rörelseförvärv med nyemission erbjuder företaget aktieägarna och/eller andra att teckna nya aktier i företaget, för att få in nytt kapital. En soliditetesförsämring sker inte eftersom gamla ägare med företrädesrätt betalar kontant för de nya aktierna, där kontanterna används för förvärvet av företaget. Det bygger på att soliditeten förblir densamma i båda företagen samt att köpeskillingen motsvarar dotterbolagets eget kapital. När så inte är fallet, tas upp i köpeskillings effekter. Ingen förändring av soliditeten sker och den finansiella risken påverkas inte. Sett till lönsamheten, blir räntabiliteten på eget kapital oförändrad vid nyemission. Då tillgångar och eget kapital ökar i motsvarande storlek. (Se bilaga 5, figur 9)

3.2.2.4 Köpeskillings effekter

När köpeskillingen är högre än bokförda värdet blir konsekvenserna detsamma i förhållande till soliditet, som med ovanstående finansieringar. Skillnaden som blir är att lånefinansiering och likvida medel får ytterligare försämring, då tillgångarna ökar mer i samband med övervärden. (Se bilaga 5, köpeskillings effekter)

Ur lönsamhetssynpunkt får köpeskillings storlek konsekvenser. Eftersom eventuella avskrivningar eller nedskrivningar sker på de tillgångar som tas upp till ett högre belopp i koncernen än i det förvärvade företaget. Hur stor konsekvensen blir beror på storleken på övervärdet och återstående ekonomiska livslängden eller (efter införandet av IFRS 2005) om det ska skrivas ned vid nedskrivningsprövningen. (Se bilaga 5, köpeskillings effekter).

Vid förvärv som skapar goodwill, antas en högre förväntad lönsamhet i framtiden.

Lönsamhetseffekterna kan analyseras mot två tänkbara förklaringar till att köpeskillingen är högre än det bokförda värdet. Första iden är att överlönsamhet förväntas hos det köpta företaget. Andra iden är att förvärvet medför samordningsvinster, även benämnt som synergieffekter.

Överlönsamhet

Överlönsamhet i en bransch innebär att kapitalet strömmar in i branschen till dess att avkastningen inte längre är högre än marknadens avkastningskrav. Det som är avgörande av lönsamheten för det förvärvade företaget, är hur stor överlönsamheten är och hur länge den varar. Schuster (2002) påstår att det inte är möjligt för företag att köpa sig högre lönsamhet,

då den beaktas vid fastställandet av köpeskillingen. Svårigheten uppstår när man ska skriva av överlönsamheten. Om goodwill skrivs av i takt med att överlönsamheten uppstår, spelar det ingen roll resultatmässigt. När goodwill skrivs av linjärt är dessa faktorer emellertid av betydelse för effekterna (Schuster 2002).

Samordningsvinster

Goodwill beskrivs som att koncernen uppnår ett mervärde som man som enskilt företag inte skulle kunna uppnå. I likhet med överlönsamhet uppstår problematiken att om goodwill skrivs av i samma takt som samordningsvinster uppstår, blir resultatet oförändrat. När samordningsvinsterna och nedskrivningarna inte ligger i linje kommer det speglas i resultatet. Till skillnad från överlönsamheten kan det tänkas dröja innan samordningsvinsterna uppstår, då det tar tid för företagen att samordnas. Om varken överlönsamhet eller samordningsvinster uppstår, anses helt enkelt förvärvet som ett dåligt köp, eftersom man betalt ett för högt pris (Shuster 2002)

3.2.3 Ägarperspektivet

3.2.3.1 Ägarperspektiv vid företagets beslutfattande

Sverige har länge haft en positiv inställning till att företag styrs av starka ägare. Vid onoterade företag är det oftast naturligt att styrningen sker av ägarna av företaget. Ägarna av ett onoterat företag har fördelen att de kan agera mer långsiktigt än ägarna av ett noterat företag, då ägarna av onoterade företag inte har samma krav på snabba resultat och omfattande rapporter. För börsnoterade företag är situationen däremot mer komplicerad. Företagsledningens uppgift enligt aktiebolagslagen är att ledningen svarar för företagets organisation, förvaltar företagets angelägenheter, samt fortlöpande bedömer företagets ekonomiska situation (ABL). Det implicita kontraktsförhållandet mellan aktieägare och ledning innebär att ledningen förväntas arbeta för aktieägarnas intresse och skapa vinster i företaget. (Kollegiet, 2016)

Den svenska ägarmodellen kännetecknas av en tydlig kontrollägare kombinerat med ett lagstadgat minoritetsskydd. Kontrollen över företaget baseras på röststarka aktier och en mindre kapitalandel i förhållande till röststyrka. Sett till kapitalinsatsen är det sällan att en ägare har en så övervägande andel att denne har möjlighet att själv styra företaget utifrån sitt kapital i företaget. I Sverige har det varit möjligt att som ägare kontrollera och styra företag genom en oproportionerligt stor andel röster i förhållande till kapitalandelen. Kontrollägandet utifrån dess låga kapitalandel leder till en svaghet ur ett längre perspektiv. I de angloamerikanska länderna sker styrningen av företagen utifrån ledningsstyrning, dvs.

företagen styrs av en styrelse som är relativt fristående från företagens aktieägare. Omvärldens positiva syn på ledningsstyrning gör att utvecklingen bäddar för att fler företag på den svenska börsen styrs enligt den angloamerikanska modellen. Skälet till att kontrolläggande dominerar vid styrning av svenska företag är att den svenska aktiebolagslagen i praktiken inte tillåter några andra styrmodeller än just kontrolläggande. (Henrekson & Jakobsson, 2012; Nachemson Ekvall, 2010; 2014; Paces, 2012)

Idag finns en stark global tendens att företagsstyrningen i allt högre grad inriktas på att åstadkomma aktieägarvärde, även kallat *shareholder-value*. (Hansmann & Kraakman, 2004) Institutionella investerare som vanligtvis förvaltar sina klienters tillgångar, har blivit en betydande ägarkategori. Den växande betydelsen av institutionellt ägande belyser Hansmann och Kraakman (2004) som en bidragande faktor till att företagsstyrningen riktas mot att skapa större aktieägarvärde. Institutionella ägares intressen ligger i att maximera företagets marknadsvärde och att värdet fördelas lika mellan alla aktieägare. Om ett företags kontrollägare består av institutionella ägare riskerar företag att det uppstår ett ägarvakuum, där företaget saknar tydligt identifierbara ägare som investerar tid, anseende och kapital i företagen för en långsiktig utveckling. (Jakobsson & Wiberg, 2014)

Inflytandet av institutionella ägare skapar förväntningar om att de ska medverka till att lösa problemen som uppstår i samband med att kontrollen skiljs från ägandet. Problemet är att institutionella ägare har också egna kostnader, förutsättningar och mål, vilket kan göra att institutionella ägare betar sig på ett sätt som inte önskas utifrån ett perspektiv där företagets bästa sätts i fokus. (Jakobsson & Wiberg, 2014) Styrningen hos börsnoterade företag kan delas upp i två olika huvudtyper – företag med spritt ägande där ledningen i praktiken kan kontrollera företaget – samt företag med ägare som har så stora ägarposter att de själva kontrollerar företaget. Dessa två huvudtyper refereras till som insider-system och outsider-system i forskningslitteraturen. I insider-systemet sitter de större aktieägare direkt i ledningen eller också finns de representerade i styrelserna som sedan övervakar ledningen. Aktieägandet är koncentrerat till en majoritetsägare utifrån insider-systemet. I outsider-systemet är aktieägandet mer spritt. Aktieägarna utövar indirekt kontroll genom att välja representanter till övervakningsstyrelser, eller genom att rösta på konkreta förslag från ledningen som då har ett större inflytande över den dagliga verksamheten. Aktieägandet är mer spritt utifrån outsider-systemet. De länder där outsider-systemet tydligast tillämpas är de angloamerikanska

länderna medan insider-systemet tillämpas i övriga världen och i synnerhet Kontinentaleuropa. (Barca och Becht, 2001)

En effektiv kapitalmarknad allokerar och överför sparande idag till investeringar imorgon och tillväxt i framtiden. Kortsiktighet kan försämra allokoeringsprocessen och minska antalet investeringar som medför långsiktig tillväxt.(Haldane & Davies, 2011) Forskningen inom redovisning har funnit att företagsledningar för börsnoterade företag kan ta kostsamma beslut för att undvika negativa lönsamhetsbesked. Om ett företag avviker från analytikerns förväntningar om framtida intjänningar kan det leda till en nedgång i aktiekursen. För att uppnå analytikerns förväntningar vid sämre tider börjar företag med att minska sina diskretionära utgifter .(Bhojraj, Hribar, Picconi & McInnis, 2009) I det längre perspektivet kan företagets minskade investeringar resultera i lägre lönsamhet. Börsnoterade företag som inte når sina lönsamhetsmål drar även ned på sina investeringar i FoU för att undvika att rapportera minskad lönsamhet.(Baber, Fairfield och Haggard, 1991) Börsnotering kan i vissa fall medföra i kortare investeringshorisont. Regler som omger företagets styrning blir viktiga för att allokera kontrollrättigheter till de aktörer som förväntas agera för att åstadkomma långsiktig och gynnsam utveckling av företagets verksamhet.(Jakobsson & Wiberg, 2014)

3.2.3.2 Motiv till rörelseförvärv

Företag köper upp andra företag i hopp om att skapa bättre avkastning och lönsamhet i framtiden. Vilket inte är förvånansvärt då företag måste tro på sin förvärvsstrategi för att kunna expandera. Tidigare forskning visar en annan bild av rörelseförvärv och dess framtida lönsamhet. Det visar sig att rörelseförvärv inte förbättrar företagets värde, mätt både på kort (Asquith, 1983; Dodd, 1980; Jarrell & Poulsen, 1989; Malatesta, 1983) och lång sikt. (Agrawal, Jaffe, & Mandelker, 1992; Asquith, 1983; Loderer & Martin, 1992) Snarare urholkades företagets värde i samband med förvärv och medförde en mer volatil avkastning. (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004; Seth, Song, & Pettit, 2002) Även senare forskning framhäver att företag som genomför rörelseförvärv i genomsnitt inte drar nytta av förvärvet.(Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter & Davison, 2009) Motiven till att företag gör rörelseförvärv kategoriseras enligt Haleblian et al. (2009) in i fyra kategorier; Värdeskapande, ledarskapsintresse (värdeförstörelse), miljöfaktorer och företagsegenskaper. Värdeskapande i form av marknadsexpansion, vilket är ett sätt att tillägna värde till kunderna och ägarna. Ledarskapsintresse, där ledningen förvärvar för att maximera sitt egenintresse. Miljöfaktorer, där osäker miljö är en bidragande faktor till rörelseförvärv.

Företagsegenskaper, där företags strategiska position och intentioner är av betydelse för rörelseförvärv.

4. Empiri

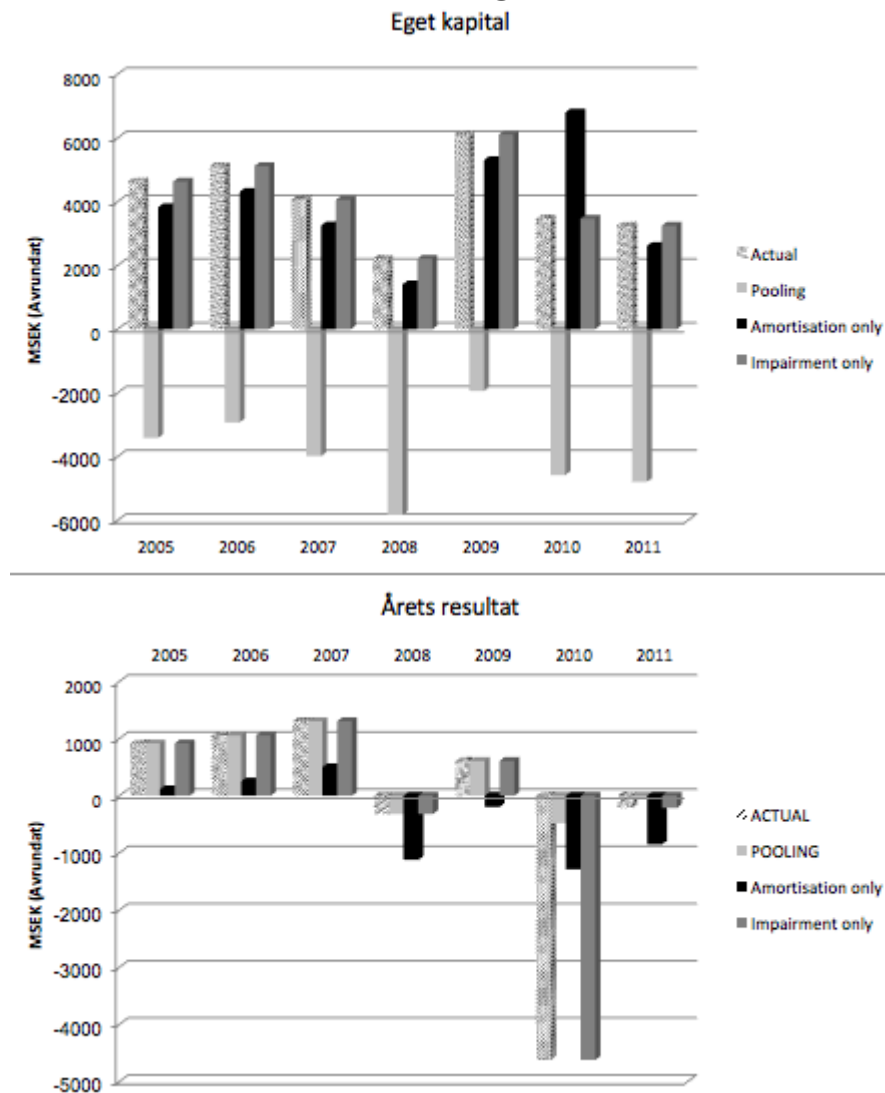
4.1 Eniros förvärv av Findexa

Eniro är ett svenskt börsnoterat företag som grundades den 8 december år 2000. Företaget erbjuder söktjänster som finns tillgängliga genom internet och mobiltjänster, tryckta kataloger samt nummerupplysning- och sms-tjänster. Eniro är verksamma i Sverige, Norge, Danmark och Polen. (Eniro Group, 2017) Eniro är ett väldigt omdiskuterat företag som idag är på Stockholmsbörsens observationslista, där företag med osäker ekonomi hamnar. (Sundkvist, 2017) År 2005 gjorde Eniro ett förvärv av norska företaget Findexa, vilket då låg i linje med företagets strategi att vara marknadsledande i norden. Till ett pris av 7866 MSEK, motsvarande 1,7 gånger företagets eget kapital (4634 MSEK), fick företaget en starkare position och ett bättre utgångsläge. Köpeskillingen förvärvades med 70 % likvida medel och 30 % med egna aktier. Utspädningen för aktieägarna blev följaktligen cirka 13 % för att kunna finansiera delar av rörelseförvärvet. Findexas bokförda värde uppgick till -176 MSEK vid förvärvet. Goodwillposten i samband med förvärvet uppgick till 8042 msek. Goodwillposten som motsvarar ca 7,5 gånger Eniros omsättning 2005, motiveras av Findexas höga lönsamhet och kassaflöden samt möjlighet till framtida synergier. (Eniro Group, 2005) Eniro genomförde två nyemissioner under perioden 2005 - 2011. En nyemission år 2009 på 2384 MSEK (Eniro Group, 2009) och en nyemission år 2011 på 2419 MSEK. (Eniro Group, 2011)

MSEK	Koncernen	Moderbolaget
Förvärv av Findexa		
Köpeskillning inklusive övriga förvärvskostnader för årets förvärv	7 866	7 856
– varav genom apportemission	-2 138	-2 138
– varav med tidigare återköpta egna aktier	-255	-255
– varav ännu ej erlagt belopp	-57	-57
Avgår likvida medel vid förvärvstillfället	-361	–
Summa nettobetalingar vid förvärv av Findexa	5 055	5 406
Nettobetalingar för övriga verksamhetsförvärv	5	–
Summa nettobetalingar för årets förvärv	5 060	5 406
Tillgångar och skulder i Findexa		
Identifierbara tillgångar och skulder	Förvärvat bokfört värde	Verkligt värde
Immateriella anläggningstillgångar		
Varumärken	939	1 191
Kundrelationer	440	2 268
Övriga immateriella anläggningstillgångar	62	95
Materiella anläggningstillgångar	36	138
Finansiella anläggningstillgångar	36	36
Summa anläggningstillgångar	1 513	3 728
icke räntebärande omsättningstillgångar	788	634
Summa tillgångar i förvärvade verksamheter	2 301	4 362
Långfristiga låneskulder	3 116	3 116
Pensionsförpliktelser	37	37
Uppskjutna skatteskulder	-11	823
Summa långfristiga skulder	3 142	3 976
Kortfristiga skulder	1 477	562
Summa skulder hänförliga till förvärvade verksamheter	4 619	4 538
Förvärvade identifierbara nettotillgångar	-176	
Goodwill vid förvärvstillfället	8 042	
Köpeskillning	7 866	

Figur 3. Eniros förvärvsanalys av Findexa (Eniro Group, 2005 , not 23)

4.1.1 Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder



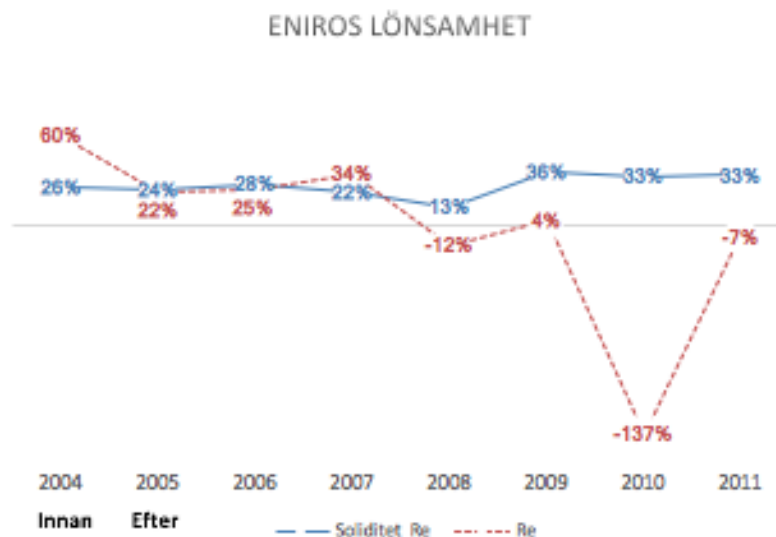
Figur 4. Eniros Eget kapital och Årets resultat 2005–2011, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av Findexa.

Figuren ovan simulerar Eniros Eget kapital och årets resultat år 2005-2011, för olika redovisningsmetoder. Informationen är hämtad från: Eniros årsredovisning och räkenskaper, år 2005 - 2011. Goodwill som uppkommer vid förvärvet av Findexa: Eniro Group årsredovisning 2005, not 23. Avskrivningsgrad under perioden (Amortisation only): 10 år. Modellen visar hur goodwills värde varierar beroende på vilken redovisningsstandard som tillämpats där stapel (Actual) visar hur Eniro faktiskt redovisade värden medan de övriga tre: Pooling, Amortisation only och Impairment only är hypotetiska redovisningar och påvisar en fiktiv värdering av Eniros goodwill för förvärvet av Findexa. Eniro använder från och med 2005 IFRS vid upprättande av koncernredovisningen. Från förvärvet 2005 till år 2007 har inga nedskrivningar av goodwill skett.(Eniro Group, 2005;2006;2007) År 2008 gjorde Eniro

nedskrivningar på 913 MSEK av den kassagenererande enheten i Norge tillhörande Eniro AS(Findexa).(Eniro Group, 2008) År 2010 sker nästa goodwillnedskrivning hänförligt till förvärvet av Findexa på 4138 MSEK.(Eniro Group, 2010) År 2011 sker en nedskrivning på goodwill med 167 MSEK hänförligt till Findexa.(Eniro Group, 2011)

Pooling uppgår till ett negativt eget kapital då Eniro inte fiktivt har råd att skriva av övervärdet som uppstår vid förvärvet av Findexa. Resultat i samband med Pooling kommer att följa företagets faktiska resultat utan påverkan av nedskrivning eller avskrivning av övervärden. Eniro nedskrivningsprövar sin goodwill, enligt IFRS, vilket innebär att Actual och Impairment Only visar samma värde av eget kapital. Amortisation Only kommer att vara lägre så länge Eniro inte gör några nedskrivningar då posten baseras på Eniros faktiska egna kapital vid en hypotetisk avskrivning. Vid 2010 genomförde Eniro en nedskrivning av de övervärden som var hänförliga till Findexa på 4138 MSEK vilket resulterade i ett minskat eget kapital med sämre resultat som följd. Amortisation Only redovisar ett bättre resultat till följd av att goodwill skrivs av under tio år istället för enskilda nedskrivningar.

4.1.2 Finansieringsformens effekter



Figur 5. Eniros lönsamhet i samband med förvärvet av Findexa

Figuren ovan simulerar Eniros soliditet och lönsamhet år 2004-2011. Informationen är hämtad från: Eniros Årsredovisning och Räkenskaper, år 2004 - 2011.(Se bilaga 2a). Förvärvet av företaget gjordes med 70 % likvida medel och 30 % med egna aktier, goodwill nedskrivningsprövas årligen i enlighet med IFRS.

Eniros räntabilitet på eget kapital minskas i samband med förvärvet av Findexa, från 60 % till 22 %. Grunden till försämringen är att tillgångarna ökar medan rörelseresultatet (inkl. ränteintäkter) försämras jämfört med året innan. Soliditeten försämras vid förvärvet från 26 % till 24 %, då tillgångarna ökar mer än det egna kapitalet.

De två efterföljande åren, 2006 och 2007, gjorde Eniro en förbättring av räntabiliteten, från 22 % till 34 %. Förbättringen beror till stor del på bättre rörelseresultat (inkl. ränteintäkter). Soliditeten fluktuerar mellan 28 % - 22 %, vilket beror på högre respektive lägre eget kapital mellan åren.

År 2008 minskade företagets räntabilitet på eget kapital från 34 % till -12 %, då rörelseresultatet (inkl. ränteintäkter) minskade samtidigt som räntekostnaderna och skuldsättningsgraden ökade. Soliditeten minskade från 22 % till 13 %, då eget kapital näst intill halverades jämfört året innan. År 2010 minskade räntabiliteten från 4 % till -137 %, då en större nedskrivning av Findexa på 4138 MSEK gjordes. Soliditeten försämrades med 36 % till 33 %, då eget kapital minskade med nästan 50 % samtidigt som tillgångarna minskade i något mindre storlek. Eniros soliditetsförbättring 2009 och 2011 förklaras till stor del av nyemissionerna företaget utförde.

4.1.3 Ägarperspektiv

Ägarstruktur 2004	% Av aktierna	Ägarstruktur 2005	% Av aktierna
Fidelity Fonder	9,2	Fidelity Fonder	8,9
Kairos Investment Management	6,5	Kairos Investment Management	4,9
Hermes Focus Asset Management	5	Egerton Capital	4,6
SHB/SPP fonder	3,4	Hermes Focus Asset Management	4,5
Swedbank Roubor fonder	2,3	SHB/SPP fonder	2,2
Nordea fonder	1,9	SEB fonder	2,2
Tredje AP-fonden	1,8	Abu Dhabi Investment	2
Första AP-fonden	1,6	Swedbank Robur fonder	1,4
Andra AP-fonden	1,4	Principal fonder	1,3
Skandia Liv	1,1	AMF Pension	1

Figur 6. Eniros ägarstruktur innan och efter förvärvet av Findexa

I samband med förvärvet av Findexa utfärdades en nyemission, eftersom köpeskillingen betalades till 30 % av egna aktier. Nyemissionen resulterade i att fem nya storägare tog plats på Eniros lista över de tio största ägarna (Se figur 6).

Ägarstruktur 2007	% Av aktierna	Ägarstruktur 2008	% Av aktierna	Ägarstruktur 2009	% Av aktierna	Ägarstruktur 2010	% Av aktierna
Fidelity Fonder	8,2	Hermes Focus Asset Management	10,3	Fidelity Fonder	10,1	Länsförsäkringar fondförvaltning	7,1
Hermes Focus Asset Management	7,6	F&C Asset Management	10,1	Swedbank Roubor fonder	9,3	Skandia Liv	5,6
Kairos Investment Management	7,3	Fidelity Fonder	10	SEB fonder	6,4	Danske Invest fonder	4,5
Lehman Brothers International	6,1	Fjärde AP-fonden	4,9	Nordera fonder	6,1	Fjärde AP-fonden	3,7
Capital Group Companies	6,1	SEB fonder	3,5	SHB/SSP fonder	4,4	Sjunde AP-fonden	3,7
Richmond Capital	5,2	SHB/SSP fonder	3,3	HQ fonder	3,2	Zenit Fond	3,4
Parvus Asset Management	4,9	Swedbank Roubor fonder	3,3	Fjärde AP-fonden	3	SEB fonder	3,2
SEB fonder	2,5	Caja Madrid fonder	1,7	Öresund Invest AB	2	Nordera fonder	3
		Sjunde AP-fonden	1,7	Sjunde AP-fonden	1,7	Larsson Bo	2,5
		Elkos fond	1,4	Caja Madrid fonder	1,6	Avanza Pension Försäkring AB	2

Figur 7. Eniros ägarstruktur i samband med nyemission.

Eniros ägarstruktur har sett olika ut under åren 2005-2011. Majoriteten av de tio största ägarna består av institutionella ägare. För att ta del av vilka ägare som har störst aktieinnehav respektive år se bilaga 3a. Sett till ägarstrukturen vid nyemissionen 2008, har endast tre av åtta ägare valt att fortsätta äga majoritetsandelar i Eniro. Det medförde sju nya storägare för Eniro i form av institutionella ägare. År 2010 då ytterligare en nyemission utfärdades, valde fyra av storägarna att behålla eller satsa nytt kapital i Eniro. Sex nya storägare anträdde därmed topp tio listan(Se figur 7).

4.2 Stora Ensos förvärv av Consolidated papers

Stora Enso grundades 1998 genom en sammanslagning av finska Enso Oyj och svenska stora kopparbergs bergslags aktiebolag. Stora Enso finns idag i 35 länder och är börsnoterade i Stockholm och Helsingfors. Stora Enso är ett företag som tillverkar biomaterial, förpackningar, träprodukter och papper. (Stora Enso, 2017)

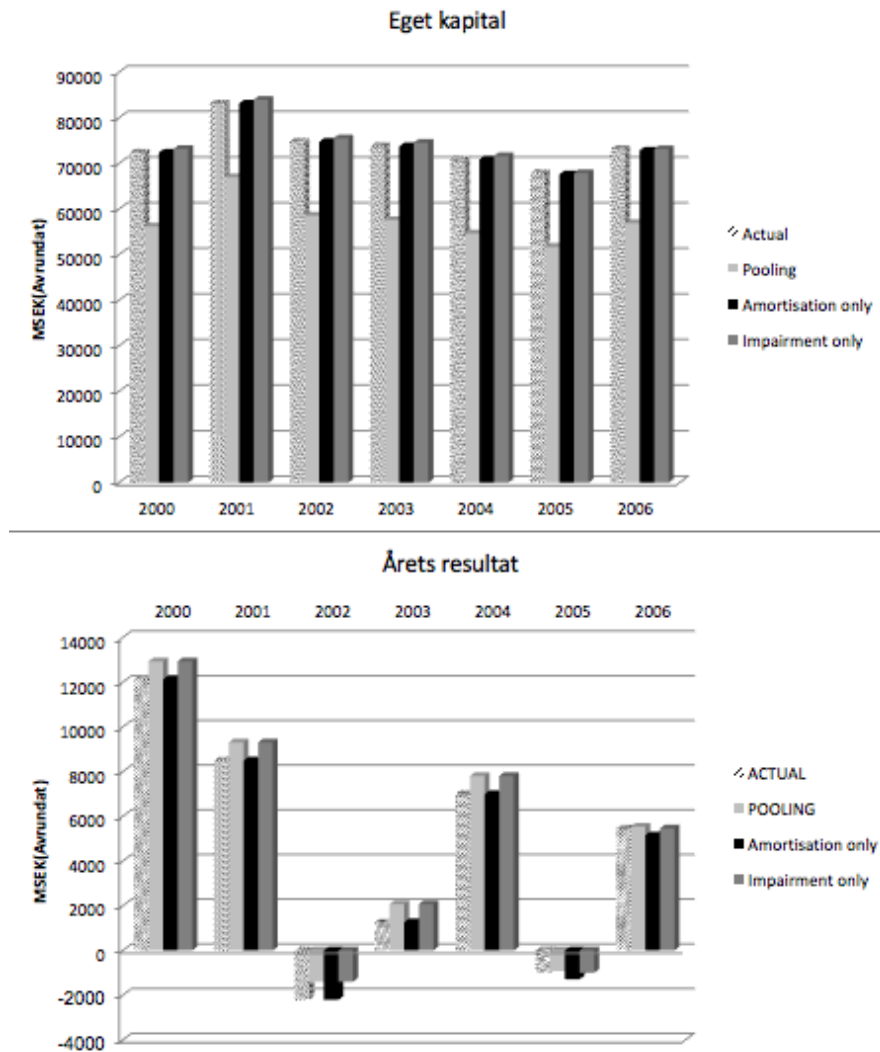
Stora Enso förvärvade år 2000 Consolidated Papers för 34 175,5 MSEK (4 046,3 MEUR) motsvarande ca 65 % av Stora Ensos eget kapital (6155 MEUR). Förvärvet av Consolidated papers låg i linje med företagets dåvarande strategi, att växa genom rörelseförvärv.

Köpeskillingen erlades genom en nyemission av aktier. Det bokförda värdet vid förvärvet uppgick till 17 991,9 MSEK (2 130,2 MEUR). Goodwillposten som uppstod i samband med förvärvet uppgick till 16 183,6 MSEK (1 916,1 MEUR), motsvarande ca 17,5 gånger Stora Ensos omsättning för år 2000. Goodwillposten motiveras genom att Consolidated papers beräknas generera framtida synergieffekter och beräknas amorteras under 20 år. (Stora Enso, 2000)

million	USD	EUR
Conversion of Consolidated Papers shares	1,529.7	1,717.2
Cash purchase	2,033.7	2,283.5
Conversion of Consolidated Papers stock options	22.0	24.7
Acquisition-related expenses	18.6	20.9
Total purchase price for the equity	3,604.1	4,046.3
Less:		
Book value of net assets acquired	1,363.2	1,530.7
Fair valuation of net assets	969.4	1,088.4
Deferred taxes from valuation	- 435.4	- 488.9
Fair value of net assets acquired	1,897.2	2,130.2
Goodwill	1,706.9	1,916.1

Figur 8. Stora Ensos förvärvsanalys av Consolidated papers. (Stora Enso, 2000, not 4)

4.2.1 Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder



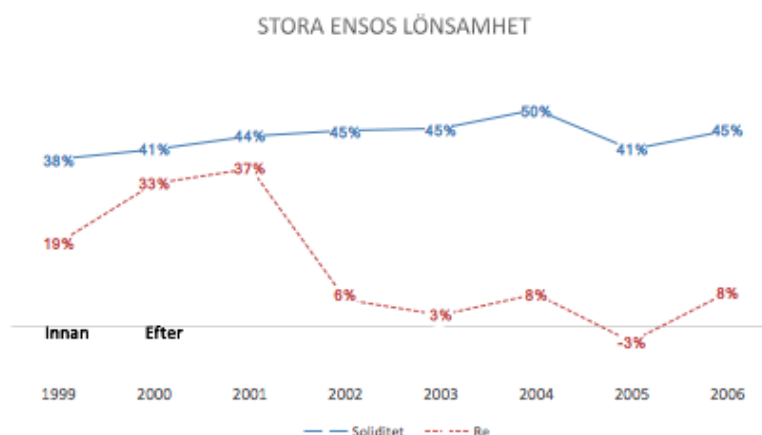
Figur 9. Stora Enso Eget kapital och Årets resultat 2000–2006, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av Consolidated papers

Figur 9 simulerar Stora Enso Eget kapital och årets resultat år 2000-2006, för olika redovisningsmetoder. Informationen är hämtad från: Stora Enso Årsredovisning och Räkenskaper, år 2000-2006. Goodwill som uppkommer vid förvärvet av: Consolidated Papers, Stora Enso årsredovisning år 2000, not 4. Avskrivningsgrad under perioden (Amortisation only): 20 år. Modellen visar hur goodwills värde varierar beroende på vilken redovisningsstandard som tillämpats där stapel (Actual) visar hur Stora Enso faktiskt redovisade värden medan de övriga tre: Pooling, Amortisation only och Impairment only är hypotetiska redovisningar och påvisar en fiktiv värdering av Stora Enso goodwill för förvärvet av Consolidated Papers.

År 2001 gjorde Stora Enso en amortering på 886,3 MSEK (95,8 MEUR) av goodwill hänförligt till Consolidated Papers.(Stora Enso, 2001) I september år 2002 skedde en nedskrivningsprövning av Consolidated Papers, vilket resultera i en nedskrivning på 10 917,3 MSEK (1191,495 MEUR). Kvarvarande goodwillpost år 2002 är 5 761,5 MSEK (628,8 MEUR), vilket hädanefter amorteras av på 17 år.(Stora Enso, 2002) År 2003 och 2004 amorterades 337,5 MSEK (36,99 MEUR) av goodwillposten hänförligt till Consolidated Papers.(Stora Enso, 2003;2004) År 2005 infördes IFRS i koncernredovisningen och nedskrivningsprövning ersätter avskrivningar. Stora Enso ansåg att inget vidare nedskrivningsbehov fanns vid nedskrivningsprövning. En nedskrivning på 74,3 MSEK (8 MEUR) gjordes .(Stora Enso, 2005) År 2006 gjordes en nedskrivning på 83,3 MSEK (9 MEUR). (Stora Enso, 2006)

Som resultatet visar motsvarar Pooling som om Stora Enso förvärvat Consolidated papers utan någon uppkomst av goodwill. Resultat i samband med Pooling kommer att följa företagets faktiska resultat utan påverkan av nedskrivning eller avskrivning av goodwill. IFRS infördes vid 2005 vilket innebär att Stora Enso tillämpar Amortisation Only under perioden 2000 - 2005. Utöver amorteringsplanen gjorde Stora Enso en nedskrivning av goodwill år 2002 på 115,2 MSEK. Skillnaden i figuren är att staplarna "Amortisation only" och "Impairment only" skiljer sig åt. Eftersom Stora Ensos nedskrivningar av Consolidated papers understiger värdet på avskrivningarna kommer "Amortisation only" att visa ett sämre resultat och lägre eget kapital över perioden.

4.2.2 Finansieringsformens effekter



Figur 10. Stora Enso's lönsamhet i samband med förvärvet av Consolidated papers

Figuren ovan simulerar Stora Enso's solvitet och lönsamhet år 1999-2006.

Informationen är hämtad från: Stora Enso's årsredovisning och räkenskaper, år 1999 -

2006. (Se bilaga 2b). Förvärvet av företaget gjordes med en nyemission av aktier och goodwill avskrivs årligen med en ekonomisk livslängd på 20 år, i enlighet med dåvarande IAS.

Innan förvärvet (år 1999) av Consolidated papers hade Stora Enso en solvitet på 38 % och räntabilitet på eget kapital på 19 %. I samband med köpet ökade företagets solvitet till 41 % och räntabilitet på eget kapital till 33 %. I och med att köpet är finansierat med en nyemission av aktier påverkar det inte företagets räntabilitet på eget kapital eller solvitet.

Räntabilitetsförbättringen beror på att Stora Enso gjorde ett bättre rörelseresultat (inkl ränteintäkter) år 2000 i förhållande till året innan. Solviteten ökade till följd av ett högre eget kapital i och med den utfärdade nyemissionen.

År 2001 gjorde Stora Enso ett bättre rörelseresultat (inkl. ränteintäkter), medan tillgångarna minskade någorlunda i förhållande till året innan. Det i samband med lägre skuldsättningsgrad är anledningen till bättre räntabilitet på eget kapital år 2001. Räntabilitetsförsämringen år 2002, från 37 % till 6 %, beror på att Stora Enso gjorde en stor nedskrivning av Consolidated papers på närmare 11 000 MSEK. Solviteten är näst intill oförändrad vilket beror på eget kapital och totala tillgångar har minskat i ungefär samma proportion. År 2003 får Stora Enso ytterligare en räntabilitetsförsämring, vilket beror på en högre låneränta, då räntekostnaderna ökat.

År 2004 har tillgångarna, låneräntan och skuldsättningsgraden minskat, vilket är anledningen till räntabilitetsförändringen från 3 % till 7 %. I samband med att tillgångarna minskat ökat företagets soliditet, från 45 % till 50 %. År 2005 gör företaget en räntabilitetsförsämring från 7 % till - 3 %, vilket beror på att tillgångarna, låneräntan och skuldsättningsgraden ökat, samtidigt som rörelseresultat (inkl. ränteintäkter) minskat. Eget kapital minskade och totalt kapital ökade, vilket är grunden till soliditetsförsämringen från 50 % till 43 %.

År 2006 gör Stora Enso en förbättring av räntabiliteten, från -3 % till 8 %, vilket beror på bättre rörelseresultat (inkl. finansiella intäkter), mindre totala tillgångar och skulder samt ett högre eget kapital. Det har även påverkat soliditeten, som förbättrats 4 % eftersom eget kapital ökat och totala tillgångarna minskat något.

4.2.3 Ägarperspektiv

Ägarstruktur 1999	% Av aktierna	% Av rösträtt	Ägarstruktur 2000	% Av aktierna	% Av rösträtt
Finnish State	18	24,1	Finnish State	14,8	23,8
Investor AB	10,3	24,1	Investor AB	8,7	23,8
Social Insurance Institution of Finland	3,6	9,2	Social Insurance Institution of Finland	3	9
Sampo-Varma Group	2,7	7,7	Sampo-Varma Group	2,1	7,3
Franklin Resources Inc	2,1	3,1	Robur	4,1	1,4
Skandia Life	7,2	2,1	Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	0,6	1
Erik Johan Ljungberg's Training Fund	4,9	1,7	Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,7	0,9
Knut and Alice Wallenberg Foundation	0,8	1	Suomi Mutual Life Assurance Company	0,2	0,7
Enso's pension foundation	0,9	0,9	Knut and Alice Wallenberg Foundation	0,2	0,6
SPP Insurance Company	0,5	0,7	Fourth General Pension Fund	1,7	0,6

Figur 11 Stora Ensos ägarstruktur innan och efter förvärvet av Consolidated Papers

I samband med förvärvet av Consolidated Papers utfärdades en nyemission. Nyemissionen resulterade i att fyra nya storägare tog plats på Stora Ensos lista över de tio största ägarna (Se figur 11). Stora Ensos ägarstruktur efter förvärvet har inte förändrats något speciellt under åren 2000-2006. Majoriteten av de tio största ägarna består av institutionella ägare. För att ta del av vilka ägare som har störst aktieinnehav respektive år (se bilaga 3b). Den Finska staten har haft majoritetsägandet under alla åren. Stora Enso har inte gjort några nyemissioner under de studerade åren efter förvärvet och inga större ägarstrukturförändringar har skett.

4.3 Vattenfalls förvärv av N.V Nuon Energy

Vattenfall grundades år 1909 då Trollhätte kanal och vattenkraftsanläggningen ombildades till Kungliga Vattenfallsstyrelsen. Den svenska staten hade köpt vattenrätterna i Trollhättan några år tidigare och började arbeta aktivt med denna framväxande teknik för elproduktion i företaget Vattenfall. Företaget som ägs till 100 % av svenska staten, producerar idag el, värme och gas. Vattenfalls huvudmarknader är Norden, Nederländerna och Tyskland. Företaget har även utveckling av vindkraftverk i Storbritannien.(Vattenfall, 2017)

År 2009 i juli förvärvade Vattenfall nederländska energiföretaget N.V. Nuon Energy för köpeskillingen 104 334 MSEK, Vattenfall förvärvade den 1 juli 49 % av aktierna för cirka 52000 MSEK och övertog den operativa kontrollen i det nederländska energiföretaget N.V. Nuon Energy (Nuon). För att finansiera delar av förvärvet utfärdade Vattenfall obligationsemissioner. Den 5 mars emitterades tre obligationer på sammanlagt 28 677 MSEK (2700 MEUR) med löptider på 4, 7 och 12 år. Den 1 april emitterades två obligationer på sammanlagt 16100 MSEK (1350 MGBP) på den brittiska marknaden med löptider på 10 och 30 år. Den 6 maj emitterades ytterligare en Euro noterad obligation på 14338 MSEK (1350 MEUR) med en löptid på 5 år.

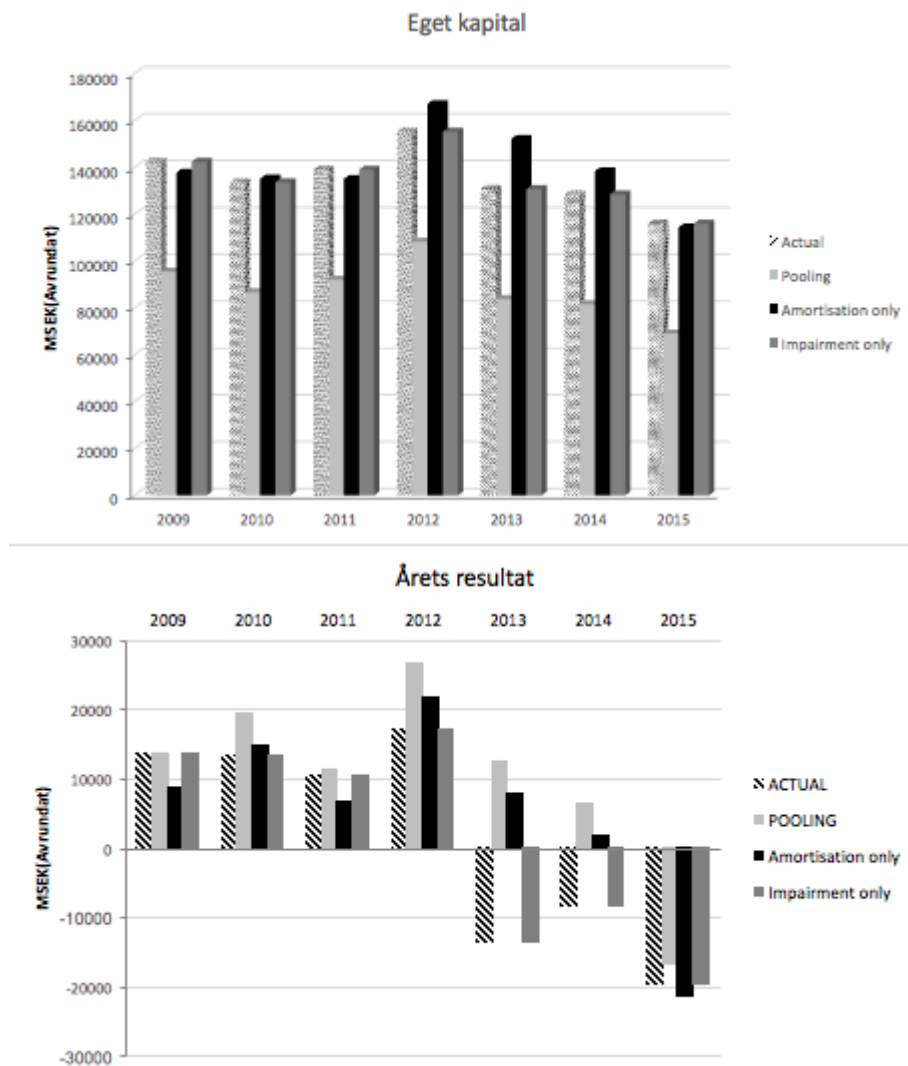
Från och med det tredje kvartalet 2009 ingår Nuon i Vattenfallkoncernen. Köpeskillingen för de resterande 51 % av aktierna kommer Vattenfall att reglera vid tre tillfällen under de kommande fem åren. Vattenfall har under 2009 emitterat ett antal obligationer för att finansiera köpet av de första 49 % aktierna i N.V. Nuon Energy. Det bokförda värdet för Nuon var 57 424 MSEK vid förvärvstillfället. Goodwillposten i samband med förvärvet uppgick till 46 910 MSEK och motiveras av möjlighet till framtida synergier.

Vattenfall har gjort en nyemission under de studerade åren efter förvärvet. År 2012 genomfördes en nyemission i dotterföretaget Vattenfall Vindkraft AB om 3 000 MSEK.

Specifikation över förvärvade nettotillgångar och goodwill (MSEK)		
Kassareglerat belopp		52 424
Direkta kostnader i samband med förvärvet		443
Skuld per 1 juli 2009 till ägare i Nuon		51 467
Summa köpeskillning		104 334
Förvärvade likvida medel		14 902
Ännu ej kassareglerat belopp		51 467
Årets kassautflöde		37 965
	Verkligt värde	Redovisat värde
Förvärvade tillgångar och skulder per 1 juli 2009		
Immateriella anläggningstillgångar	13 471	1 186
Materiella anläggningstillgångar	35 827	27 873
Andelar i intresseföretag och joint ventures	1 379	1 196
Uppskjuten skattefordran	1 581	1 581
Andra anläggningstillgångar	255	255
Varulager	977	977
Immateriella omsättningstillgångar	4 202	-
Kundfordringar och andra fordringar	12 044	11 660
Derivat med positivt verkligt värde	31 263	31 263
Kortfristiga placeringar	3 498	3 498
Kassa, bank och liknande tillgångar	14 902	14 902
Låneskulder	-5 544	-5 544
Avsättningar	-2 135	-2 021
Uppskjuten skatteskuld	-10 186	-3 800
Leverantörsskulder och andra skulder	-14 279	-14 279
Derivat med negativt verkligt värde	-29 831	-29 831
Summa	57 424	38 916
Goodwill	46 910	
Summa köpeskillning	104 334	

Figur 12. Vattenfalls förvärvsanalys av NV.Nuon Energy (Vattenfall, 2009, not 3)

4.3.1 Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder



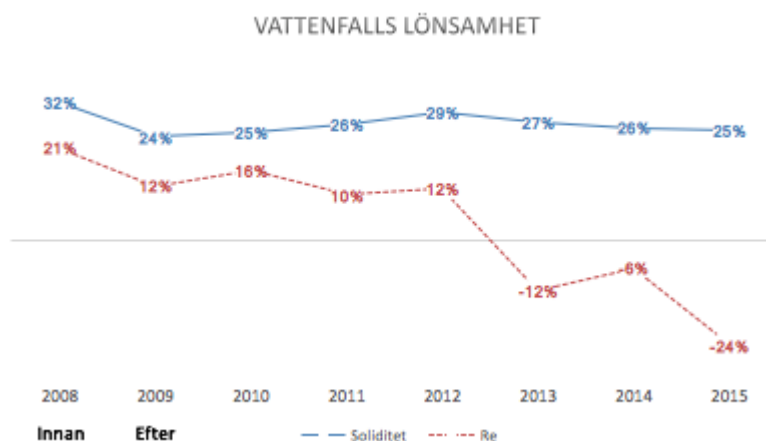
Figur 13. Vattenfalls Eget kapital och Årets resultat 2009–2015, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av NV. Nuon energy

Figuren ovan simulerar Vattenfalls Eget kapital och årets resultat år 2009-2015, för olika redovisningsmetoder. Informationen är hämtad från: Vattenfalls Årsredovisning och Räkenskaper, år 2009 - 2015. Goodwill som uppkommer vid förvärvet av N.V. Nuon Energy: Vattenfalls årsrapport 2009, not 3. Avskrivningsgrad under perioden: 10 år. Modellen visar hur goodwills värde varierar beroende på vilken redovisningsstandard som tillämpats där stapel (Actual) visar hur Vattenfall faktiskt redovisade medan de övriga tre: Pooling, Amortisation only och Impairment only är hypotetiska redovisningar och påvisar en fiktiv värdering av Vattenfalls goodwill. År 2010 försämrades marknadsförhållandena vilket ledde till lägre marginaler än vad som beräknats vid förvärvet av Nuon. Nedskrivningen av Nuon

under 2010 uppgick till totalt 6258 miljoner kronor, med motiveringen att synergier som bedömts varit svåra att uppnå (Vattenfall, 2010). 2011 skedde ytterligare en nedskrivning på 803 hänfört till dåvarande Business Group Benelux vilket var hänförbart till goodwill i samband med förvärvet av Nuon (Vattenfall, 2011). År 2012 gjordes en nedskrivning av aktieinnehavet i Nuon med 9407 MSEK (Vattenfall, 2012). År 2013 gjordes den största enskilda nedskrivningen av aktieinnehavet i Nuon med totalt 26041 MSEK (Vattenfall, 2013). År 2014 gjordes en nedskrivning av aktieinnehavet i Nuon med 14 593 MSEK. År 2015 gör Vattenfall en nedskrivning av aktieinnehavet i Nuon med 3093 MSEK.

Vid åren för nedskrivning tenderar "Impairment only" att visa ett bättre resultat och högre eget kapital än "Amortisation only" då en avskrivningsplan ska baseras på tillgångens förbrukningsperiod för att fördela ut kostnaderna så jämnt som möjligt. Året 2011 skiljer sig från de övriga åren, då redovisningsmetoden "Amortisation only" resulterar i ett sämre resultat och lägre eget kapital än "Impairment only". Förklaringen till det är att nedskrivningen år 2011 hade ett lägre värde än avskrivningen för året. Åren 2013 och 2014 syns de största skillnaderna i val av redovisningsmetod då "Pooling" och "Amortisation only" ger ett positivt resultat medan "Impairment only" ger ett negativt resultat. Anledningen till skillnaden är att Vattenfall skriver ned N.V Nuon energy med ett värde som är större än Vattenfalls resultat. År 2015 är Vattenfalls resultat negativt, "Amortisation only" visar ett sämre resultat i förhållande till "Impairment only" eftersom nedskrivningarna är mindre än de hypotetiska amorteringarna. Därav har "Impairment only" högre eget kapital än "Amortisation only".

4.3.2 Finansieringsformens effekter



Figur 14. Vattenfalls lönsamhet i samband med förvärvet av NV. Nuon energy

Figuren ovan simulerar Vattenfalls soliditet och lönsamhet år 2008-2015. Informationen är hämtad från: Vattenfalls årsredovisning och räkenskaper, år 2008 - 2015. (Se bilaga 2c). Förvävet av företaget gjordes med Obligationsemissioner (lånefinansiering) och goodwill nedskrivningsprövas årligen i enlighet med IFRS. Efter förvävet av N.V Nuon Energy sjönk vattenfalls räntabilitet på eget kapital från 21 % till 12 % 2009. Försämringen beror på att förvävet finansierades med obligationsemissioner som ökade låneräntan samt skuldsättningsgraden. Det i kombination med större tillgångspost och sämre rörelseresultat (inkl. ränteintäkter) är anledningen till försämringen. Soliditeten försämrades från 32 % till 24 % i samband med rörelseförvävet, vilket beror på en större tillgångspost. År 2010 gjorde Vattenfall en förbättring av räntabilitet på eget kapital, från 12 % till 16 %. Det förklaras genom bättre rörelseresultat (inkl. ränteintäkter), lägre totala tillgångar samt lägre skuldsättningsgrad. Tillgångsminskningen berodde på att vattenfall gjorde en nedskrivning på 6258 MSEK av Nuon Energy. Soliditeten förbättras med 1 % till 25 %, vilket beror på att tillgångarna minskar mer än eget kapital. År 2011 minskade räntabiliteten på eget kapital med 6 % till följd av lägre räntabilitet på totalt kapital. Det medförde att soliditeten ökade med 1 %, då tillgångarna minskade och eget kapital ökade. Räntabilitetsförsämringen och ökad soliditet låg till grund av den nedskrivning som skedde av Nuon Energy på 806 MSEK. År 2012 gick räntabiliteten på eget kapital upp något från 10 % till 12 %. Vilket beror på att eget kapital ökade samtidigt som skulderna minskade, då man utfärdade en nyemission i dotterbolaget. Nyemissionen ligger till grund för att soliditeten ökade från 26 % till 29 %. År 2013 var året då största enskilda nedskrivningen av aktieinnehavet i Nuon skedde. Det är grunden till att räntabiliteten på eget kapital minskar från 12 % till -12 %.

Där rörelseresultatet (inkl ränteintäkter) var negativt för året samtidigt som tillgångarna minskade. Soliditetsförsämringen beror på minskat eget kapital i samband med nedskrivningen. År 2014 ökar räntabiliteten på eget kapital något till - 6 %. Det beror på att räntabiliteten på totalt kapital ökar på grund av ett något positivt rörelseresultat (inkl ränteintäkter) samtidigt som låneräntan minskas. Soliditetsförsämringen beror på något ökade tillgångar och minskat eget kapital. Nollresultatet och det minskade egna kapitalet beror på den nedskrivning som Vattenfall gjorde av Nuon Energy. År 2015 är det år Vattenfall gör störst rörelseförlust (inkl räntintäkter), vilket ligger till grund för räntabilitetsförsämringen på eget kapital. Räntabiliteten minskas från -6 % till - 24 %. Soliditetsförsämringen beror på minskat eget kapital.

4.3.3 Ägarperspektivet

Vattenfall är ett onoterat företag som är helägt av svenska staten. Några ägarstrukturförändringar har inte skett under åren 2009-2015, då svenska staten står kvar som enda ägare. Någon nyemission har inte gjorts under de studerade åren i Vattenfall.

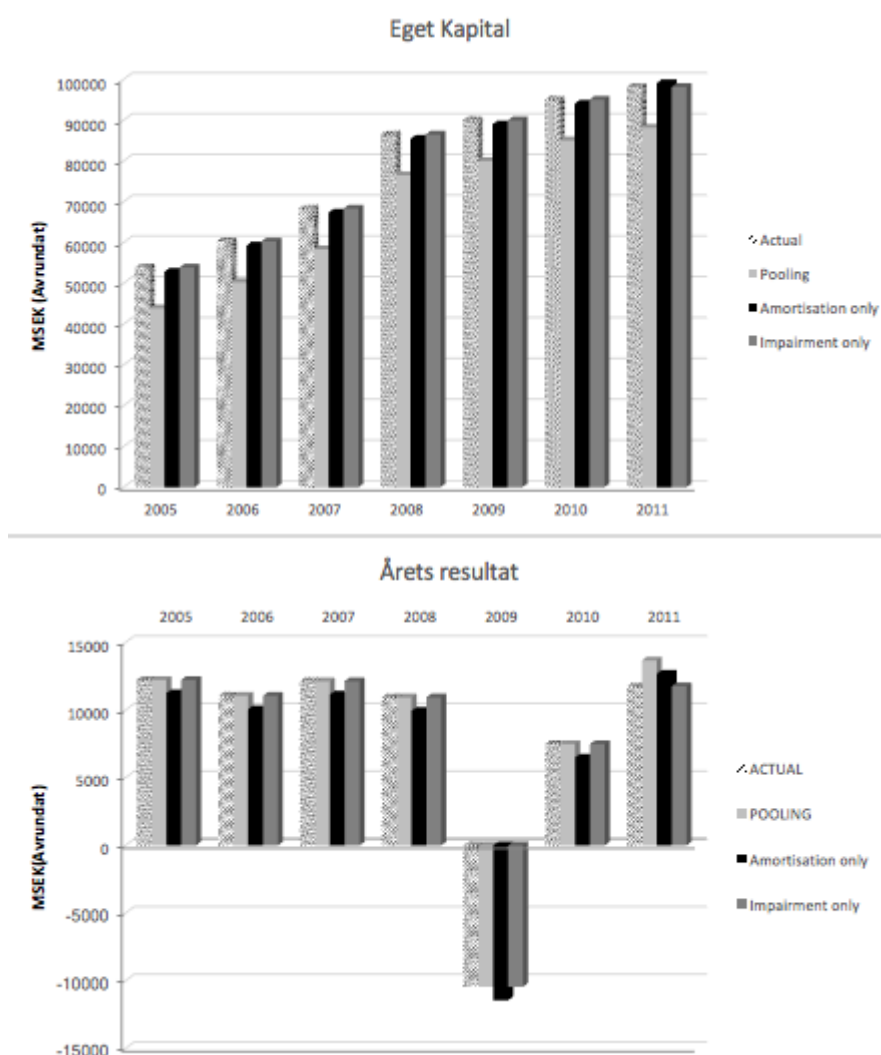
4.4 Swedbanks förvärv av Hansapank

Swedbank är Sveriges största bank och bankens historia sträcker sig ända bak till år 1820. År 1997 gick Sparbanken Sverige och Föreningsbanken samman och bildade Föreningsparbanken. År 2006 bestämdes att koncernen skulle anta det gemensamma namnet Swedbank. Swedbank är idag börsnoterat på Stockholmsbörsen. (Swedbank, 2017) År 2005 köpte Swedbank samtliga resterande aktierna för 15 891 MSEK i den baltiska banken Hansapank AS. Köpeskillingen erlades med likvida medel och motsvarade ca 33 % av Swedbanks egna kapital vid tillfället för förvärvet. Förvärvet gick i linje med den dåvarande strategin som gick ut på att skapa tillväxt genom förvärv av universalbanker. I och med förvärvet av Hansapank AS ansåg Swedbank sig själva som ett slagkraftigt bankalternativ på den nordiskbaltiska bankmarknaden. Hansabanks bokförda värde uppgick till 5927 MSEK totalt för förvärvet. Goodwillposten i samband med förvärvet uppgick till 9964 MSEK och motiveras av affärs- och kostnadssynergier. Under tidsperioden 2005-2011 genomförde Swedbank två nyemissioner. År 2008 gjordes en nyemission på 12 370 MSEK och år 2009 gjordes en nyemission på 15,1 MSEK.

Identifierbara nettotillgångars verkliga värde	Bokfört i koncernen vid förvärvstidpunkten	Bokfört i det förvärvade företaget vid förvärvstidpunkten
Tidigare minoritetsandel av:		
Dotterföretagets nettotillgångar	3 313	3 313
Utlåning till allmänheten, övervärde	1 770	
Immateriella anläggningstillgångar, kundbas	746	
Immateriella anläggningstillgångar, varumärke	98	
Summa	5 927	
Goodwill uppkommen vid förvärvet under 2005	9 964	
Erlagd köpeskillning inkl anskaffningskostnader	15 891	
Goodwill uppkommen vid tidigare förvärv	1 109	
Total goodwill	11 073	

Figur 15. Swedbanks förvärvsanalys av Hansapank. (Swedbank, 2005, not 44)

4.4.1 Resultat av M&A vid olika redovisningsmetoder

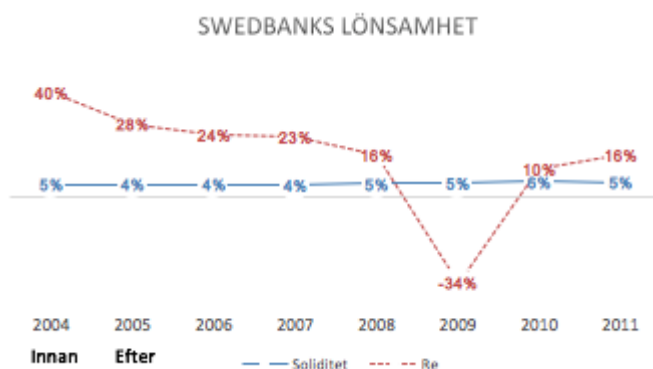


Figur 16. Swedbanks Eget kapital och Årets resultat 2005–2011, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av Hansapank

Figuren ovan simulerar Swedbanks Eget kapital och årets resultat år 2005-2011, för olika redovisningsmetoder. Informationen är hämtad från: Swedbanks Årsredovisning och Räkenskaper, år 2005 - 2011. Goodwill som uppkommer vid förvärvet av: Hansapank, Swedbanks årsredovisning år 2005, not 44. Använd avskrivningsgrad (Amortisation only): 10 år. Modellen visar hur goodwills värde varierar beroende på vilken redovisningsstandard som tillämpats där stapel (Actual) visar hur Swedbank faktiskt redovisade värden medan de övriga tre: Pooling, Amortisation only och Impairment only är hypotetiska redovisningar och påvisar en fiktiv värdering av Swedbanks goodwill för förvärvet av Hansapank. Goodwillposten hänfört till förvärvet av Hansapank ansågs enligt Swedbank inte vara i behov av nedskrivning förrän år 2011, då en nedskrivning på 1913 MSEK gjordes. (Swedbank, 2011)

Figur 16 visar att redovisningsmetoden “Impairment only” ger ett bättre resultat och större värde på eget kapital alla de observerade åren förutom sista året 2011. “Impairment only” kommer att ge ett bättre resultat och högre eget kapital de åren som Swedbank inte genomför några nedskrivningar. Anledningen till att 2011 skiljer sig från de övriga åren är att Swedbank skriver ned sin goodwill med ett större värde än avskrivningsvärdet.

4.4.2 Finansieringsformens effekter



Figur 17. Swedbanks lönsamhet i samband med förvärvet av Hansapank

Figuren ovan simulerar Swedbanks soliditet och lönsamhet år 2004-2011. Informationen är hämtad från: Swedbanks årsredovisning och räkenskaper, år 2004 - 2011. (Se bilaga 2d). Förvärvet av företaget gjordes med likvida medel och goodwill nedskrivningsprövas årligen i enlighet med IFRS.

I samband med förvärvet av Hansapank sjönk Swedbanks räntabilitet på eget kapital från 40 % till 28 %. Försämringen beror på stor del av att tillgångarna samt skulderna ökar.

Tillgångsökningen ligger till grund för att soliditeten försämrades från 5 % till 4 %.

År 2006 försämrades räntabiliteten på eget kapital ytterligare, från 28 % till 24 %. Vilket beror på att tillgångarna har ökat medan rörelseresultatet (inkl. ränteintäkter) är ungefär detsamma som år 2005. Soliditeten är oförändrad då både tillgångarna och eget kapital ökade i motsvarande storlek. År 2007 gjorde Swedbank en liten försämring på räntabiliteten på eget kapital. Då den minskades med 1 % eftersom låneräntan, tillgångarna och skuldsättningsgraden ökade. Soliditeten för året var oförändrad.

År 2008 försämrades räntabiliteten på eget kapital från 23 % till 16 %. Försämringen beror på hävstångseffekten till följd av att skuldsättningsgraden minskar då en nyemission ökade eget kapital.

År 2009 gjorde Swedbank ett sämre rörelseresultat (inkl. ränteintäkter) vilket resulterade i en längre räntabilitet på eget kapital från 16 % till - 34 %. Soliditeten ligger kvar på 5 % vilket beror på den nyemission Swedbank utfärdade 2009. År 2010 var räntabiliteten på eget kapital bättre och ökade till 10 %. Mestadels beroende på bättre rörelseresultat (inkl. ränteintäkter) samt mindre skuldsättningsgrad. Soliditeten ökade från 5 % till 6 % då eget kapital ökade samtidigt som tillgångarna minskade. År 2011 ökade räntabiliteten på eget kapital ytterligare till 16 %. Anledningen är att rörelseresultatet (inkl. ränteintäkter) blev bättre än året innan förhållande till totala kapitalet. Soliditetsförsämringen beror på att tillgångarna har ökat mer än i eget kapital.

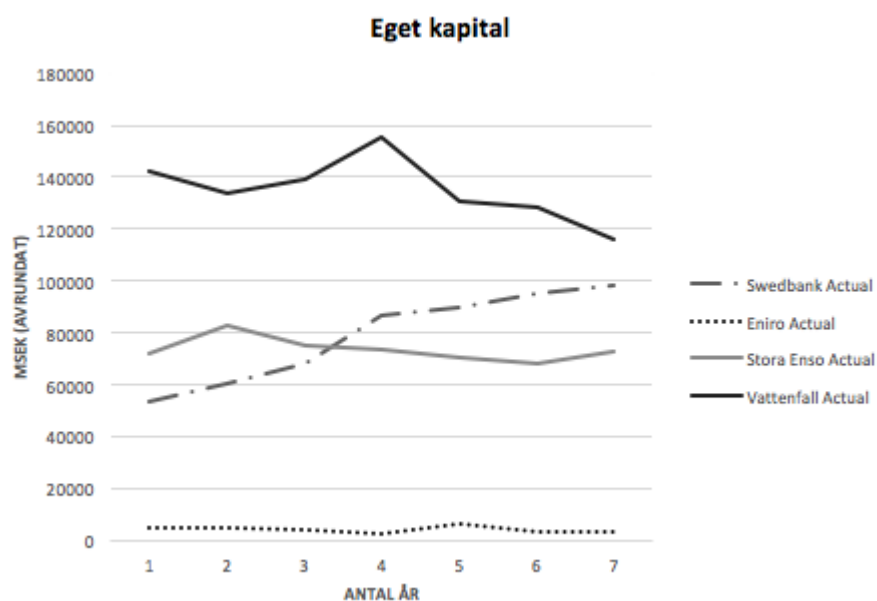
4.4.3 Ägarperspektiv

Ägarstruktur 2007	% Av aktierna	Ägarstruktur 2008	% Av aktierna	Ägarstruktur 2009	% Av aktierna
Sparbankstiftelser	21,6	Sparbankstiftelser	19,3	Folksam KPA-Förenade Liv	8,6
Sparbanker	8,4	Sparbanker	9,5	Fristående Sparbanker	7,8
Fjärde AP-fonden	2,4	Folksam Försäkring	8,6	Swedbank Robur Fonder	4,5
AFA Försäkring	3,1	Swedbank Robur Fonder	4,6	svensk Exportkredit	3,3
Swedbank Robur Fonder	2,6	AMF Pension	3,5	AMF Försäkring & Fonder	3
AMF Pension	2,5	SEB Fonder	2,7	Sparbankstiftelserna	2,8
Handelsbanken/SPP Fonder	1,6	AFA Försäkring	2,6	Skandia Liv	2,4
Swedbank resultatandelsstiftelser	2,2	Swedbank resultatandelsstiftelser	2,5	Alecta	2,4
Franklin-Templeton fonder	1,7	Skandia Liv	1,8	Nordea Fonder	2,3
SEB Fonder	1,4	Capital Group fonder	1,4	Andra AP-fonden	2
		AMF Pension	1,2	Swedbank personalstiftelser	1,9

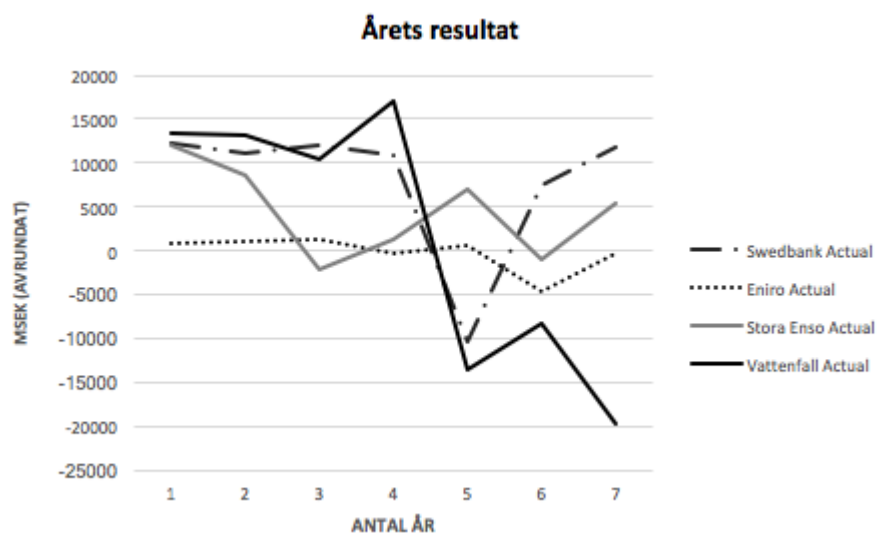
Figur 18 Swedbanks ägarstruktur i samband med nyemission.

Swedbanks ägarstruktur har sett olika ut under åren 2005-2011. Majoriteten av de tio största ägarna består av institutionella ägare. För att ta del av vilka ägare som har störst aktieinnehav respektive år se bilaga 3c. Sett till ägarstrukturen vid nyemissionen 2008, tillkommer tre nya institutionella ägare på toplistan. År 2009 då ytterligare en nyemission utfärdades, tillkom fem nya institutionella ägare på toplistan. (Se figur 18)

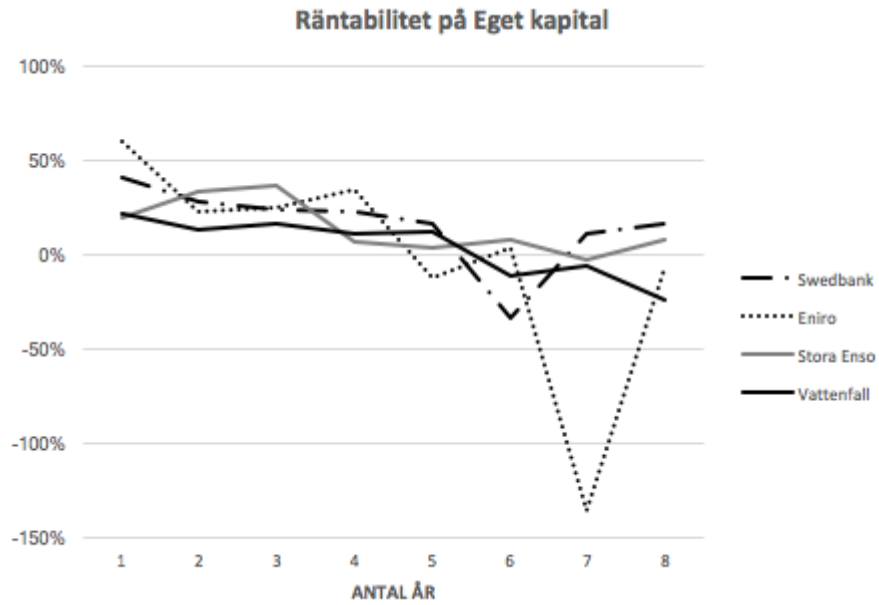
4.5 Sammanfattning av redovisningsmetod och finansieringsform



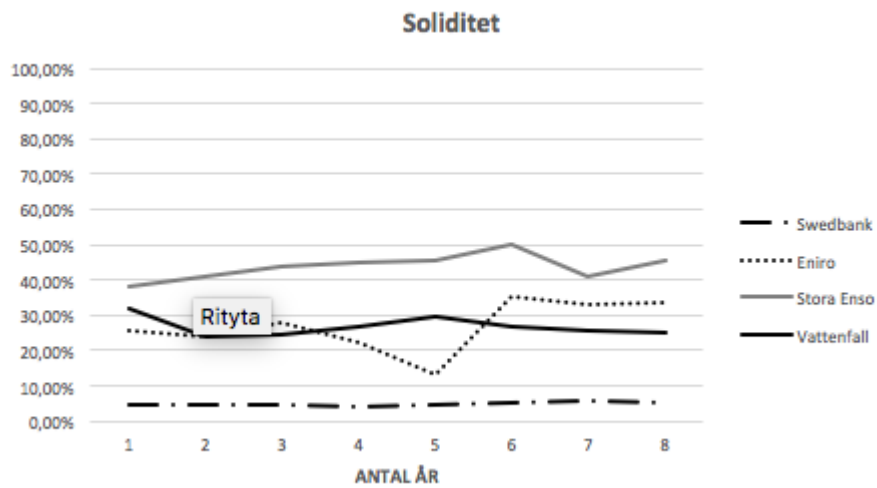
Figur 19. Sammanställning av företagens faktiska eget kapital under åren.



Figur 20. Sammanställning av företagens Årets resultat under åren.



Figur 21. Sammanställning av företagens Räntabilitet på eget kapital under åren.



Figur 22. Sammanställning av företagens Soliditet under åren.

Ovanstående figurer är en sammanställning av respektive studerade företags Eget kapital, Årets resultat, Räntabilitet på eget kapital och Soliditet. (se bilaga 4)

5. Analys

5.1 Spelar redovisningsmetod någon roll?

Det empiriska resultatet påvisar att; beroende på hur man väljer att redovisa övervärden, påverkar det företagens egna kapital och resultat olika, i likhet med Amel-Zadeh, G, Meeks och J-G, Meeks (2016) forskning. Sett till "Amortisation only", medför avskrivningar att företag sprider ut kostnaden för övervärden, medan "Impairment Only" kostnadsförs när man väl företagen väljer att skriva ned. "Amortisation only" kommer alltid att visa ett sämre eget kapital och årets resultat, så länge inte nedskrivningarna är större än storleken på amorteringarna. Pooling blir ett sätt att se koncernen utifrån ett moderbolags perspektiv, där goodwill inte uppstår.

Eniros urskiljer sig från övriga studera företag eftersom nettovärdet på de bokförda tillgångarna från Findexa var negativ. Som empiriska resultatet bevisar hade pooling inte varit möjligt vid förvärvet av Findexa, eftersom eget kapital blir negativt vid användandet av pooling. Eniros "Årets resultat" har ett stabilare resultat över tid vid användning av amortering. Nedskrivningen år 2010 visar att redovisningsmetoden har stor betydelse för "Årets resultat". Det visar sig att företaget faktiskt har skrivit ner goodwill med 5218 MSEK, medan tillämpning av amortering skulle innebära en avskrivning på sammanlagt 5629 MSEK.

Som empiriska resultatet påvisar ser redovisningsmetoden inte ut att påverka Stora Ensos "Eget kapital" i större utsträckning. Anledningen till att det är svårt att urskilja skillnader vid de olika redovisningsmetoderna beror till stor del på att Stora Enso har ett stort eget kapital i förhållande till förändringarna. Om Stora Enso haft möjligheten att endast tillämpa nedskrivningsprövning hade företaget kunnat redovisa ett bättre resultat, så länge inga nedskrivningar gjorts. Företagets faktiska ned- och avskrivningar under åren är sammanlagt 12 636 MSEK, endast tillämpning av nedskrivningsprövning skulle uppgått till 11 075 MSEK.

Vattenfalls "Eget kapital" och "Årets resultat" ser olika ut beroende på redovisningsmetod. Störst skillnader syns under åren 2012-2014, till följd av stora nedskrivningar. Företaget visar ett negativt resultat till följd av nedskrivningar år 2013 och 2014, till skillnad från amortering och pooling, som visar ett positivt resultat. Totala nedskrivningar under åren var 60196

MSEK, hade Vattenfall istället valt "Amortisation" hade avskrivningarna varit 32 837 MSEK.

Swedbank har under tidsperioden inte gjort några större nedskrivningar vilket resulterar i en mindre särskiljande analys. Som tidigare nämnt finns det skillnader mellan olika redovisningsval i "Eget kapital" och "Årets resultat". Swedbanks faktiska nedskrivningar under åren uppgick till 1913 MSEK, användande av "Amortations Only" hade inneburit en avskrivning på 7751 MSEK.

5.3 Finansieringsformens betydelse vid rörelseförvärv

Olika typer av finansieringsformer har använts i de studerade företagen vid rörelseförvärv. I likhet med Schuster (2002) får likvida medel och lånefinansiering konsekvenser i form av ökad risk, då det egna kapitalet i dotterbolaget är något som betalas ut till ägarna. Empiriska resultatet har påvisat att nyemission i samband med förvärv innebär en oförändrad risk för företagen, i form av att riskkapitalet består i dotterbolaget. Oberoende om köpeskillingen faktiskt motsvarar dotterbolagets nettotillgångar, kommer finansieringsformen ha betydelse så länge kapitalstrukturen ändras.

Eniros räntabilitet på eget kapital försämras i samband med förvärvet av Findexa, till följd av att köpeskillingen till 70 % erlades med likvida medel. Förvärvet påverkade även soliditeten negativt, vilket kan ses som en ökad risk för företaget. Sett till de studerade åren har nedskrivningar påverkat räntabiliteten negativt. År 2010 påvisar Eniro den svagaste räntabiliteten på eget kapital, vilket till stor del beror på företagets största nedskrivning av Findexa.

Stora Enso förvärv av Consolidated papers medförde en förbättring av räntabiliteten av eget kapital. Företagets resultat är den bidragande faktorn till en ökad lönsamhet. Finansieringen av rörelseförvärvet, med nyemission, påverkar inte räntabiliteten. Stora Ensos största försämring år 2002 beror på en nedskrivning på 11000 MSEK. Sett över åren har företaget haft en volatil räntabilitet med en nedåtgående trend.

Vattenfall har en försämring på lönsamheten i samband med förvärvet av NV. Nuon energy. Då förvärvet lånefinansierats blir försämringen tydligare i samband med ett sämre resultat. Goodwillposten efter N.V Nuon Energy skrivs ned ett flertal gånger under den observerade tidsperioden vilket bidrar till sämre lönsamhet för Vattenfall. Vattenfalls största negativa förändring av lönsamheten sker år 2013, till följd av en nedskrivning av Nuon på 26041 MSEK.

Swedbank lönsamhet försämras i samband med förvärvet av Hansapank. Försämringen sker till följd av finansiering av likvida medel. Swedbank har haft en nedåtgående trend av lönsamheten. År 2009 sker den största försämringen eftersom företaget gör ett betydligt sämre rörelseresultat än året innan.

Sett till företagets ekonomiska situation under de studerade åren, har vi funnit att företagets räntabilitet på det egna kapitalet tenderar att minska över de åren som efterföljer rörelseförvärvet. Generellt ser vi att företagets lönsamhet minskar i samband med att en nedskrivning sker. Motsatsen till sämre lönsamhet vid nedskrivning förekommer, med förklaringen att rörelseresultatet är så pass positivt att nedskrivningens effekter döljs. En annan förklaring till förbättrad räntabilitet på eget kapital är nyemission i samband med nedskrivning. Soliditetsförändringarna hos de studerade företagen är svåra att härleda till nedskrivningar. Då många andra faktorer spelar in såsom återinvestering av vinster, nyemissioner, amortering av skulder, förvärv av nya tillgångar och upptagning av nya lån.

5.3 Ägarperspektivet

Ägarstrukturen har sett olika ut i de studerade företagen. Eniro, Stora Enso och Swedbank är börsnoterade med ett flertal olika ägare. Vattenfall är onoterat och ägs till hundra procent av svenska staten. Det empiriska resultatet visar att Eniro har gjort nyemission i samband med förvärvet och tiden efter förvärvet. Stora Enso har gjort nyemission i samband med förvärvet och Swedbank har utfärdat nyemission under de studerade åren efter förvärvet. Nyemissionerna i samband med förvärven medförde att nästan hälften av de tidigare ägarna ersattes av nya storägare i Stora Enso och Eniro.

I samband med nyemissionerna tiden efter förvärven hos Eniro och Swedbank sker det tydliga förändringar i ägarstrukturerna. Under en fyraårsperiod har ägarstrukturen hos Eniro ändrats så mycket att endast en av de största huvudägarna kvarstår, vilka är SEB fonder. Swedbanks nyemission år 2008 och 2009, tvingade sparbanksstiftelserna att ge upp sin position som storägare eftersom de inte hade råd att teckna nya aktier. Sparbanksstiftelsernas brist på kapital ledde till att Folksam tog över posten som den största ägaren i Swedbank. Svenska staten har valt att fortsätta äga Vattenfall till 100 %, varför det inte skett någon ägarstrukturförändring. Sett till Stora Enso ägarstruktur efter förvärvet, har inga större förändringar skett. Finska staten har varit majoritetsägare under de studerade åren i Stora Enso.

5.4 Motiv till rörelseförvärv med övervärde

Samtliga förvärv motiveras av framtida synergier i form av högre lönsamhet och kassaflöden. Företagens förvärv har legat i linje med deras strategiska position och intentioner för marknadsexpansion. Förvärven kan beskrivas utifrån motivationsfaktorerna värdeskapande och företagsegenskaper. Värdeskapande i form av att skapa värde för kunder och ägare, företagsegenskaper då det är företagets strategiska mål att expandera med hjälp av rörelseförvärv.

6. Diskussion & slutsats

6.1 Diskussion

Sveriges historia kring redovisningsmetod har varit allt annat än enhetlig. Med olika metoder och avskrivningstider påverkar val av redovisningsmetod redovisningen av övervärden. Efter framställandet av studiens empiri och analys, får vi uppfattningen att företagets egna vilja och företagets ekonomiska situation styr huruvida en nedskrivning faktiskt sker, och därmed påverkar koncernens eget kapital och resultat. Uppfattningen har sin utgångspunkt i och med det empiriska resultatet, där de kapitalstarka företagen Stora Enso och Vattenfall amorterar och skriver ned goodwill mer än vid de fiktiva metoderna, medan Eniro och Swedbank amorterar eller skriver ned mindre i förhållande till de fiktiva metoderna. Därav tror vi att företagets ekonomiska situation har större betydelse när företagen väljer att göra nedskrivningar, i motsats till teorin där nedskrivning och avskrivning ska uträknas utifrån framtida förväntade kassaflöden. Risken finns att företagets eget kapital urholkas när de gör för stora nedskrivningar. Tanken att Eniro hade gått i konkurs om företaget skrivit ned goodwill direkt vid rörelseförvärvet är ofattbart. Sett till avskrivningar, ger det en mer jämnt fördelad kostnad istället för omfattande nedskrivningar som påverkar enskilda års resultat.

Finansieringsformen vid rörelseförvärv får betydelse för företagets ekonomiska situation. Vi kan se att Eniro, Vattenfall och Swedbank får försämrade lönsamhet efter rörelseförvärvet, medan Stora Enso har bättre räntabilitet på eget kapital. En av anledningarna är att Eniro, Vattenfall och Swedbank har finansierat förvärven till största delen med antingen likvida medel eller lån medan Stora Enso utfärdade en nyemission i samband med rörelseförvärvet. I likhet med redovisningsmetod finner vi att beroende på hur man finansierar förvärvet kommer man kunna redovisa förvärvet olika i resultat och balansräkningen. I samband med att Stora

Enso och Eniro utfärdade nyemission för att finansiera rörelseförvärven, skedde stora ägarstrukturförändringar. Nästintill hälften av de största ägarposterna byttes ut. Det får oss att uppmärksamma en annan form av riskkapital än vad som beskrivs vid annan finansieringsform, nämligen risken att förlora sitt ägarinflytande i företaget. Svårt att avgöra vad som är bästa utfallet mellan sämre räntabilitet på eget kapital samt ökad risk i form av soliditetsförsämring eller risken att inte ha råd att finansiera som aktieägare vid en nyemission och på så vis förlora sitt ägarinflytande. Vi är övertygade om att det beror på i vilken position beslutet fattas.

Vi tycker att företagen bör beakta risken att de köpt för dyrt, i likhet med Johnson & Petrone (1998), där man ser övervärde som antingen mättningsfel eller en ekonomisk förlust. Svårigheten ligger i att bevisa för dyra rörelseförvärv eftersom företagen inte gärna erkänner en dålig affär. Nuvarande redovisningsmetod möjliggör att företagen kan upprätthålla sin goodwill och uppvisa tillgångar till ett högre värde än vad som egentligen är försvarbart. Det i sin tur komplicerar uträknandet av framtida synergier hänfört goodwill, vilket vi tror är en av anledningarna till att företagen aldrig uppnår förverkligandet av förväntade synergier. Komplikationen med fastställandet av övervärde ger utrymme för företagets subjektiva bedömningar, vilket leder till alldeles för stora goodwillposter.

Sett till studiens företag ser vi ingen tydlig ökad lönsamhet i samband med rörelseförvärven, vilket går emot företagets motiv av förvärven. Samtliga förvärv motiveras av värdeskapande och företagsegenskaper i form av marknadsexpansion. Som tidigare forskning har påvisat medför rörelseförvärv sällan bättre framtida lönsamhet, vilket får oss att undra varför företag köper med så stora övervärden. En förklaring vore att en generell positiv syn på marknadsutvecklingen medför dyra rörelseförvärv. Vi tror att positiva tider med svarta siffror i årsredovisningen medför att företag öppnar upp plånboken för mycket.

Ägarstrukturen i de studerade företagen består till största del av Institutionella investerare, vilket kan leda till en kortsiktighet hos företagen. Institutionella investerare ser till sina kunders bästa vilket är att generera optimal avkastning. Vi tror att det ökande ägandet hos institutionella investerare gör att ägarna ser till sitt eget bästa och inte företagets. Ägare med endast avkastning som mål kan göra att företagets bästa på lång sikt åsidosätts, vilket vi tror ger incitament till att undvika kostnader som nedskrivning av goodwill. Vattenfall som endast har en ägare och är onoterat har inte samma krav på snabba resultat som de börsnoterade

företagen Eniro, Stora Enso och Swedbank. Vi tror att ägarstrukturen är en av anledningarna till att företagens nedskrivningar av goodwill ser olika ut. Vattenfall som genomför flest antal nedskrivningar ser till företagets bästa och väljer att skriva ned goodwill trots dess negativa effekter på kort sikt. Eniro, Stora Enso och Swedbank ser mer till aktieägarnas förväntningar om maximal avkastning. Vi tror att nedskrivningar av goodwill sker mer sällan för att undvika negativa lönsamhetsbesked vilket leder till nedgång i aktiekursen.

Ett annat argument till att goodwill inte skrivs ned i tillräcklig storlek tror vi är risken för ägarstrukturförändringar. Eftersom nedskrivningen visat sig leda till utfärdande av nyemission, där tidigare ägare har företrädesrätt, blir det ett bekymmer om man får ge upp ägarandel för att man inte har råd att teckna nya aktier. Om aktieägarna inte har råd med en nyemission och inte vill ge upp ägarandelar, har vi svårt att argumentera mot att ägarna inte påverkar ledningens beslut vid nedskrivningsprövning. Argumentet styrks sett till de studerade nyemissionerna, som medfört ny ägarstruktur i Eniro, Stora Enso och Swedbank. Vem hade trott att Folksam skulle kliva in som nya storägare på bekostnad av sparbanksstiftelsernas andelar? förhoppningsvis ingen när man satt aktierna i pant. Det tyder även på att ägarnas finansiella styrka får betydelse för hur ägarstrukturen förändras, vilket styrks med Stora Ensos uteblivande av nyemission i samband med nedskrivningar.

6.2 Slutsats

Val av redovisningsmetod och finansieringsform påverkar företagets eget kapital och årets resultat. Givet tidigare forskning att flesta förvärv misslyckas, borde vi se än mer nedskrivningar än vad som faktiskt gjorts i de studerade företagen idag. Sveriges bolagsstyrning ger upphov till ägarkontroll med aktieägarnas avkastningskrav i fokus, vilket vi anser är ytterligare en orsak som medför återhållsamma nedskrivningar. Lösningen på problemet tror vi är ett mer likasinnat ledningsstyrande som i USA och Storbritannien, där man ser till företagets bästa och fattar långsiktiga beslut. Om företagsledningen får möjligheten att fatta beslut utifrån företagets bästa finns möjligheten till en mer rättvisande goodwillpost och långsiktigt drivande. Goodwill handlar om mer än bara värderingsproblematik. När goodwill väl hamnar i balansräkningen har vi sett stora problem i samband med nedskrivningar där företagen har bristande kapital. Vi tror att oavsett redovisningsmetod, finansieringsform och hantering av goodwill, kommer problemet med goodwill att kvarstå. Goodwill är komplext och dess värde kommer alltid ifrågasättas.

7. Fortsatt forskning

I samband med skapandet av denna dokumentstudie väcktes ett intresse av att göra en kvalitativ undersökning kring motiveringen av övervärden för specifika förvärv. Där man går på djupet med ledningens motivering till uppkomna övervärden, för att sedan analysera utfallet av övervärdets nedskrivningsprövning. Problematiken är ledningens vilja att ge ifrån sig specifika motiveringar vid förvärv.

En annan intressant forskning vore att se till amortering och nedskrivningsprövning under en längre tid. Hur påverkar det företagen under en tid längre än 10 år, utan samband till ett specifikt rörelseförvärv. På så vis kan effekter av olika redovisningsmetoder ge en klarare bild hur de påverkar företagets ekonomiska situation över längre tid vid fler förvärv.

I likhet med motiveringen av övervärden, vore en djupdykning i företagets kalkyler över framtida kassaflöden i samband med rörelseförvärv intressant. På så vis kan en klarare bild uppstå huruvida företag använder olika diskonteringsräntor och framtidsplaner vid bedömning av framtida synergier. Att studera flera år framöver för att se till hur väl framtida kassaflöden faktiskt infaller blir därmed en intressant synvinkel.

Ytterligare intressant forskning vore att se till styrelsens och ledningens betydelse vid nedskrivning av goodwill. Eftersom ägarkontroll i svenska företag skapar problematik för dagens globala investerare.

Som denna studie bevisade kan en möjlig orsak till att inte skriva ned goodwill vara företagets ekonomiska situation. Det har väckt intresset att undersöka ett flertal kapitalstarka företag och jämföra med kapitalsvaga för att se skillnader i hantering av goodwill. Har den ekonomiska situationen någon betydelse?

8. Källhänvisning

Agrawal, A., Jaffe, J. & Mandelker, G.(1992) '*The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly*', *The Journal of Finance*, 4, p. 1605.

Almgren J. (2009) '*Folksam tar makten i Swedbank*', *Svenska dagbladet*.

Hämtad från: [:https://www.svd.se/folksam-tar-makten-i-swedbank](https://www.svd.se/folksam-tar-makten-i-swedbank)

Alvehus, J. (2013). 'Skriva uppsats med kvalitativ metod: en handbok'. *Liber AB*

Amel-Zadeh,A., Meeks, G. & Meeks, J-G.(2016) 'Historical perspectives on accounting for M&A. Accounting and Business Research', *Accounting and Business Research*, 46:5, 501-524, DOI: 10.1080/00014788.2016.1182703

Artsberg, K. (2005) 'Redovisningsteori - policy och -praxis', uppl. 2:2. *Liber AB*

Asquith, P. (198 3) 'Merger bids, uncertainty, and stockholder returns', *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 Issue 1-4, p81-83. 33p.

Baber, W., Fairfield, P. & Haggard, J.A.(1991) 'The Effect of Concern About Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development', *Accounting Review*, 66(4), pp.818–829.

Barca, F. & M. Becht, red.(2001) 'The Control of Corporate Europe', *Oxford University Press*, Oxford.

Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M. & J. McInnis.(2009) 'Making Sense of Cents: An Examination of Firms that Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts', *Journal of Finance*, 64(5), pp. 2361–2388.

Bryman, A. & Bell, E. (2013). 'Företagsekonomiska forskningsmetoder', uppl. 2:3, *Liber AB*

Carlsson, J. & Sandell, J. (2014) 'Koncernredovisning', uppl. 2. *Liber AB*

Carrington, T., Catasús, B., Eklöv Alander, G., Lundqvist, P., Marton, J. & Runesson,

E.(2015). 'IFRS Dilemman och utmaningar'. *Studentlitteratur*.

Dodd, P.(1980) 'MERGER PROPOSALS, MANAGEMENT DISCRETION AND STOCKHOLDER WEALTH', *Journal Of Financial Economics*, 8, 2, pp. 105-138.

Eniro Group.(2017) 'Om eniro', Hämtad från: <http://www.enirogroup.com/sv/om-eniro>

Eniro Group.(2004) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<https://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/200503172229sv2.pdf>

Eniro Group.(2005) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/200603152216sv2.pdf>

Eniro Group.(2006) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/200703142199sv3.pdf>

Eniro Group.(2007) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/200804022250-3.pdf>

Eniro Group.(2008) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/200904092066-2.pdf>

Eniro Group.(2009) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/201003312554-2.pdf>

Eniro Group.(2010) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/201103242251-1.pdf>

Eniro Group.(2011) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/201203222247-1.pdf>

Eniro Group.(2016) 'Eniro årsredovisning', Hämtad från:
<http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/201705083139-1.pdf>

'Eniro rasar efter förslag om nyemission'.(2017) Affärsvärlden TT, Hämtad från:
<http://www.affarsvarlden.se/bors-ekonominyheter/eniro-rasar-efter-forslag-om-nyemission-6837875>

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 495/2009 av den 3 juni 2009 om ändring av förordning (EG) nr 1126/2008 om antagande av vissa redovisningsstandarder i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 med avseende på IFRS (International Financial Reporting Standard) 3, Hämtad från: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:32009R0495&qid=1491821452345&from=SV>

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder, Hämtad från: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:32002R1606&from=SV>

FAR.(2016) 'IFRS-volymen 2016'.

Föreningssparbanken.(2005) 'Föreningssparbankens årsredovisning', Hämtad från: https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@com/documents/article/fm_289250.pdf

Gauffin, B., Hagström, T. & Nilsson, S-A.(2017) 'Rörelseförvärv enligt IFRS 3, elfte året - Vi ger oss inte, nu även om nedskrivningar', Tidningen *balans*, fördjupningsbilaga(2/2017) s.1-6. Hämtad från: <http://www.tidningenbalans.se/wp-content/uploads/2017/02/Rorelseforvarv-enligt-IFRS-3-elfte-aret1.pdf>

Gauffin, B., Hagström, T. & Nilsson, S-A.(2016) 'Rörelseförvärv enligt IFRS 3, tionde året - bättre än så här blev det inte', *Tidningen balans*, fördjupningsbilaga(1/2016) s.7-13 Hämtad från: <http://www.tidningenbalans.se/wp-content/uploads/2017/02/Rorelseforvarv-enligt-IFRS-3-elfte-aret1.pdf>

'Goodwillposterna en tickande bomb'.(2001) *Dagens industri*, 06 mars, Hämtad från: <http://www.di.se/artiklar/2001/3/6/goodwillposterna-en-tickande-bomb/>

Haldane, A. G. & Davies R.(2011), "The Short Long", *Bank of England*, At the 29th Société Universitaire Européene de Recherches Financières Colloquium, New Paradigms in Money and Finance?, Brussels, 11 May 2011, Hämtad från: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech495.pdf>

Haleblian, J., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, M. & Davison, R.(2009) 'Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions:A Review and Research Agenda', *Journal Of Management*, 35, 3, pp. 469-502.

Hamberg, M. & Beislan, L-A.(2014) 'Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3', *Journal Of International Accounting, Auditing And Taxation*, 23, pp. 59-73.

Hansmann, H. & Kraakman, R.(2004) '*The End of History for Corporate Law*', I J. N. Gordon & M. J. Roe, red., *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge University Press, Cambridge.

Henrekson, M. & U. Jakobsson.(2012) 'The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline? ', *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), pp. 212–227.

IFRS.(2017) 'About us', Hämtad från: <http://www.ifrs.org/About-us/Pages/IFRS-Foundation-and-IASB.aspx>

Jakobsson, U. & Wiberg, D.(2014) 'Vem ska styra de svenska företagen?', *Svenskt näringsliv*, Rapport till projektet företagsamt ägande, Hämtad från: https://www.svensknaringsliv.se/migration_catalog/Rapporter_och_opinionsmaterial/Rapporter/vem-ska-styra-de-svenska-foretpdf_587827.html/BINARY/Vem%20ska%20styra%20de%20svenska%20f%C3%B6ret.pdf

Jarrell, G. & Poulsen, A.(1989) '*The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades*', *Financial Management*, 3, p.12.

Johnson, L. & Petrone, K.(1998) 'Is Goodwill an Asset?', *Accounting Horizons*, Vol.3 , No. 3, pp.293-303.

King, D., Dalton, D., Daily, C. & Covin, J.(2004) 'Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators', *Strategic Management Journal*, 2, p. 187.

Kollegiet. (2016) '*Svensk kod för bolagsstyrning*', Hämtad från: http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/219/Svensk_kod_for_bolagsstyrning_gallande_fran_1_december_2016.pdf

Kommissionens rekommendation K(2003) av den 6 maj 2003 om definitionen av mikroföretag samt små och medelstora företag (Text av betydelse för EES) [delgivet med nr K(2003) 1422] Hämtad från: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:32003H0361&from=SV>

Loderer, C. & Martin, K.(1992) 'Postacquisition Performance of Acquiring Firms', *Financial Management*, 3, p. 69.

Lorentzon, J. & Ekberg, M.(2007) 'Missbruk av goodwill en fråga för revisorerna', *Aktiespararna repotage*, Hämtad från: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2007/maj/Missbruk-av-goodwill--en-fraga-for-revisorerna/>

Lundahl, U., Skärvad, P-H. & Anselmsson, J. (2016) 'Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer', korrektorexemplar. *Studentlitteratur*

Malatesta, PH.(1983) 'THE WEALTH EFFECT OF MERGER ACTIVITY AND THE OBJECTIVE FUNCTIONS OF MERGING FIRMS', *Journal Of Financial Economics*, 11, 1-4, pp. 155-181.

Marton, J., Pettersson, A-K., & Lundqvist, P.(2016) 'IFRS - I teori och praktik', uppl. 4, *Livonia Print*

Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R (2004) 'Firm size and the gains from acquisitions', *Journal Of Financial Economics*, 73, pp. 201-228, DOI:10.1016/j.jfineco.2003.07.002

Nachemson-Ekwall, S.(2010) 'Corporate Governance in Financial Capitalism. Regulatory Arbitrage in Swedish Cross-Boarder Hostile Takeovers During the Sixth Takeover Wave – What Can We Learn? ', *Mimeo, Department of Management and Organization*, Stockholm School of Economics.

Nachemson-Ekwall, S.(2014) 'Fientliga Bud – Teorierna, Maktspelet, Kortsiktigheten', *SNS Förlag*, Kristianstad.

Nilsson, S-A.(1998) 'Redovisning av Goodwill: Utveckling av metoder i Storbritannien, Tyskland och USA', *Lunds Universitet*

Pacces, A.M.(2012) 'Rethinking Corporate Governance; The Law and Economics of Control Powers', *Routledge*, New York.

Ramanna, K. & Watts, R.L.(2012) 'Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment', *Review of Accounting Studies*, December 2012, 17(4):749-780, DOI:10.1007/s11142-012-9188-5

Redovisningsrådet. (2000) 'RR 1:00 Koncernredovisning', Hämtad från: http://www.bfn.se/upload/sv/redovisningsregler/redovisningsradets-rekommendationer/RR/RR1_00.pdf

Schuster, W.(2002) 'Koncernredovisning - ur ett analysperspektiv', *Studentlitteratur*.

Schriber, S.(2014) 'Hälften av alla förvärv misslyckas', *Veckans Affärer*, Hämtad från: <https://www.va.se/nyheter/2014/05/19/halften-av-alla-forvarv-misslyckas/>

Seth, A., Song, K. & Pettit, R.(2002) 'Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms', *Strategic Management Journal*, 10, p. 921.

SFS 1976:125. Bokföringslagen Stockholm: Justitiedepartementet L1

Stora Enso.(1999) 'Stora Enso annual report 1999', Hämtad från:

http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/storaenso_annualreport_1999_pdf.pdf

Stora Enso.(2000) 'Stora Enso annual report 2000', Hämtad från:

http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/se_annual_report_2000_allpdf.pdf

Stora Enso.(2001) 'Stora Enso annual report 2001', Hämtad från:

<http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/stora-enso-2001-in-english.pdf>

Stora Enso.(2002) 'Stora Enso annual report 2002', Hämtad från:

<http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/financials-2002-english.pdf>

Stora Enso.(2003) 'Stora Enso annual report 2003' Hämtad från:

<http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/financials-2003-pdf.pdf>

Stora Enso.(2004) 'Stora Enso annual report 2004', Hämtad från:

<http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/financials-2004-english.pdf>

Stora Enso.(2005) 'Stora Enso annual report 2005', Hämtad från:

<http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/company-2005-eng.pdf>

Stora Enso.(2006) 'Stora Enso annual report 2006', Hämtad från:

http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/FR_en_vsk06.pdf

Stora Enso.(1998) 'Stora Enso enviromental report 1998', Hämtad från:

http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/Report_ER_Environmental_report_1998_english.pdf

Stora Enso.(2017) 'Vår Historia', Hämtad från:

<http://www.storaenso.com/lang/sweden/About/Pages/history.aspx>

Sundkvist, F.(2017) 'Eniro griper halmstrået – får en månad på sig',

Hämtad från: <https://www.svd.se/eniro-griper-halmstraet--overens-med-banker>

Swedbank.(2017) 'Bankens historia',

Hämtad från: <https://www.swedbank.se/om-swedbank/fakta-om-swedbank/bankens-historia/>

Swedbank.(2006)'Swedbank årsredovisning 2006', Hämtad från:
https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@com/documents/article/fm_401049.pdf

Swedbank.(2007) 'Swedbank årsredovisning 2007', Hämtad från:
https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@com/documents/article/fm_562295.pdf

Swedbank.(2008) 'Swedbank årsredovisning 2008', Hämtad från:
https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@com/documents/article/fm_741551.pdf

Swedbank.(2009) 'Swedbank årsredovisning 2009', Hämtad från:
https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@com/documents/article/fm_942723.pdf

Swedbank.(2010) 'Swedbank årsredovisning 2010', Hämtad från:
https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@ir/documents/publication/cid_208128.pdf

Swedbank.(2011) 'Swedbank årsredovisning 2011', Hämtad från:
https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@ir/documents/financial/cid_492271.pdf

Vattenfall.(2017) 'Om oss, Historia', Hämtad från: <https://corporate.vattenfall.se/om-oss/historia/>

Vattenfall.(2009) 'Vattenfall årsredovisning 2009', hämtad från:
https://corporate.vattenfall.se/globalassets/sverige/finans/arsrapporter/2009/arsredovisning_2009.pdf

Vattenfall.(2010) 'Vattenfall årsredovisning 2010', hämtad från:
https://corporate.vattenfall.se/globalassets/sverige/finans/arsrapporter/2010/arsredovisning_2010.pdf

Vattenfall.(2011) 'Vattenfall årsredovisning 2011', hämtad från:
https://corporate.vattenfall.se/globalassets/sverige/finans/arsrapporter/2011/arsredovisning_2011.pdf

Vattenfall.(2012). 'Vattenfall årsredovisning 2012', hämtad från:
https://corporate.vattenfall.se/globalassets/sverige/finans/arsrapporter/2012/arsredovisning_in_klusive_hallbarhetsredovisning_2012.pdf

Vattenfall.(2013) 'Vattenfall årsredovisning 2013', hämtad från:
https://corporate.vattenfall.se/globalassets/sverige/finans/arsrapporter/2013/ars-och-hallbarhetsredovisning_2013.pdf

Vattenfall.(2014) 'Vattenfall årsredovisning 2014', hämtad från:
https://corporate.vattenfall.se/globalassets/sverige/finans/arsrapporter/2014/ars-och-hallbarhetsredovisning_2014.pdf

Vattenfall.(2015) 'Vattenfall årsredovisning 2015', hämtad från:
https://corporate.vattenfall.se/globalassets/sverige/finans/arsrapporter/2015/vattenfall_arsredovisning_2015.pdf

Ydrenäs, R. (2008). 'Folksam blir ny storägare i Swedbank', *Privata affärer*. Hämtad från:
<http://www.privataaffarer.se/borsguiden/folksam-blir-ny-storagare--84144>

9. Bilagor

Bilaga 1a

Eniros Eget kapital och Årets resultat 2005 – 2011, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av Findexa.

Eget kapital	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Actual	4634	5120	4064	2214	6112	3469	3252
Pooling	-3408	-2922	-3978	-5828	-1930	-4573	-4790
Amortisation only	3829,8	4315,8	3259,8	1409,8	5307,8	6802,8	2614,8
Impairment only	4634	5120	4064	2214	6112	3469	3252
Årets Resultat							
ACTUAL	917	1054	1304	-318	608	-4620	-213
POOLING	917	1054	1304	-318	608	-482	-46
Amortisation only	112,8	249,8	499,8	-1122,2	-196,2	-1286,2	-850,2
Impairment only	917	1054	1304	-318	608	-4620	-213

Bilaga 1b

Stora Ensos Eget kapital och Årets resultat 2000 – 2006, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av Consolidated papers . Korrigerat efter riksbankens valutakurs för euro under de studerande åren.

Eget kapital	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Actual	72 389,83 kr	83 162,63 kr	74 739,23 kr	73 763,76 kr	70 837,66 kr	67 906,97 kr	73142,40019
Pooling	56 206,23 kr	66 979,03 kr	58 555,63 kr	57 580,16 kr	54 654,06 kr	51 723,37 kr	56 958,80 kr
Amortisation only	72 389,83 kr	83 162,63 kr	74 739,23 kr	73 763,76 kr	70 837,66 kr	67 613,29 kr	72 830,71 kr
Impairment only	73 199,01 kr	83 971,81 kr	75 548,41 kr	74 572,94 kr	71 646,84 kr	67 906,97 kr	73 142,40 kr
Årets resultat							
ACTUAL	12 120,15 kr	8492,9688	-2208,2107	1259,25	6991,1288	-997,19826	5452,98708
POOLING	12 929,33 kr	9 302,15 kr	- 1 399,03 kr	2 068,43 kr	7 800,31 kr	-922,91906	5 536,28 kr
Amortisation only	12 120,15 kr	8492,9688	- 2 208,21 kr	1259,25	6 991,13 kr	-1290,879647	5 141,30 kr
Impairment only	12 929,33 kr	9 302,15 kr	- 1 399,03 kr	2 068,43 kr	7 800,31 kr	- 997,20 kr	5 452,99 kr

Riksbankens valutakurs för euro under de studerande åren

DETALJERAT RESULTAT 1999-12-27 - 2007-01-01

	Valutor mot svenska kronor
	1 EUR
Period	Medel
2000	8,4461
2001	9,2516
2002	9,1627
2003	9,125
2004	9,1268
2005	9,2849
2006	9,2549

Bilaga 1c

Vattenfalls Eget kapital och Årets resultat 2009 – 2015, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av NV. Nuon energy.

Eget kapital	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Actual	142404	133621	138931	155218	130718	128462	115956
Pooling	95494	86711	92021	108308	83808	81552	69046
Amortisation only	137713	135188	135043	166995	152068	138364	114358
Impairment only	142404	133621	138931	155218	130718	128462	115956
Årets resultat							
ACTUAL	13448	13185	10416	17047	-13543	-8284	-19766
POOLING	13448	19443	11219	26454	12498	6309	-16673
Amortisation only	8757	14752	6528	21763	7807	1618	-21364
Impairment only	13448	13185	10416	17047	-13543	-8284	-19766

Bilaga 1d

Swedbanks Eget kapital och Årets resultat 2005 – 2011, vid olika redovisningsmetoder, i samband med förvärvet av Hansapank.

Eget kapital	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Actual	53869	60277	68323	86462	89974	95035	98133
Pooling	43905	50313	58359	76498	80010	85071	88169
Amortisation only	52872,6	59280,6	67326,6	85465,6	88977,6	94038,6	99049,6
Impairment only	53869	60277	68323	86462	89974	95035	98133
 Årets resultat							
ACTUAL	12229	11052	12136	10939	-10442	7483	11758
POOLING	12229	11052	12136	10939	-10442	7483	13671
Amortisation only	11232,6	10055,6	11139,6	9942,6	-11438,4	6486,6	12674,6
Impairment only	12229	11052	12136	10939	-10442	7483	11758

Bilaga 2a

Eniros lönsamhet och soliditet 2004 – 2011 i samband med förvärvet av Findexa.

ÅR:	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Soliditet	26%	24%	28%	22%	13%	36%	33%	33%
Re	60%	22%	25%	34%	-12%	4%	-137%	-7%
Rt - räntabilitet på totalt kapital	17%	6%	10%	11%	3%	5%	-38%	2%
Rs - genomsnittlig låneränta	2%	1%	5%	4%	6%	5%	10%	7%
S/E - skuldsättningsgrad	2,91	3,22	2,56	3,54	6,51	1,81	2,05	1,99

Bilaga 2b

Stora Ensos lönsamhet och soliditet 1999 – 2006 i samband med förvärvet av Consolidated papers.

År:	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Soliditet	38%	41%	44%	45%	45%	50%	41%	45%
Re	19%	33%	37%	6%	3%	8%	-3%	8%
Rt - räntabilitet på totalt kapital	10%	15%	18%	4%	4%	5%	1%	6%
Rs - genomsnittlig låneränta	3%	2%	3%	2%	6%	3%	4%	3%
S/E - skuldsättningsgrad	1,60	1,45	1,27	1,22	1,20	1,09	1,44	1,21

Bilaga 2c

Vattenfalls lönsamhet och soliditet 2008 – 2015 i samband med förvärvet av NV. Nuon energy.

	Innan	Efter						
ÅR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Soliditet	32%	24%	25%	26%	29%	27%	26%	25%
Re	21%	12%	16%	10%	12%	-12%	-6%	-24%
Rt - räntabilitet på totalt kapital	7%	5%	6%	5%	5%	-1%	0%	-4%
Rs - genomsnittlig låneränta	1%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%
S/E - skuldsättningsgrad	2,16	3,23	3,05	2,78	2,40	2,71	2,86	2,99

Bilaga 2d

Swedbanks lönsamhet och soliditet 2004 – 2011 i samband med förvärvet av Hansapank.

ÅR:	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Soliditet	5%	4%	4%	4%	5%	5%	6%	5%
Re	40%	28%	24%	23%	16%	-34%	10%	16%
Rt - räntabilitet på totalt kapital	3%	3%	3%	4%	4%	0%	2%	3%
Rs - genomsnittlig låneränta	1%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	2%
S/E - skuldsättningsgrad	20,59	21,23	21,45	22,54	19,95	18,95	17,05	17,92

Bilaga 3a

Enrios ägarstruktur under åren 2005 – 2011

Ägarstruktur 2005	% Av aktierna	Ägarstruktur 2006	% Av aktierna	Ägarstruktur 2007	% Av aktierna
Fidelity Fonder	8,9	Fidelity Fonder	8,2	Fidelity Fonder 8,2%	8,2
Kairos Investment Management	4,9	Hermes Focus Asset Management	7,5	Hermes Focus Asset Management	7,6
Egerton Capital	4,6	Kairos Investment Management	6,8	Kairos Investment Management	7,3
Hermes Focus Asset Management	4,5	Pavarus Asset Management	4,7	Lehman Brothers International	6,1
SHB/SPP fonder	2,2	Richmond Capital	4,5	Capital Group Companies	6,1
SEB fonder	2,2	SHB/SPP fonder	3,1	Richmond Capital	5,2
Abu Dhabi Investment	2	SEB fonder	1,9	Parvus Asset Management	4,9
Swedbank Robur fonder	1,4	Swedbank Robur fonder	1,8	SEB fonder	2,5
Principal fonder	1,3				
AMF Pension	1				

Ägarstruktur 2008	% Av aktierna	Ägarstruktur 2009	% Av aktierna	Ägarstruktur 2010	% Av aktierna
Hermes Focus Asset Management	10,3	Fidelity Fonder	10,1	Länsförsäkringar fondförvaltning	7,1
F&C Asset Management	10,1	Swedbank Robur fonder	9,3	Skandia Liv	5,6
Fidelity Fonder	10	SEB fonder	6,4	Danske Invest fonder	4,5
Fjärde AP-fonden	4,9	Nordera fonder	6,1	Fjärde AP-fonden	3,7
SEB fonder	3,5	SHB/SSP fonder	4,4	Sjunde AP-fonden	3,7
SHB/SSP fonder	3,3	HQ fonder	3,2	Zenit Fond	3,4
Swedbank Robur fonder	3,3	Fjärde AP-fonden	3	SEB fonder	3,2
Caja Madrid fonder	1,7	Öresund Invest AB	2	Nordera fonder	3
Sjunde AP-fonden	1,7	Sjunde AP-fonden	1,7	Larsson Bo	2,5
Elkos fond	1,4	Caja Madrid fonder	1,6	Avanza Pension Försäkring AB	2

Ägarstruktur 2011	% Av aktierna
Danske Capital Sverige AB	8,8
Länsförsäkringar fondförvaltning	8,4
Skandinaviska Enskilda Banken	6,4
Zimbrine Holding BV	5,2
Sjunde AP-fonden	5,2
Livförsäkring Skandia AB	5
Swedbank Robur fonder	4,9
SEB fonder	3,5
Avanza Pension försäkring AB	2,6
Case Asset Management AB	2,1

Bilaga 3b

Stora Enso's ägarstruktur 2000 – 2006

Ägarstruktur 2000			Ägarstruktur 2001			Ägarstruktur 2002		
	% Av aktierna	% Av rösträtt		% Av aktierna	% Av rösträtt		% Av aktierna	% Av rösträtt
Finnish State	14,8	23,8	Finnish State	15,1	24,8	Finnish State	10,8	23,5
Investor AB	8,7	23,8	Knut and Alice Wallenberg Foundation	6,4	22,8	Knut and Alice Wallenberg Foundation	6,5	23
Social Insurance Institution of Finland	3	9	Social Insurance Institution of Finland	3	9,4	Social Insurance Institution of Finland	3,1	9,5
Sampo-Varna Group	2,1	7,3	Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company	1	3,5	Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company	1	3,5
Robur	4,1	1,4	Sampo Group	0,8	2,8	Sampo Group	0,7	2,6
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	0,6	1	Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	0,5	1,9	Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	0,5	1,9
Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,7	0,9	Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	1,1	1,6	Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	0,9	1,5
Suomi Mutual Life Assurance Company	0,2	0,7	Suomi Group	0,5	1,3	Suomi Group	0,4	1,3
Knut and Alice Wallenberg Foundation	0,2	0,6	Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,7	0,9	Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,7	0,9
Fourth General Pension Fund	1,7	0,6	Robur	2,2	0,8	AMF Pensionsförsäkring AB	1,9	0,7
Ägarstruktur 2003			Ägarstruktur 2004			Ägarstruktur 2005		
	% Av aktierna	% Av rösträtt		% Av aktierna	% Av rösträtt		% Av aktierna	% Av rösträtt
Finnish State	11,2	23,9	Finnish State	11,6	24,4	Finnish State	11,9	24,7
Knut and Alice Wallenberg Foundation	6,8	23,4	Knut and Alice Wallenberg Foundation	7	23,8	Knut and Alice Wallenberg Foundation	7,2	24,2
Social Insurance Institution of Finland	3,2	9,7	Social Insurance Institution of Finland	3,3	9,9	Social Insurance Institution of Finland	3,4	10
Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company	1	3,6	Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company	1,1	3,6	Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company	1,5	4,96
Sampo Life Insurance Company Limited	0,8	2,6	Sampo Life Insurance Company Limited	0,8	2,7	Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	0,6	2
Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	0,5	1,9	Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	0,6	1,9	Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	1	1,6
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	0,8	1,5	Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	0,8	1,6	Sampo Life Insurance Company Limited	0,4	1,4
Suomi Group	0,4	1,3	MP-Bolagen i Vetlanda AB	0,5	1,1	MP-Bolagen i Vetlanda AB	0,6	1,3
Suomi Mutual Life Assurance Company	0,4	1,3	Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,8	1	Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,8	1
Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,4	1,3	Suomi Mutual Life Assurance Company	0,1	0,4	Bergslaget's Healthcare Foundation	0,3	0,3
MP-Bolagen i Vetlanda AB	0,8	0,9						
Ägarstruktur 2006			Ägarstruktur 2006			Ägarstruktur 2006		
	% Av aktierna	% Av rösträtt		% Av aktierna	% Av rösträtt		% Av aktierna	% Av rösträtt
Finnish State			Finnish State	11,9	24,7	Finnish State	11,9	24,7
Knut and Alice Wallenberg Foundation			Knut and Alice Wallenberg Foundation	7,2	24,2	Knut and Alice Wallenberg Foundation	7,2	24,2
Social Insurance Institution of Finland			Social Insurance Institution of Finland	3,4	10	Social Insurance Institution of Finland	3,4	10
Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company			Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company	1,5	4,96	Varma-Sampo Mutual Pension Insurance Company	1,5	4,96
Marianne and Marcus Wallenberg Foundation			Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	0,6	2	Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	0,6	2
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company			Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	1	1,6	Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	1	1,6
MP-Bolagen i Vetlanda AB			MP-Bolagen i Vetlanda AB	0,4	1,4	MP-Bolagen i Vetlanda AB	0,4	1,4
Sampo Life Insurance Company Limited			Sampo Life Insurance Company Limited	0,6	1,3	Sampo Life Insurance Company Limited	0,6	1,3
Erik Johan Ljungberg's Training Fund			Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,8	1	Erik Johan Ljungberg's Training Fund	0,8	1
Bergslaget's Healthcare Foundation			Bergslaget's Healthcare Foundation	0,3	0,3	Bergslaget's Healthcare Foundation	0,3	0,3

Bilaga 3c

Swedbanks ägarstruktur 2005 - 2011

Ägarstruktur 2005	% Av aktierna	Ägarstruktur 2006	% Av aktierna	Ägarstruktur 2007	% Av aktierna
Sparbankstiftelser	21,1	Sparbankstiftelser	21,3	Sparbankstiftelser	21,6
Sparbanker	8,2	Sparbanker	8,5	Sparbanker	8,4
Alecta	3,2	Franklin-Templeton fonder	3,3	Fjärde AP-fonden	2,4
Robur Fonder	3	Fjärde AP-fonden	2,6	AFA Försäkring	3,1
Handelsbanken/SPP Fonder	2,8	Handelsbanken/SPP Fonder	2,5	Swedbank Robur Fonder	2,6
AMF Pension	2,7	Swedbank Robur Fonder	2,4	AMF Pension	2,5
FSB resultatandelsstiftelser	2,3	Swedbank resultatandelsstiftelser	2,4	Handelsbanken/SPP Fonder	1,6
Fjärde AP-fonden	1,8	SEB Fonder	2	Swedbank resultatandelsstiftelser	2,2
SEB Fonder	1,6	Capital Group	1,9	Franklin-Templeton fonder	1,7
AFA Försäkring	1,3	AFA Försäkring	1,8	SEB Fonder	1,4
Ägarstruktur 2008	% Av aktierna	Ägarstruktur 2009	% Av aktierna	Ägarstruktur 2010	% Av aktierna
Sparbankstiftelser	19,3	Folksam KPA-Förenade Liv	8,6	Folksam KPA-Förenade Liv	9,3
Sparbanker	9,5	Fristående Sparbanker	7,8	Fristående Sparbanker	7,4
Folksam Försäkring	8,6	Swedbank Robur Fonder	4,5	Swedbank Robur Fonder	4,4
Swedbank Robur Fonder	4,6	svensk Exportkredit	3,3	Alecta	3,1
AMF Pension	3,5	AMF Försäkring & Fonder	3	CEVIAN CAPITAL II MASTER FUND	3
SEB Fonder	2,7	Sparbankstiftelserna	2,8	AMF Försäkring & Fonder	2,3
AFA Försäkring	2,6	Skandia Liv	2,4	Sparbankstiftelserna	2,3
Swedbank resultatandelsstiftelse	2,5	Alecta	2,4	JPM CHASE NA	2
Skandia Liv	1,8	Nordea Fonder	2,3	Nordea Fonder	2
Capital Group fonder	1,4	Andra AP-fonden	2	FSPA Resultatandelsstiftelser	1,9
AMF Pension	1,2	Swedbank personalstiftelser	1,9	CBLDN-livförsäkringsab Skandia	1,8
		Ägarstruktur 2011	% Av aktierna		
		Folksam KPA-Förenade Liv	9,46		
		Fristående Sparbanker	7,35		
		Swedbank AB återköp utan rösträtt	5,35		
		Swedbank Robur Fonder	4,07		
		Alecta	3,65		
		AMF Försäkring & Fonder	2,74		
		Sparbankstiftelserna	2,7		
		Nordea Fond	2,15		
		JPM CHASE NA	2,06		
		JPM CHASE NA	1,89		
		FSPA Resultatandelsstiftelser	1,74		
		Handelsbanken fonder	1,67		

Bilaga 4

Sammanfattning av företagens Eget kapital, Årets resultat, Lönsamhet och soliditet.

Eget kapital	1	2	3	4	5	6	7
Swedbank Actual	53869	60277	68323	86462	89974	95035	98133
Eniro Actual	4634	5120	4064	2214	6112	3469	3252
Stora Enso Actual	72389,83388	83162,6324	74739,22763	73763,7625	70837,6582	67906,9731	73142,4002
Vattenfall Actual	142404	133621	138931	155218	130718	128462	115956

Årets Resultat	1	2	3	4	5	6	7
Swedbank Actual	12229	11052	12136	10939	-10442	7483	11758
Eniro Actual	917	1054	1304	-318	608	-4620	-213
Stora Enso Actual	12120,1535	8492,9688	-2208,2107	1259,25	6991,1288	-997,19826	5452,98708
Vattenfall Actual	13448	13185	10416	17047	-13543	-8284	-19766

Räntabilitet på eget kapital	1	2	3	4	5	6	7	8
Swedbank	40%	28%	24%	23%	16%	-34%	10%	16%
Eniro	60%	22%	25%	34%	-12%	4%	-137%	-7%
Stora Enso	19%	33%	37%	6%	3%	7%	-3%	8%
Vattenfall	21%	12%	16%	10%	12%	-12%	-6%	-24%

Soliditet	1	2	3	4	5	6	7	8
Swedbank	5%	4%	4%	4%	5%	5%	6%	5%
Eniro	26%	24%	28%	22%	13%	36%	33%	33%
Stora Enso	38%	41%	44%	45%	45%	50%	41%	45%
Vattenfall	32%	24%	25%	26%	29%	27%	26%	25%

Bilaga 5. Finansieringsformens effekter enligt Schuster

I detta kapitel kommer ett fiktivt exempel visa hur olika finansieringsformer påverkar företagets resultat- och balansräkning samt lönsamhetsmått, med inspiration och underlag utifrån Walter Schuster (2002). En viktig utgångspunkt i detta fiktiva exempel är att företag kan anskaffa tillgångar och skulder på två olika sätt. Direkt förvärv genom att förvärva enskilda tillgångar eller indirekt förvärv genom att förvärva aktierna i ett annat företag och på så vis få kontroll över tillgångarna och skulderna. Indirekt förvärv av tillgångar och skulder i ett annat företag ska avbildas på samma sätt som för ett direkt förvärv i koncernbalansräkningen. Från denna utgångspunkt tillämpas sedan grundprinciper om anskaffningsutgifter och realisation. Vid indirekt förvärv upprättas en förvärvsanalys för att fastställa koncernens anskaffningsutgifter av tillgångar och skulder. Det motsvaras med den information som man får vid ett direkt förvärv, vilket specificeras på den faktura som köparen erhåller från säljaren.

Kommande exempel baseras på två företag: ALFA AB och BETA AB. Före ett eventuellt förvärv ser de två företagen ut på följande sätt (alla siffror anges i MSEK).

ALFA AB			
Tillgångar	150	Eget kapital	60
	<hr/>	Skulder	<hr/>
	150		90
			<hr/>
			150
Förväntat resultat efter skatt år 1 om förvärv ej sker			9
Antal aktier			1,5 miljon

Figur 1. ALFA AB före förvärv

ALFA ABs soliditet: 40% (60/150)

ALFA ABs förväntade Re: 15% (9/60)

BETA AB			
Tillgångar	75	Eget kapital	30
	<hr/>	Skulder	<hr/>
	75		45
			<hr/>
			75
Förväntat resultat efter skatt år 1 om förvärv ej sker			4,5
Antal aktier			1,5 miljon

Figur 2. BETA AB före förvärv

BETA ABs soliditet: 40% (30/75)

BETA ABs förväntade Re: 15% (4,5/30)

Siffrorna som används vid dessa exempel har valt för att tydligare illustrera effekterna av rörelseförvärv vid olika typer av finansiering. Siffrorna syftar inte till att visa de vanligaste storleksrelationerna vid förvärv. Detta bör finnas med i åtanke vid tolkningen av effekterna en affär får i de olika fall som illustreras nedan.

3.5.1 Rörelseförvärv med lånefinansiering

Exempel 1: Köpeskilling 30 MSEK. Lånefinansiering.

Trots att det är effekterna ur ett koncernperspektiv som ska studeras, kommer effekterna på ALFA AB, moderbolaget, beskrivas med lånefinansiering. I övriga fall kommer detta steg att hoppas över. ALFA AB, moderbolaget, får följande balansräkning efter förvärvet av av samtliga aktier i BETA AB:

ALFA AB			
efter förvärvet (MSEK)			
Tillgångar	150	Eget kapital	60
Aktier i dotterbolag	30	Skulder	90
		Skulder NYA	30
	<u>180</u>		<u>180</u>

Figur 3. ALFA AB, moderbolaget efter förvärv med lånefinansiering

Tillgångsposten har ökat med "aktier i dotterbolag" (hänförligt BETA AB), vilket är bokfört till anskaffningsutgiften. På skuldsidan har posten Skulder NYA tillkommit (Index NYA för att tydligare markera att nya skulder har uppkommit i samband med förvärvet för att finansiera detta).

Det är som ovan nämnt intresset för effekterna på den nya koncernen som är intressanta. ALFA-koncernen antas få följande balansräkning efter förvärvet av samtliga aktier i BETA AB:

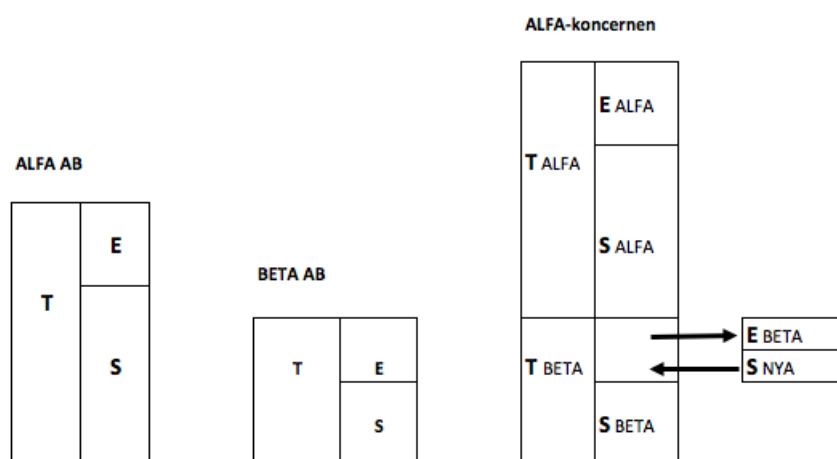
ALFA-koncernen			
efter förvärvet (MSEK)			
Tillgångar ALFA	150	Eget kapital	60
Tillgångar BETA	75	Skulder ALFA	90
		Skulder NYA	30
		Skulder BETA	45
	<u>225</u>		<u>225</u>

Figur 4. ALFA-koncernen, efter förvärv med lånefinansiering

Jämför man balansräkningarna mellan ALFA-koncernen och ALFA AB, finns inte "aktier i dotterbolag" med i koncernbalansräkningen. Istället har posterna Tillgångar BETA och Skulder BETA tillkommit, vilket ligger i linje med ovanstående utgångspunkt för koncernredovisning som berördes inledningsvis, det vill säga indirekt och direkt förvärv skall avbildas på samma sätt i balansräkningen. Därför är tillgångarna och skulderna upptagna i balansräkningen. Det egna kapitalet har inte ökat till följd av förvärvet, då eget kapital endast ökar till följd av att verksamheten skapar ett resultat eller att ägarna tillsätter mer kapital. Enligt förvärvsanalysen uppgår de verkliga värdena på indirekt förvärvade tillgångarna och skulderna till de belopp de är bokförda till i dotterbolaget. Koncernens anskaffningsutgift på 30 MSEK specificeras på indirekt förvärvade tillgångar (75 MSEK) och skulder (45 MSEK). Verkliga värden på indirekt förvärvade tillgångar är inte alltid samma som dess bokförda värde hos dotterbolaget, vilket tas upp under rubriken "köpeskillningens effekter".

Detta exempel belyser istället koncernens finansiella ställning, lönsamhet (R_e) och soliditet (Eget kapital / Totala tillgångar).

Soliditeten i koncernen har förändrats från 40 % (60/150), till ca 27 % (60/225), efter förvärvet av BETA AB. Försämringen beror på eget kapital är konstant, samtidigt som koncernens totala tillgångar har ökat. Soliditetsförsämringen kan tolkas som en ökad finansiell risk i koncernen efter förvärvet. Ett sätt att beskriva risken är genom föreställningen att se det egna kapitalet i bolagen som riskkapital. När moderbolaget förvärvar ett annat bolag, betalas ur moderbolagets perspektiv riskkapitalet i det förvärvade bolaget till aktieägarna som likvid för deras aktier. Det enda riskkapitalet som återstår är det i moderbolaget. Riskkapitalet är en buffert för en tillgångsmassa som är betydligt större nu än innan förvärvet, eftersom tillgångarna har ökat. Figur 7 visar hur koncernen sammansätts vid förvärv, där dotterbolagets eget kapital elimineras i koncernen samtidigt som NYA skulder tillkommer.



Figur 5. Hur koncernen sammansätts vid förvärv

Nästa steg i bedömningen är en samlad bedömning av lönsamhet, finansiering och tillväxt.

Där lönsamhet bör beaktas i samband med finansiering och vice versa. Således ska vi se vilken effekt förvärvet har på lönsamheten. Detta sker med hjälp av en analys av resultatet efter skatt. Utgångspunkten är ALFA AB:s förväntade resultat år ett efter skatt på 9 MSEK, före förvärvet. Sedan tillkommer effekterna av förvärvet och finansiering av det:

+ Resultat ALFA	9
+ Resultat BETA	4,5
- Räntekostnad*	-2,1
= Resultat ALFA-koncernen	11,4

* I samband med att lånefinansiera förvärvet av BETA

Figur 6. Förväntat resultat ALFA-koncernen vid lånefinansiering

I uträkningen innebär det att BETAs resultat ingår i ALFA-koncernen. Antagandet i uträkningen är som sådan att både ALFA och BETAs resultat är opåverkat av förvärvet.

Det uppstår även en räntekostnad i samband med förvärvet. Eftersom det är resultat efter skatt, är räntekostnaden efter skatt som använts. Låneräntan är 10% och skattesatsen är 30%. Räntekostnad efter skatt blir: $30 \times 0,1 \times 0,7 = 2,1$ MSEK.

ALFA-koncernens förväntade R_e efter förvärvet av BETA AB blir $19\%(11,4/60)$. Det är således högre än ALFA och BETAs förväntade resultat innan förvärvet på 15%.

BETAs förväntade resultat på 15 % är högre än den tillkommande låneräntan på 7% och det nya lånet motsvarar BETAs eget kapital. Ägarna har således inte satsat något nytt kapital i samband med förvärvet av BETA. Vid en konstant kapitalinsats ökar ägarnas avkastning när resultatet ökar, som i fallet ovan. Ägarnas avkastning har ökat, till priset av ökad risk, vilket kan illustreras med hjälp av R_e -formeln;

$$R_e; R_e = R_t + (R_t - R_s) * S/E$$

R_t - Räntabilitet på totalt kapital (förväntat resultat före räntekostnader i förhållande till totalt kapital)

R_s - Genomsnittlig låneränta (räntekostnader/totala skulder)

S/E - skuldsättningsgrad (Skulder/eget kapital vid årets början)

(Samtliga räntabilitetsmått antas efter skatt)

Före förvärvet hade båda företagen en soliditet på 40% och en skuldsättningsgrad på 1,5 (90/60 respektive 45/30). Vidare antas att de hade en förväntad Rt på 10,2%. Förväntade resultatet före räntekostnader (efter schablonskatt) på 15,3 MSEK (0,102 x 150) för ALFA AB och 7,65 MSEK (0,102 x 75) för BETA AB. Rs förväntades vara 7% för båda företagen. Det innebär att de hade förväntade räntekostnader på 6,3 MSEK (0,07 x 90) respektive 3,15 MSEK (0,07 x 45). Detta ligger i linje med att båda företagen hade en Re på 15 %, eftersom om man sätter in respektive mått i formeln blir re: $10,2 + (10,2 - 7) \times 1,5 = 15 \%$.

Nästa steg i uträkningen blir att se till hur Re-formelns komponenter förändras och påverkar ALFA-koncernens avkastning på eget kapital. Rt borde vara oförändrad, då BETAs tillgångar har samma avkastning som ALFAs gamla tillgångar. Rs borde också vara oförändrad, eftersom genomsnittlig låneräntan på de tillkommande skulderna från BETA är lika hög som på ALFAs skulder innan förvärvet, samt låneräntan efter skatt på det tillkommande lånet för att finansiera förvärvet av BETA ligger på samma nivå. Den enda komponent som förändras är skuldsättningsgraden, som således bli 2,75 (165/60). Inledningsvis konstaterades att soliditeten sjönk till 27%. Sätts skuldsättningsgraden in i formeln blir det följande: $10,2 + (10,2 - 7) \times 2,75 = 19 \%$. Som tidigare angivits blev Re 19 % i och med förvärvet, men vad som kan iaktas är att avkastningen har inte ökat till följd av tillgångarna samt att den genomsnittliga låneräntan är oförändrad. Den högre skuldsättningsgraden, alternativt uttryckt, lägre soliditeten, återspeglar den ökade risken i samband med ökade avkastningen på eget kapital.

Är risken för hög efter förvärvet? Kan mätas genom variationen i Rt. Om den totala risken, inte betraktas som för hög efter förvärvet (enligt ägarnas perspektiv) är det positivt att den finansiella risken har ökat. Det leder således till ökad avkastning på eget kapital med acceptabel risk.

3.5.2 Rörelseförvärv med likvida medel

Exempel 2: Köpeskilling 30 MSEK. Finansiering genom likvida medel i det förvärvande företaget

Finansiering med hjälp av lån visade sig öka räntabiliteten på eget kapital på bekostnad av ökad risk, sämre soliditet. Frågan som uppstår är om risken kan minskas genom förvärv med likvida medel?

ALFA-koncernen får vid finansiering med likvida medel följande balansräkning efter förvärvet av samtliga aktier i BETA AB:

ALFA-koncernen efter förvärvet (MSEK)			
Tillgångar ALFA	120	Eget kapital	60
Tillgångar BETA	75	Skulder ALFA	90
		Skulder BETA	45
	<u>195</u>		<u>195</u>

Figur 7. ALFA-koncernen, efter förvärv med likvida medel

Jämfört med exempel 1 finns två skillnader. Tillgångarna ALFA är 30 MSEK mindre, vilket beror på att finansieringen sker med befintliga medel hos ALFA AB. Andra skillnaden är att inget lån upptagits, men skulderna från BETA AB har som i tidigare exempel ökat koncernens skulder.

Soliditeten beräknas till ca 31 % (60/195), vilket är något högre än 27 % vid lånefinansiering. Den högre soliditeten beror på att tillgångarna har minskat vid finansiering med likvida medel. Soliditetsförsämringen från 40 % till 31 %, kan som tidigare förklarats, tolkas som en ökad finansiell risk i koncernen efter förvärvet.

Lönsamhetsmässigt är båda exemplena relativt lika varandra. Det förväntade resultatet efter skatt efter förvärvet skulle kunna se ut på följande sätt:

+ Resultat ALFA UTAN FÖRVÄRV	9
- Förlorade ränteintäkter ALFA	-1,26
+ Resultat BETA	4,5
= Resultat ALFA-koncernen	12,24

Figur 8. Förväntat resultat ALFA-koncernen vid finansiering med likvida medel

Jämfört med lånefinansiering finns här två skillnader. Den första skillnaden är att inga räntekostnader uppstår då man finansierat förvärvet med likvida medel. Andra skillnaden är att det förväntade resultatet i ALFA blir lägre efter förvärvet, då ALFA antas finansiera förvärvet med likvida medel på 30 MSEK. I exempel två går ALFA därmed miste om finansiella intäkter på dessa 30 MSEK. Minskningen av resultatet för ALFA är beroende av antagandet beträffande den alternativa förräntningen på dessa likvida medel. I detta exempel har en alternativ procentsats på 6 % antagits (4,2 % efter skatt), vilket resulterat i ett högre resultat än i exempel 1. Om den alternativa procentsatsen hade motsvarat räntan på lånet i exempel 1, hade resultatet blivit exakt detsamma. Hade den alternativa räntan varit lägre än räntesatsen för lånet, skulle resultatet bli sämre. Båda exemplena är ganska lika ur lönsamhetssynpunkt, och handlar till stor del att avgöra riskens betydelse för ägarna.

3.5.3 Rörelseförvärv med nyemission

Exempel 3: Köpeskilling 30 MSEK. Finansiering med nyemitterade aktier i det förvärvade företaget

Som tidigare beskrivits ökar den finansiella risken med lånefinansiering och likvida medel vid förvärv. Detta förhållande ändras då nyemitterade aktier i det förvärvade företaget används som likvid (riktad nyemission). Det är därmed inte de gamla aktieägarna i ALFA AB som erbjuds att teckna nya aktier i proportion till sitt tidigare innehav, utan att emissionen istället riktas mot nya ägare, aktieägarna i det förvärvade bolaget BETA AB. .

En köpeskilling på 30 MSEK innebär att ALFA AB måste emittera nya aktier till ett värde av 30 MSEK. I detta exempel antas att emissionskursen motsvarar det verkliga värdet, vilket gör att ALFA ABs eget kapital ökar med 30 MSEK. ALFA-koncernen får följande koncernbalansräkning efter förvärvet av samtliga aktier i BETA AB:

ALFA-koncernen efter förvärvet (MSEK)			
Tillgångar ALFA	150	Eget kapital	90
Tillgångar BETA	75	Skulder ALFA	90
		Skulder BETA	45
	<hr/>		<hr/>
	225		225

Figur 9. ALFA-koncernen, efter förvärv med nyemission

Som vi kan se uppgår ALFA-koncernens eget kapital till 90 MSEK, vilket motsvarar ALFA ABs eget kapital efter emissionen. Det i sin tur påverkar soliditeten, som blir 40 % (90/225). Jämfört med innan förvärvet är soliditeten på samma nivå vilket förklaras med att den finansiella risken inte ökar i exempel 3. Den finansiella risken påverkas inte i detta fall, eftersom riskkapitalet i det förvärvade bolaget investeras av aktieägarna i form av nyemitterade aktier i ALFA AB.

Samma effekt hade uppstått vid en traditionell nyemission. Då gamla ägare med företrädesrätt betalar kontant för de nya aktierna, där kontanterna används för förvärvet av bolaget. Skillnaden är att de gamla ägarna inte behöver tillföra några likvida medel vid ovanstående nyemission, men på bekostnad av nya tillträdande ägare. Analysen bygger på antagandet att soliditeten i BETA AB var exakt den samma som för ALFA AB och att köpeskillingen motsvarade eget kapital i BETA AB. Om så inte vore fallet skulle soliditeten sett annorlunda ut, men eftersom inte några stora avvikelser sker, blir det ingen förändringen och huvudslutsatsen att den finansiella risken inte påverkas kvarstår.

Hur påverkas lönsamheten vid finansiering med nyemission?

Det förväntade resultatet efter skatt efter förvärvet skulle kunna se ut på följande sätt:

+ Resultat ALFA	9
+ Resultat BETA	4,5
= Resultat ALFA-koncernen	13,5

Figur 10. Förväntat resultat ALFA-koncernen vid nyemission

Resultatet uppgår till 13,5 MSEK, vilket är en ökning på 50 % (13,5/9). I samband med nyemission har det egna kapitalet ökat med 50 %, vilket gör att räntabiliteten på det egna kapitalet efter skatt ligger kvar på samma nivå som före förvärvet, det vill säga 15 %.

Sammanfattningsvis innebär lånefinansierade förvärv och förvärv som finansierats med likvida medel, en större finansiell risk för företaget, vilket avbildas i koncernredovisningen. Det blir speciellt tydligt när köpeskillingen motsvarar eget kapital i det förvärvade bolaget, samt när redovisade värden på tillgångar och skulder motsvarar deras verkliga värden, på det sätt som antagits i detta kapitel. När så inte är fallet involveras andra effekter in vilket benämns köpeskillings effekter. Så länge förvärvet innebär att företaget kapitalstruktur ändras kommer de belysta förändringarna att ske.

3.5.4 Köpeskillings effekter

I det här avsnittet analyseras effekterna av ett förvärv där köpeskillingen är högre än det egna kapitalet i dotterbolaget. Här antas genomgående att förvärvet lånefinansieras.

Verkliga värden för indirekt förvärvade tillgångar överstiger deras bokförda värde i dotterbolagets balansräkning

Exempel 5: Köpeskillning 60 MSEK.

Detta exempel illustrerar när indirekt förvärvade tillgångar och skulder enligt förvärvsanalysen överstiger det belopp de är bokförda till i dotterbolaget. ALFA-koncernens anskaffningsutgift på 60 MSEK specificeras på indirekt förvärvade tillgångar (105 MSEK) och skulder (45 MSEK). I detta fall bortses från skattekonsekvenserna vid ett indirekt förvärv som i regel är annorlunda än för ett direkt förvärv.

Följande koncernbalansräkning erhålls;

ALFA-koncernen			
efter förvärvet (MSEK)			
Tillgångar ALFA	150	Eget kapital	60
Tillgångar BETA	105	Skulder ALFA	90
		Skulder NYA	60
		Skulder BETA	45
	255		255

Figur 13. ALFA-koncernen, efter förvärv med övervärden

När köpeskillingen är högre än bokförda värdet uppstår ännu en försämring på soliditeten jämfört exemplet ovan (Rörelseförvärv med lånefinansiering). Soliditeten blir ca 24 % (60/255), vilket är en markant skillnad gentemot ALFA ABs soliditet på 40 % innan förvärvet. Ser man till exempel 1 där soliditeten gick ner till 27 %, då köpeskillingen motsvarade dotterbolagets eget kapital, har en försämring på 3 procentenheter skett. En naturlig förklaring är att BETAS tillgångar redovisas till ett högre belopp i detta exempel.

Det som är intressant är att finansieringsformen dominerar över köpeskillingens storlek sett till vilken effekt det har på soliditeten.

Köpeskillingens storlek kan vidare få stora konsekvenser mätt i lönsamhet. Detta eftersom eventuella avskrivningar eller nedskrivningar sker på de tillgångar som tas upp till ett högre belopp i koncernen än i det förvärvade bolaget.

Tillgångar som skrivs av antas få ett resultat efter skatt enligt följande;

+ Resultat ALFA	9
+ Resultat BETA	4,5
- Räntekostnad	-4,2
- Avskrivning övervärde	-3
= Resultat ALFA-koncernen	6,3

Figur 14. Förväntat resultat ALFA-koncernen i samband med övervärde

Räntekostnaderna efter skatt blir 4,2 MSEK ($60 \times 0,1 \times 0,7$) och avskrivning övervärde 3 MSEK. Avskrivningarna på övervärde är beroende av två faktorer. I detta fallet har avskrivning illustrerats med ett antagande om en återstående ekonomiska livslängd på 10 år, varför det årliga avskrivningen blir 3 MSEK. Avskrivningen är beräknad utifrån ett antagande för BETA AB. Antag att BETA ABs tillgångar består av 45 MSEK omställningstillgångar och 30 MSEK anläggningstillgångar. Anläggningstillgångarna inköptes för 10 år sedan för 60 MSEK, skrivs av på 20 år, varvid rörelseförvärvet återstår 10 år. Det skulle kosta ALFA AB att anskaffa motsvarande begagnade tillgångarna för 60 MSEK. Då blir ALFA-koncernens avskrivning 6 MSEK ($60/10$). I ovanstående analys belastas resultatet med 3 MSEK, eftersom 3 MSEK ($60/20$) redan belastat resultatet i BETA AB.

Förväntad Re uppgår till 10,5 % ($6,3/60$) vilket har påverkats av den finansiella ställningen, i samband med förvärvet ökar tillgångssidan på koncernnivå. För att ta bort effekten av förvärvets högre tillgångsvärden kan man se till räntabilitet på totalt kapital. En annan aspekt som bör beaktas är att BETA ABs förväntade resultat är samma som i exempel 1-3, när köpeskillingen antogs vara 30 MSEK. Man bör ha i åtanke att lönsamhetseffekterna av förvärvet kan vara en förklaring till högre köpeskillning i det här exemplet.

Verkliga värden på indirekt förvärvade tillgångar och skulder motsvarar deras bokförda värden i dotterbolagets balansräkning

Exempel 6. Köpeskillning 60 MSEK.

I detta exempel stämmer de förvärvade tillgångarna och skulderna överens med dess bokförda värde i dotterbolaget. Följande koncernbalansräkning erhålls vid förvärvet;

ALFA-koncernen efter förvärvet (MSEK)			
Tillgångar ALFA	150	Eget kapital	60
Tillgångar BETA	75	Skulder ALFA	90
Goodwill	30	Skulder NYA	60
		Skulder BETA	45
	<hr/> 255		<hr/> 255

Figur 15. ALFA-koncernen, efter förvärv i samband med goodwill

Jämfört med exempel 5 finns det två skillnader. ALFAS tillgångar står bokförda till 75 MSEK även på koncernnivå och andra skillnaden är att goodwillposten på 30 MSEK har tillkommit bland koncernens tillgångar. Koncernens anskaffningsutgift är således 60 MSEK och specificeras på tillgångar (75 MSEK) och skulder (45 MSEK). Återstoden på 30 MSEK ($60 - (75-45)$) specificeras som goodwill och är

skillnaden mellan anskaffningsutgiften och det verkliga värdet på indirekt förvärvade tillgångar och skulder.

Jämfört med fallet då man endast har ett övervärde på immateriella och materiella tillgångar, är tillgångsposten oförändrad (bortsett från latent skatteskuld i förvärvade tillgångar). Det spelar således ingen roll om det är ett övervärde i form av goodwill eller i materiella/ immateriella tillgångar. Dock kan det ha viss betydelse för den förväntade redovisade lönsamheten. Beroende på om företaget använder avskrivning eller nedskrivning kan det påverka lönsamheten på olika sätt. Resultatet efter skatt, i samband med avskrivning av goodwill, skulle kunna se ut på följande sätt;

+ Resultat ALFA	9
+ Resultat BETA	4,5
- Räntekostnad	-4,2
- Avskrivning Goodwill	-6
= Resultat ALFA-koncernen	3,3

Figur 16. Förväntat resultat ALFA-koncernen i samband med goodwill

Jämfört exemplet med övervärde har posten "avskrivning övervärde" ersatts med posten "avskrivning goodwill". Här antas linjära avskrivningar av goodwill på 5 år, vilket medför en avskrivning på 6 MSEK (30/5). Vid avskrivningar på övervärden och goodwill, belastas koncernens resultat, men inte det enskilda bolaget. Det blir därför inga skatteeffekter i samband med övervärden. Räntekostnaderna efter skatt blir 4,2 MSEK (60 x 0,1 x 0,7). Koncernens förväntade Re blir nu 5,5 % (3,3/60). Det är en försämring jämfört med övervärdesexemplet då koncernen antar en ekonomisk livslängd på 5 år.

Om ingen nedskrivning (i samband med IFRS nedskrivningsprövning) sker av goodwill skulle effekten på koncernens lönsamhet se annorlunda ut. Då kommer inte resultatet före räntekostnader att belastas med några nedskrivningar. Det skulle innebära en förväntad Re på 15,5 % (9,3/60), vilket är betydligt högre än 5,5 % vid avskrivning av goodwill och högre än alla andra ovanstående exempel.

Vid förvärv som skapar goodwill, antas en högre förväntad lönsamhet i framtiden.

Lönsamhetseffekterna kan analyseras mot två tänkbara förklaringar till att köpeskillingen är högre än det bokförda värdet. Första iden är att överlönsamhet förväntas hos det köpta företaget. Andra iden är att förvärvet medför samordningsvinster, synergieffekter.