



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Förekomsten av rabatt vid värdering av privata bolag i Sverige
- En kvalitativ studie bland svenska banker och investmentbolag

Magister/ Kandidatuppsats
Industrial and Financial Management
Höstterminen 2010

Handledare: Taylan Mavruk

Författare: Henriette Andresen
Christian Bylock

Innehåll

Sammanfattning	4
Abstract	5
Förord	6
Förkortningar och begrepp	7
1 Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Frågeställningar	10
1.4 Syfte	10
1.5 Avgränsning	11
1.6 Disposition	11
2 Metod	12
2.1 Val av metod	12
2.2 Induktion eller deduktion	12
2.3 Praktiskt tillvägagångssätt	12
2.3.1 Primärdata och sekundärdata	13
2.3.2 Val av respondenter	13
2.4 Bortfallsanalys	14
2.5 Val av intervjufrågor	14
2.6 Validitet och reliabilitet	14
3 Referensram	16
3.1 Tidigare forskning	16
3.2 Förvärvsprocessen	18
3.2.1 Prismekanismer vid förvärv	18
3.2.2 Mänskliga faktorer i förvärvsprocessen	19
3.3 Värderingsprocessen	20
3.4 Värderingsmodeller	20
3.4.1 Avkastningsvärdering	20
3.4.2 Jämförande värdering	21
3.4.3 Substansvärdering	21
3.4.4 Leveraged buyout modell	21
4 Empiri	22
4.1 Intervju med Anders Mörck på Investment AB Latour	22

4.2	Intervju med Robin Molvin på Ratos AB	23
4.3	Intervju med Erik Kjellström på Svenska Handelsbanken AB.....	25
4.4	Intervju med två medarbetare på en av de svenska storbankerna	25
5	Analys	28
5.1	Analys av intervjuerna.....	28
5.1.1	Intervju med Anders Mörck på Latour	30
5.1.2	Intervju med Robin Molvin på Ratos.....	30
5.1.3	Intervju med Erik Kjällström på Handelsbanken	30
5.1.4	Intervju med två medarbetare på en svensk storbank	30
5.2	Finns det en motiverad rabatt för privata bolag?	31
5.3	Prismekanismers inverkan på eventuella prisskillnader mellan privata och publika bolag..	32
6	Slutsats	33
7	Källförteckning.....	34
	Appendix I Intervjufrågor	36

Sammanfattning

Genom ett flertal kvantitativa undersökningar har forskare konstaterat att privata bolag, i jämförelse med publika bolag, värderas till rabatt. Den procentuella siffran varierar beroende på studie men uppgår till mellan 15 och 33.75 procent. Vår avsikt har varit att undersöka huruvida det som framkommit genom dessa kvantitativa undersökningar stämmer överens med vad praktiker som arbetar med företagsvärdering anser. Vi ville även undersöka huruvida praktiker använder sig av en standardiserad rabatt för privata bolag vid företagsvärdering.

Som respondenter för vår undersökning valde vi erfarna medarbetare på investmentbolag och större banker i Sverige. Det är också genom dessa val vår avgränsning skett. För att bäst uppnå vårt syfte och kunna besvara våra forskningsfrågor har vi valt att tillämpa en kvalitativ metod då den till sin natur är mer förklarande och lämpar sig bättre när syftet är att fördjupa förståelsen för ett ämne.

Respondenterna var i stort sett eniga i sin syn på värdering av företag och förekomsten av en rabatt för privata bolag. Det förekom dock vissa avvikelser.

Vi argumenterar för att det, i enlighet med vad våra respondenter hävdar, i praktiken inte förekommer någon ren privat bolagsrabatt. Den rabatt som likställs med en privat bolagsrabatt utgörs istället av ett flertal rabatter till följd av ett bolags olika egenskaper, vilka oftast sammanfaller för privata bolag. Det rör sig om bolagets storlek, dess möjlighet till genomlysning för förvärvsaspiranter och dess avsaknad av likviditet.

Abstract

Several quantitative surveys point out that private companies, when compared to public, are valued with a discount. This type of discount is called Private Company Discount (PCD) and the rate of the discount varies between 15 and 33.75 percent in different studies.

The purpose of the thesis is to investigate reasons for this type of Private Company Discount, what this type of discount consists of and primary valuers' experiences of this discount. These are issues that are interesting to investigate qualitatively since this has not been done in Sweden.

Furthermore, we also wanted to investigate how common the use of a standardized discount is when valuing private companies. The respondents in our research are experienced employees in *Private Equity* firms and large Banks in Sweden.

The research is limited to cover experiences from several well known *Private Equity* firms and large Banks in Sweden. There are some reasons for limiting the survey to these types of companies; the respondents daily work with valuation of both private and public firms, they have a lot of experience from Mergers & Acquisitions in Sweden and the aim of their valuation process differs among the respondents which gives the research a deepened explanatory value.

We argue, according to answers from our respondents, that the Private Company Discount does not exist in practice. The proposed discount for private companies consists of several discounts depending on the characteristics of the company, such as size, transparency for investors and liquidity. These factors may vary a lot, particularly in privately owned companies.

Förord

Att skriva denna uppsats har varit mycket intressant då vi fått utgå från våra tidigare teoretiska kunskaper och genom intervjuer med kunniga personer fått en inblick i hur företagsvärdering och förvärvsprocessen går till i praktiken.

Vi vill tacka vår handledare Taylan Mavruk för värdefull respons under hela processen. Vi vill även tacka alla respondenter för att ni ställt upp på intervjuer och delat med er av era erfarenheter.

Göteborg i januari 2011

Christian Bylock
gusbyloch@student.gu.se

Henriette Andresen
andresen.henriette@gmail.com

Förkortningar och begrepp

<i>Aktievärde</i>	Värdet på företagets aktier.
<i>DD</i>	Due diligence.
<i>EBIT</i>	Earnings before Interest and Taxes. Ett mått på ett företags vinst före räntor och skatt, det vill säga företagets rörelseresultat.
<i>EBITDA</i>	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Ett mått på ett företags rörelseresultat före räntor, skatt, amorteringar och avskrivningar.
<i>Exitvärde</i>	Det värde ett bolag förväntas ha vid en planerad kommande avyttring.
<i>FCFE</i>	Free Cash Flow Equity. Fritt kassaflöde eget kapital, vilket är det kapital som är fritt tillgängligt för företagets aktieägare.
<i>FCFF</i>	Free Cash Flow Firm. Fritt kassaflöde företag, vilket är det kapital som är tillgängligt för både företagets aktieägare och dess långivare.
<i>Företagsvärde</i>	Värdet på företaget som helhet, det vill säga värdet på företagets aktier, tillgångar och skulder.
<i>IRR</i>	Internal Rate of Return. Internränta.
<i>M&A</i>	Mergers and acquisitions. Förvärv och företagsöverlåtelser.
<i>Nettoresultat</i>	Företagets resultat efter skatt.
<i>NPV</i>	Net Present Value. Nuvärde.
<i>Nuvärde</i>	Ett framtida beloppets värde idag.
<i>P/B</i>	Price/Book value. Företagets aktiekurs i förhållande till värdet på det egna kapitalet per aktie enligt senaste årsredovisningen.
<i>PCD</i>	Private Company Discount.
<i>P/E</i>	Price/Earnings. Företagets aktiekurs i förhållande till företagets vinst per aktie.
<i>Privat bolag</i>	Ett företag vars aktier inte är noterade på någon handelsplattform. Även kallat onoterat bolag.
<i>Private Equity</i>	Riskkapitalplaceringar i onoterade bolag. Ägarrollen är ofta aktiv men tidsbegränsad.
<i>Public Equity</i>	Investeringar i noterade bolag.
<i>Publikt bolag</i>	Ett företag vars aktier är noterade på en handelsplattform och därmed är det möjligt för allmänheten att förvärva sådana. Även kallat noterat bolag.
<i>SDC</i>	Securities Data Corporation.
<i>SEC</i>	Securities and Exchange Commission.
<i>Wacc</i>	Weighted average cost of capital. Genomsnittlig vägd kapitalkostnad.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

En mycket viktig del i företagsöverlåtelseprocessen är värderingen av bolaget. Att värdera ett företag är en subjektiv process vilket leder till att det framräknade företagsvärdet kan skilja sig åt beroende på vem som värderar bolaget och i vilket syfte det görs (Yegge 2002). Enligt Öhrlings (2007) styr syftet också vilken definition av värde som användas och som skall vara utgångspunkten för värderingen. Faktorer som anses påverka hur ett företag värderas är exempelvis huruvida det rör sig om ett privat eller ett publikt bolag, om värderingen sker ur ett köpar- eller säljarperspektiv och hur marknaden ser ut vid värderingstillfället (Koeplin et al. 2000, Elnathan et al. 2010).

Koeplin et al. (2000) har genom att jämföra en mängd privata och publika företagsförvärv kommit fram till att privata bolag säljs med i genomsnitt 20 till 30 procent rabatt när företagets vinst används som bas för att värdera förvärven. Dessa resultat överensstämmer med Officer (2007) som i sin studie kom fram till att privata bolag, i förhållande till publika bolag, säljs med mellan 15 och 30 procent rabatt. Även när värderingsmultiplar används finner Elnathan et al. (2010) att det föreligger en privat bolagsrabatt som enligt studien uppgick till i genomsnitt 22 procent.

Officer (2007) argumenterar för att rabatten främst beror på behovet och tillgängligheten av likviditet men menar även på, vilket Elnathan et al. (2010) är enig om, att informationsasymmetrin mellan köpare och säljare är större vid förvärv av ett privat bolag och att privata bolag därför värderas lägre. Elnathan et al. (2010) menar dock vidare att skillnader i värderingsmultiplar mellan privata och publika bolag kan bero på andra faktorer än huruvida det rör sig om ett privat eller publikt bolag. Här nämns främst storleken på bolaget som en orsak med förklaringen att företags storlek är relaterat till risk och därmed används en högre diskonteringsränta vid värdering av små bolag, vilket resulterar i ett lägre bolagsvärde. Även Pratt et al. (2000) argumenterar för att privata bolag, vilka i förhållande till publika bolag generellt sett är mindre, prissätts lägre eftersom stora företag, tillika publika företag, generellt anses vara mindre riskfyllda. Vidare har Elnathan et al. (2010) genom sin studie funnit bevis för att privata bolag värderas till rabatt när det är köparen som beställt värderingen medan de värderas högre när det är säljaren som beställt värderingen.

Ett antal undersökningar har dessutom visat att i fler än hälften av fallen förstörs värde vid företagsköp (Sevenius 2004). I tider av osäkerhet i ekonomin minskar benägenheten att göra företagsförvärv, de innebär också större risker och ställer högre krav på själva värderingen. Detta har enligt Sevenius (2004) drivits på utvecklingen av nya tekniker och teorier för att minska riskerna i samband med företagsförvärv. En teknik som ökat är så kallade prismekanismer, det vill säga detaljerade avtal som ofta syftar till att skjuta upp en del av betalningen vid företagsförvärv. Detta skapar möjligheter att behålla nyckelpersoner och göra köpeskillingen delvis prestationsbaserad vilket också ökar prisets rättvishet. Samtidigt har det även ökat komplexiteten vid företagsförvärv.

1.2 Problemdiskussion

Ett företags värde är beroende av hur företaget presterat och hur det förväntas prestera i framtiden och det finns flera olika metoder för att värdera företag. En företagsvärdering kan göras utifrån företagets kassaflöden, utdelningar, uthållig vinst och liknande. Företaget kan

också värderas utifrån dess substans eller genom en jämförelse med andra liknande företag, även kallat multipelvärdering. Det är dock inte endast valet av värderingsmetod som påverkar det framräknade företagsvärdet. Enligt Elnathan et al. (2010) och Officer (2007) påverkas ett företags värde också av om det rör sig om ett privat eller publikt företag, av ur vems perspektiv värderingen sker, etcetera.

När det gäller värdering av publika och privata bolag har det genom kvantitativa undersökningar visat sig att privata bolag värderas till ett genomgående lägre pris än publika bolag (Silber 1991, Koeplin et al. 2000, Officer 2007, Brännström et al. 2008). Studierna bygger på en granskning av genomförda värderingar och transaktioner av privata och publika bolag och jämförelsen dem emellan har skett genom att olika multiplar tagits fram. Det finns dock en begränsning av att jämföra olika företagstransaktioner eftersom det sällan finns två identiska transaktioner att jämföra och därför kan det vara svårt att dra generella slutsatser utifrån resultaten. Varje bolag är unikt och den slutliga överlåtelsesumman beror på så mycket mer än själva värderingen av bolaget. Det är därför av intresse att genomföra en kvalitativ undersökning av hur de som genomför bolagsvärderingar ser på en värderingsrabatt för privata bolag i förhållande till publika bolag och samtidigt ta reda på om den är motiverad och vad som är orsaken till en sådan rabatt. I detta sammanhang är det också av intresse att undersöka om det möjligen är så att en privat bolagsrabatt är så vedertagen bland praktiker att de till och med använder sig av en standardiserad rabatt för privata bolag. Med ett undantag bygger dessutom de refererade studierna på material som har en del år på nacken och det finns en möjlighet till att läget förändrats sedan dess.

Trots att det finns vissa grundläggande aspekter att ta hänsyn till vid en företagsvärdering är det ändå en relativt subjektiv process och det är därför av intresse att se vilka faktorer som enligt praktiker påverkar en bolagsvärdering. Det finns ett flertal olika värderingsmetoder som kan användas vid värdering av bolag och kanske beror privata bolags rabatt på skillnader i val av värderingsmetod, på så sätt att praktiker använder olika typer av metoder beroende på om det rör sig om ett privat eller publikt bolag. Sådant är inte möjligt att utläsa av de studier som tidigare gjorts inom ämnet. Däremot går det att undersöka om valet av värderingsmetod har betydelse för utfallet av värderingen genom att intervjua praktiker. Genom att välja respondenter med olika funktioner i värderingsprocessen kan det också undersökas huruvida positionen har någon betydelse för hur en värdering genomförs. Elnathan et al. (2010) har funnit bevis för att värdering skiljer sig åt beroende på vem som genomför den och därför är det av intresse att se om värderingen påverkas av om den görs i eget intresse, det vill säga av investmentbolag, eller för annans räkning, det vill säga när banker genomför värderingar åt klienter.

Vilka egenskaper som är av betydelse vid en värdering påverkar troligen också slutresultatet av värderingen och möjligen mynnar värderingen ut i olika resultat beroende på att den som genomför värderingen fokuserar på olika egenskaper hos bolaget och att dessa kanske skiljer sig åt beroende på om det rör sig om ett privat eller publikt bolag. Här tänker vi särskilt på hur bolagets nyckelpersoner hanteras vid en värdering och ett efterföljande förvärv. Kanske värderas privata bolag lägre på grund av att nyckelpersoner, i större grad än för publika bolag, försvinner vid en överlåtelse och därmed "tar med sig" en stor del av bolagets värde. Eller är det så att privata bolag, som oftast drivs av företagsgrundaren, tillika entreprenör, inte är medveten om sitt bolags värde och därmed accepterar ett lägre pris än vad aktieägare i ett publikt bolag skulle göra. Vidare kan även användandet av prismekanismer vid företagsförvärv skilja sig åt mellan privata och publika bolag, vilket i sin tur kan påverka värderingen. Här tänker vi främst på prismekanismer avseende nyckelpersoner som verkar

vara betydligt vanligare i privata bolag och de har därmed troligen en betydande inverkan på den slutgiltiga överlåtelsesumman.

Möjliga synergieffekter av ett förvärv är också av intresse och kanske har investmentbolag lättare att bedöma synergieffekter och värdera dem mer riktigt än banker eftersom de har större insikt i sin egen verksamhet och mål och detta kan leda till att olika egenskaper hos bolaget har betydelse beroende på vem som värderar bolaget. Möjligen har avsaknaden av dokumenterad historik av bolaget, vilket ofta föreligger för privata bolag, stark påverkan på värderingen och kan vara en orsak till att studier funnit att privata bolag värderas till rabatt. Det finns därmed många möjliga orsaker till att privata bolag, i jämförelse med publika bolag, funnits värderas till rabatt.

De slutsatser som kommer att kunna dras från respondenternas erfarenheter i denna undersökning kommer troligen att skilja sig från de resultat som framkommit i tidigare studier eftersom de genomförts på olika sätt och med olika material som grund. Det finns så mycket som påverkar den slutliga prissumman av en bolagsvärdering vid ett förvärv och som inte kan komma fram vid en jämförelse av olika multiplar. Därför är det av intresse att genomföra en kvalitativ studie på mikronivå som kan klarlägga detta. Eftersom ett flertal studier dock kommit fram till att privata bolag värderas till rabatt arbetar vi ändå under föreställningen att praktikers erfarenheter till stor del överensstämmer med vad som framkommit i dessa studier. Om det visar sig vara så innebär det att överlåtelse av privata bolag kommer att bli en mer komplicerad process, under förutsättning att både köpare och säljare är medvetna om att privata bolag värderas till rabatt. Om det däremot visar sig att praktiker inte anser att det föreligger en privat bolagsrabatt innebär det att andra aspekter än huruvida det rör sig om ett privat eller publikt bolag väger tyngre vid en bolagsvärdering.

Om det visar sig att företagsvärderare arbetar med en standardiserad rabatt för privata bolag innebär det att en värdering kanske inte är så subjektiv och individuell som vi fått uppfattningen om att de är. Vidare innebär det att värderare tillskriver alla privata bolag vissa egenskaper som gör dem mindre värde vilket kan leda till att de blir undervärderade. Detta kan i sin tur begränsa den fria marknadens funktion och grunden om utbud och efterfrågan. Visar det sig däremot att det i praktiken inte förekommer en standardiserad rabatt för privata bolag stödjer det tesen om att varje bolag är unikt och att en företagsvärdering är en högst subjektiv process.

1.3 Frågeställningar

- Överensstämmer praktikers erfarenheter med forskares syn på en rabatt för privata bolag?
- Arbetar företagsvärderare med en standardiserad rabatt för privata bolag?

1.4 Syfte

Det primära syftet med uppsatsen är att undersöka hur den, i litteraturen beskrivna, rabatten av privata företag jämfört med publika företag vid företagsöverlåtelse stämmer överens med praktikers erfarenheter. Därav följer att vi också vill utreda om de som värderar företag i praktiken arbetar med en standardiserad rabatt. Fokus i uppsatsen ligger på att ta del av erfarenheter från personer vilka arbetar på avdelningar som ansvarar för värdering på både banker och investmentbolag.

1.5 Avgränsning

Uppsatsen avgränsas så till vida att författarna endast undersöker synen på företagsvärdering utifrån ett antal välkända svenska investmentbolag och banker som dagligen sysslar med värdering av företag. Att intervjuobjekten är begränsade till personer inom dessa organisationer bidrar till ett högt kunnande och god avspeglning av hur värdering vid förvärv går till i praktiken. Valet av respondenter ger även undersökningen ett ytterligare djup då respondenterna har olika mål med sina förvärv. Genom att respondenterna endast jobbar på svenska bolag innebär det dock att eventuella nationella skillnader i fråga om värdering av företag vid företagsöverlåtelser inte kommer att behandlas.

1.6 Disposition

Uppsatsen inleds med ett metodkapitel i vilket författarna beskriver den metod de använt vid insamlandet av data, urval av respondenter och det praktiska tillvägagångssättet. Därefter följer uppsatsens teoretiska referensram som syftar till att underlätta för läsaren att förstå vad som sedan tas upp i empirin. Efter empirin följer författarnas analys av vad som behandlats. Uppsatsen avslutas med en slutsats, i vilken teorin och empirin sammanvägs för att frågeställningarna skall kunna besvaras.

2 Metod

2.1 Val av metod

Då kvantitativa undersökningar redan gjorts inom området och vi efter studier av dessa valt att lägga fokus på förståelsen kring värderingen i praktiken lämpar sig en kvalitativ metod för undersökningen. Detta beror på att den kvalitativa metoden enligt Andersen (1998) ämnar vara mer förklarande än förstående och vi har hittills endast tagit del av forskares föreställning om vad den privata bolagsrabatten beror på, inte synen hos de som faktiskt genomför värderingarna och bestämmer överlåtelsesummorna. Detta innebär att vi egentligen inte vet varför privata bolag värderas till rabatt. Andersen (1998) menar vidare att en viktig del av den kvalitativa metoden är att förstå komplexiteten i problemet relaterat till helheten. Ett kvalitativt undersökningssätt kan därmed fördjupa förståelsen för problemet som studeras. Vi anser därmed att en kvalitativ metod är att förespråka för vår uppsats då vi ämnar besvara våra frågeställningar genom att ta del av praktikers erfarenheter. Vidare passar en kvalitativ metod vår ansats bättre då det huvudsakligen inte används statistik som data och eftersom den kvantitativa metoden ofta störs av tidsaspekten då faktorer såsom konjunktur kan påverka resultatet när mätningar görs inom en viss tidsperiod (Andersen 1998). Dessutom kan en kvalitativ metod anses mer pålitlig då resultatet från en sådan går att applicera generellt.

2.2 Induktion eller deduktion

Patel & Davidsson (2003) beskriver tre begrepp som kan användas för att hantera teori och empiri; deduktion, induktion och abduktion. Ett deduktivt arbetssätt innebär att man utgår från en redan befintlig teori och applicerar denna på verkligheten. Fördelen med deduktion är att objektiviteten stärks genom att utgångspunkten är en redan befintlig teori. Däremot kan undersökningen färgas av den befintliga teorin till den grad att nya resultat inte upptäcks.

Induktion innebär att man studerar forskningsobjektet utan att ha utgått från någon tidigare teori. Utifrån resultatet av undersökningen formas en teori. Då ett induktivt arbetssätt tillämpas finns risk att teorin som utformas speglar just den situationen som undersökningen genomfördes i och blir svår att applicera generellt. Dock kan teorin ge nya resultat då undersökningen var öppen för avvikelser (ibid).

Då vår undersökning kommer ske inom ett område där starka teorier och ramar är utstakade samt ett förhållningssätt där det mer är frågan om vilken metod som använts och varför den gett ett visst resultat så lämpar sig den deduktiva metoden bättre för att relatera verkligheten till teorin.

2.3 Praktiskt tillvägagångssätt

Uppsatsen inleddes med att vi undersökte litteraturen kring ämnet, både artiklar och gjorda kvantitativa undersökningar. Utifrån litteraturens beskrivning av ämnet formulerades sedan frågeställningar, vilka vi genom en kvalitativ undersökning i form av ett antal djupintervjuer sökt svar på. Dessa djupintervjuer genomfördes på så sätt att alla respondenter först via mail erhöll intervjufrågorna och därefter genomfördes en intervju genom fysiskt möte och två intervjuer per telefon. Den fjärde intervjun skulle följas upp per telefon men respondenten fick förhinder och en uppföljning kunde därmed inte ske. Eftersom intervjuerna syftade till att få förståelse om och hur en eventuell rabatt för privata bolag behandlas i praktiken valdes en öppen intervju. Frågorna var relativt vida och vid behov ställdes följdfrågor för att fördjupa förståelsen. Eftersom vi valt olika typer av respondenter förväntades också olika svar, vilket

enligt Lantz (1993) ser som positivt vid kvalitativa analyser och därmed passar också en öppen intervju bäst.

Efter att intervjun sammanställts skedde en uppföljning där vi fick möjlighet att ställa ytterligare frågor och där respondenterna efter eget initiativ fick tillfälle att korrigera sammanställningen.

2.3.1 Primärdata och sekundärdata

Enligt Andersen (1998) finns det två typer av data; primära och sekundära. Primärdata är information som forskaren själv har samlat in. Detta kan ske genom till exempel enkäter eller intervjuer (Holme & Solvang 1997). Primärdata i uppsatsen består av de intervjuer som gjorts, både personliga djupintervjuer samt intervjuer via telefon och mail.

Sekundärdata består av redan existerande forskning. Informationen är insamlad av en annan forskare eller institution och kan bestå av artiklar, böcker, dokument eller annan offentlig statistisk information (Andersen 1998). För att finna sekundärdata till vår teoretiska referensram använde vi sökmotorer som *LIBRIS*, *EBSCO* och *Science Direct*. För att få en så bred bas som möjligt använde vi oss av ett flertal sökord såsom *företagsförvärv*, *Mergers and Acquisitions*, *M&A*, *synergieffekter* och *värdering*. Sekundärdata i uppsatsen består därmed av artiklar och uppsatser som tar upp tidigare relevanta undersökningar samt läroböcker inom företagsförvärv och -värdering.

2.3.2 Val av respondenter

För att få en omfattande bild av synen på värderingsprocessen och hur värdering av privata och publika bolag går till i praktiken intervjuades personer med kunskaper inom värdering med olika funktioner i värderingsprocessen. Detta innebär att både investmentbolag och banker med representanter inom *corporate finance* avdelningar kontaktades för att våra forskningsfrågor skulle kunna besvaras. Att både investmentbolag och banker intervjuades innebär också att vi fick ta del av erfarenheter både från de som gör värderingar åt andra och de som gör dem för sig själva. Respondenterna värderar därmed företag i olika syften, vilket vi såg som en intressant aspekt av empirin. Härmed inte sagt att banker är de enda aktörer på marknaden som värderar åt andra.

Svenska Handelsbanken AB, nedan kallat Handelsbanken, är en stor och välkänd bank med lång historik som tyder på seriositet och kompetens. De besitter enligt sig själva den ledande nordiska *corporate finance* avdelningen och har under årens lopp jobbat som rådgivare vid många M&A transaktioner med välkända svenska företag, vilket visar på att de har stor erfarenhet av företagsöverlåtelse (Handelsbanken). Vår respondent Erik Kjellström sitter som ansvarig för M&A vilket tyder på att han har den erfarenhet och kunskap som vi efterfrågar i vår undersökning.

Ytterligare en svensk storbank kontaktades. Det är en välkänd bank med lång historik och gedigen *corporate finance* avdelning. De bör därmed kunna anses vara seriösa i sin yrkesutövning och besitta den kompetens som vi efterfrågar av våra respondenter. I en överlåtelseprocess jobbar oftast jurister och ekonomer tillsammans och därför såg vi det som extra positivt att kunna intervjuas både en projektledare och en legal expert. Vi förväntade oss därmed att kunna få våra frågor besvarade utifrån ett stort spektra av kunskap och erfarenhet.

Investment AB Latour, nedan kallat Latour, är ett investmentbolag med drygt 25 år på nacken och med en helägd industri- och handelsrörelse bestående av ett 70-tal bolag, vilket gör dem till en ganska stor aktör på den svenska marknaden (Latour a). Därmed har de stor erfarenhet

av företagsförvärv och den värdering som sker av potentiella förvärv. Latour har som långsiktigt mål att skapa tillväxt och mervärde i sina innehav genom ett aktivt ägande, vilket gör dem till en intressant respondent eftersom de i detta fall kan skilja sig gentemot andra investmentbolag. De verkar dessutom endast inom fyra affärsområden (Hultafors Group, Latour Industries, Specma Group och Swegon) och är därmed branschberoende. Som ekonomi- och finansdirektör besitter Anders Mörck en gedigen erfarenhet inom företagsvärdering och sågs därför som en lämplig respondent.

Ratos AB är ett *Private Equity* investmentbolag verksamt på den nordiska *private equity* marknaden inriktade på mellansegmentet med investeringar om mellan 300 miljoner och fem miljarder kronor i eget kapital vid varje investering (Ratos). Detta innebär att de är ett av få börsnoterade bolag i Sverige vars huvudsakliga verksamhet är direkta investeringar i onoterade bolag, vilket gör dem till ett intressant intervjuobjekt. Till skillnad från Latour är Ratos dessutom branschberoende, vilket möjliggjorde skillnader i erfarenhet hos respondenten beroende av typen av investeringar. Som *Senior Investment Manager* såg vi Robin Melvin som en respondent med stort kunnande och erfarenhet av företagsvärdering.

2.4 Bortfallsanalys

I den kvalitativa undersökningen finns ett anmärkningsvärt bortfall av respondenter som av olika anledningar inte kunnat ställa upp på en intervju. Två investmentbolag har ej svarat på förfrågan, fyra investmentbolag har inte ansett sig ha tid för en intervju eller har som policy att inte ställa upp på intervjuer för uppsatser. Av tillfrågade banker har två stycken ansett sig för nischade på andra områden för att kunna ge relevanta svar samt en som inte har svarat. Även tre konsultfirmor med en specialiserad avdelning på företagsvärdering har tillfrågats, dock har ingen av dessa svarat. För att få en annan synvinkel på värdering kontaktades en organisation som sysslar med rekommendationer för värdering, det tillfrågade intervjuobjektet hade dock nyligen bytt jobb och kunde inte ställa upp på en intervju.

För studien innebär detta bortfall att vi inte kan vara säkra på att de slutsatser som vi drar inte har påverkats av slumpen. Detta innebär vidare att resultaten möjligen inte kan anses vara generellt giltiga.

2.5 Val av intervjufrågor

Intervjufrågorna framarbetades med syftet att, genom intervjuer med respondenterna, få våra forskningsfrågor besvarade. Det var dock inte möjligt att gå för rakt på eftersom det då skulle bli fråga om ledande frågor, vilket vi för undersökningens validitet ville undvika. Vi började därför intervjun med mer allmänt hållna frågor för att sedan gå in på mer specifika frågor relaterade till våra egna forskningsfrågor. Vidare undvek vi att ställa frågor som kunde besvaras med ett ja eller nej eftersom vi eftersträvade en öppen intervju med möjlighet till följdfrågor och diskussion. Intervjufrågorna finns att finna under Appendix I.

2.6 Validitet och reliabilitet

Validitet delas in i relevans och giltighet, där relevansen avser hur relevant urvalet av variabler och empiriska begrepp är medan giltigheten innebär hur väl det teoretiska och det empiriska begreppsplanet överensstämmer (Andersen 1998). Som forskare är det av intresse att uppnå största möjliga överensstämmelse mellan empiriska variabler och teoretiska begrepp varför vår uppsats validitet är av största vikt. Relevansen i undersökningen ses som god i det avseendet att respondenterna är kunniga inom området och är väl införstådda med frågeställningarna. Även valet av respondenter bidrar till en ökad relevans för undersökningen då deras företag gör förvärv gällande olika typer av företag samt olika storlekar. Dessutom

värderar respondenterna potentiella förvärv med flera olika aspekter. Det förekommer dock vissa svagheter vad gäller undersökningens relevans eftersom relativt få intervjuer har genomförts samt att respondenterna varit färgade av sitt företags verksamhet och därmed kanske inte varit helt neutrala när de besvarat intervjufrågorna. Genom att det teoretiska och det empiriska begreppsplanet överensstämmer till stor del bör dock undersökningens giltighet anses god.

Reliabiliteten i en undersökning innebär till vilken grad det vi mäter påverkas av tillfälligheter. Det syftar även till att mäta hur säkert och hur exakt det vi mäter är (Andersen 1998). Reliabilitet kan lättast kommenteras i kvantitativa undersökningar då signifikansnivåer kan bestämmas i förväg. Dock kan reliabiliteten i vår undersökning, trots att endast ett fåtal intervjuer genomförts, anses god med tanke på kunnandet hos valda respondenter.

3 Referensram

Grunden för uppsatsen är de teorier om en privat bolagsrabatt som behandlas i de artiklar som presenteras nedan under avsnitt 3.1 tidigare forskning. Den referensram som följer därefter och behandlar förvärvsprocessen, värderingsprocessen och de olika värderingsmodellerna ämnar endast vara förklarande för läsaren då den behandlar andra aspekter som respondenterna i empirikapitlet diskuterar.

3.1 Tidigare forskning

Värdering av privata bolag är enligt Koeplin et al. (2000) en svår och oftast synnerligen subjektiv process då privata bolag, till skillnad från publika bolag, inte har ett synligt aktiepris som kan tjäna som ett objektiva mått på bolagets marknadsvärde. Dessutom kan ett privat bolags marknadsvärde inte mätas genom en jämförelse med andra privata bolag eftersom inte heller de har iakttagbara marknadsvärden. Detta leder till att analytiker måste använda sig av andra värderingstekniker för att värdera privata bolag. Enligt Koeplin et al. (2000) är diskonterade kassaflödesmetoden den teoretiskt korrekta ansatsen vid värdering av alla sorters tillgångar, inkluderat företag. Då en kassaflödesanalys trovärdighet är beroende av riktigheten i dess utformning och användandet av lämpliga riskmått hjälper det däremot att använda andra värderingsansatser som en verklighetskontroll av de värden som erhållits genom kassaflödesanalysen. Ett sådant sätt är enligt Koeplin et al. (2000) att hitta ett antal jämförbara transaktioner av företag i liknande industrier och vid ungefär samma tidpunkt och sedan beräkna köpeskillingsmultiplar av olika relevanta finansiella parametrar såsom försäljning eller vinst. Tillförlitligheten hos en sådan jämförbar ansats beror dock på dess skicklighet att identifiera transaktioner som visar liknande värdekvantiteter som det bolag som skall värderas. Sådana egenskaper inkluderar risk, tillväxttakt, kapitalstruktur, storleken och timingen på kassaflödet samt likviditet. I de flesta fall är dock endast data från publika bolags transaktioner tillgängliga och publika bolags karaktärsdrag är oftast olika de för privata bolag. Således kan en rabatt användas för att förklara dessa skillnader i karaktäristik. Koeplin et al. (2000) menar att den mest uppenbara skillnaden är avsaknaden av likviditet för privata bolags aktier, i förhållande till aktier i ett publikt bolag. Typiskt sett har aktieägare i publika bolag en färdig marknad på vilken de kan sälja sina aktier, något som privata bolags aktieägare saknar.

Genom att undersöka 69 förvärv rapporterade av *Securities Data Corporation* (SDC) mellan 1981 och 1988 har Silber (1991) kommit fram till att det föreligger en genomsnittlig rabatt på 33.75 procent för *restricted stocks*, vilket är värdepapper som inte är registrerade hos *Securities and Exchange Commission* (SEC) och därmed inte kan säljas på den öppna marknaden förrän efter tidigast två år efter förvärvet. Det förelåg dock stor variation där den högsta rabatten uppgick till 84 procent och den lägsta var faktiskt ett premium på 12,7 procent. Vissa av dessa skillnader anses dock kunna förklaras av överkänsliga faktorer såsom att *restricted stocks*, trots dess illikviditet, kan säljas till ett premium för att investerare lovas att bli representerade i bolagets styrelse. Den formella statistiska modellen som använts vid undersökningen visar också att rabattens storlek varierar efter bolags- och problemkaraktär. För företag med större intäkter och positiva vinster är rabatten på *restricted stocks* betydligt lägre än genomsnittet. Investerare räknar antagligen med att hålla sådana värdepapper genom deras tid av illikviditet och därmed erhåller de en lägre rabatt. Studiens resultat visar också att det krävs betydande pristillmötesgående vid handel med illikvida värdepapper, även från företag med betydande kreditvärdighet. Därmed anses likviditeten ha en betydande påverkan på kostnaden för eget kapital.

Elnathan et al. (2010) menar att skillnader i värderingsmultiplar mellan privata och publika bolag kan bero på andra faktorer än huruvida det rör sig om ett privat eller offentligt bolag. Exempelvis är en framträdande skillnad mellan privata och publika bolag deras storlek. Ett företags storlek är relaterad till risk och påverkar därmed värderingsmultipeln. Högre risk leder till att analytiker använder sig av en högre diskonteringsränta, vilket resulterar i lägre bolagsvärdering. Pratt et al. (2000) överensstämmer med detta genom att argumentera för att privata bolag prissätts lägre eftersom de i förhållande till publika bolag generellt sett är mindre. Stora företag anses generellt vara mindre riskfyllda än små.

Koeplin et al. (2000) har genom att undersöka alla förvärv av privata bolag, med undantag för finansiella och reglerade bolag, rapporterade av SDC mellan 1984 och 1998 kommit fram till att inhemska, i detta fall amerikanska, privata bolag säljs med i genomsnitt 20-30 procent rabatt jämfört med liknande publika bolag när de använder vinst som bas för att värdera transaktionerna. Vid användandet av *book value* multiplar är rabatten något lägre och för intäktsmultiplar finns ingen betydande skillnad mellan privata och publika bolag, vilket enligt Koeplin et al. (2000) indikerar att privata och publika bolags försäljning värderas på samma sätt. Dessa resultat överensstämmer med vad Elnathan et al. (2010) kommit fram till genom att jämföra värderingsmultiplar. Där uppgick den genomsnittliga privata bolagsrabatten dock till 22 procent. För utländska företag, det vill säga icke-amerikanska, fann Koeplin et al. (2000) att rabatten var större och uppgick till mellan 40 och 50 procent när de använder inkomstmultiplar som bas för värdering av transaktionerna. Dessa mätningar är dock ej lika statistiskt betydande som för de inhemska bolagen och vid användandet av *book value* multiplar och intäktsmultiplar finns inga statistiskt betydande skillnader mellan inhemska och utländska bolag.

Officer (2007) har, genom att studera ett stort antal företagsöverlåtelser mellan 1979 och 2003, kommit fram till att privata bolag, i förhållande till publika bolag, säljs med mellan 15 och 30 procent rabatt. Dessutom förvärvas 70 procent av de undersökta privata bolagen på lägre multiplar än vad som erbjuds för att förvärva jämförbara publika bolag. Resultaten anses överensstämmer med uppfattningen om att försäljningspriset för onoterade bolag påverkas både av behovet och av tillgängligheten av likviditet, tillhandahållen av köparen. Officer (2007) menar vidare på att tillgängligheten av alternativa källor till likviditet också påverkar försäljningspriset. Försäljningsmultiplar är väsentligt lägre för onoterade bolag i förhållande till jämförbara multiplar för noterade bolag när bolagens låneränta, i förhållande till den statliga låneräntan, är hög. Detta stämmer överens med uppfattningen om att säljare som erhåller likviditet genom att sälja onoterade tillgångar måste acceptera en väsentligt högre rabatt när kostnaden för att erhålla likviditet från en alternativ källa, det vill säga genom lån, är högre. Det är enligt Officer (2007) också ett förhållande där informationsasymmetri mellan köpare och säljare även påverkar försäljningsmultiplarna. Medan både köpare och säljares rådgivare arbetar för att begränsa informationsasymmetrin mellan parterna verkar det enligt Officer (2007) uppenbart att lägre försäljningsmultiplar vid förvärv av privata bolag i vart fall delvis beror på budgivare som sänker sina bud för att skydda sig mot möjligheten att de inte är fullt informerade om verksamheten de köper. Att informationsasymmetrin mellan köpare och säljare påverkar värdering menar också Elnathan et al. (2010). I sin studie fann de bevis för att den högre informationsasymmetrin som föreligger mellan köpare och säljare för privata bolag även föreligger mellan säljaren och den analytiker som skall värdera bolagets aktier. De resultat Officer (2007) kom fram till i sin studie visar dock att medan informationsasymmetrin mellan köpare och säljare bidrar till förvärvsrabatten så är ungefär trefjärdedelar av den genomsnittliga rabatten troligen relaterade till andra faktorer, där behovet och tillgängligheten av likviditet är den mest uppenbara.

Även sättet att betala ett förvärv av ett onoterat bolag påverkar enligt Officer (2007) förvärvsrabatten. Den genomsnittliga rabatten är enligt undersökningen 22 procent när köparen betalar kontant, men endast 12 procent när köparen byter aktier i ett större bolag för aktier i det onoterade bolaget. Givet att kontant betalning ger omedelbar likviditet och aktier inte gör det stödjer dessa resultat antagandet om att säljare av onoterade bolag accepterar lägre förvärvsmultiplar i utbyte mot den förmån som likviditet genererar. Tillgången till alternativa källor till kapital påverkar också privata bolags förvärvsrabatt. Resultaten indikerar att säljare av privata bolag accepterar lägre försäljningspris när alternativa källor till likviditet är dyrare eller svårare att tillgå. Officer (2007) menar också på att hans resultat stödjer uppfattningen om att försäljningspris för onoterade bolag är känsliga för privata bolags ägares likviditetsbehov och reflekterar avsaknaden av förhandlingsstyrka orsakad av antingen större likviditetsbehov eller stramare villkor på lånemarknaden.

När det är köparen som beställer värderingen har Elnathan et al. (2010) funnit bevis för att ett privat bolag värderas till rabatt. Detta gäller för både vinst- och *book value* multiplar. När det däremot är säljaren som beställt värderingen verkar experterna, i enlighet med säljarens intressen, värdera bolaget högre, särskilt när det är fråga om ett privat och inte publikt bolag. Detta resulterar i att den privata bolagsrabatten elimineras och även leder till ett skenbart premium för privata bolag. Elnathan et al. (2010) fann också att experterna vid värdering av privata företag, trots risken för manipulation, lutar till företagets rapporterade intäkter. Vid värdering av publika företag däremot stödjer de sig på andra, icke-finansiella informationskällor, även om kvaliteten på uppgifter om tidigare intäkter anses högre för dessa företag.

3.2 Förvärvsprocessen

Sevenius (2003) menar att förvärvsprocessen, i teorin, kan ses som olika moment som följer en kronologisk ordning. Då processen i verkligheten ofta kräver många kompetenta personer och faktorer såsom tidspress påverkar, överensstämmer dock sällan teori med praktik. Förvärvsprocessen kan enligt Sevenius (2003) generellt sett delas in i tre olika faser; strategifasen, transaktionsfasen och integrationsfasen. I strategifasen görs analyser om vad köpet kommer bidra med såsom långsiktiga målsättningar, sökning efter lämpliga bolag och utvärdering av dessa samt värdering av utvalda bolag. Strategifasen varar ofta ända tills en preliminär överenskommelse sker mellan köpare och säljare. Transaktionsfasen innebär till stor del en överföring av information från säljare till köpare som sedan används i köparens efterföljande besiktning av företaget. Det sker även en strukturering av själva transaktionen efter faktorer som kan påverka denna, till exempel skatter. I slutet av denna fas upprättas även avtalet. Den sista fasen, integreringsfasen, syftar till att integrera köparföretaget och målföretaget. Integreringsfasen är viktig då det är genom integreringen som de aktiviteter vilka är tänkta att generera det framräknade värdet realiserar. Viktiga moment i processen är beslutsfattande, projektledning och förhandling. En mycket viktig aspekt med förvärvsprocessen är att det handlar om relationer mellan människor som förhandlar, samordnar och analyserar (Sevenius 2003).

3.2.1 Prismekanismer vid förvärv

De senaste åren har det enligt Sevenius (2004) blivit allt vanligare att, vid ett företagsförvärv, betala en del av köpeskillingen vid ett senare tillfälle. Det sker genom att villkoren för betalningen detaljeras för att passa båda parter men framförallt för att ett förvärv skall ske, detta är så kallade prismekanismer. Sevenius (2004) menar dock att prismekanismerna kan försvåra för revisorer i och med att priset inte längre är ett fast belopp utan blir en fråga om beräkning, ofta beroende av påverkande faktorer i framtiden. Det kan till exempel handla om

optionsinstrument, avräkning mot eget kapital eller en mer avancerad variant kallad prestationspriset. I det senare fallet betyder det som namnet antyder att priset avgörs efter prestationen i framtiden.

Användandet av prismekanismer syftar enligt Sevenius (2004) till att kunna hantera risker, att ge ett incitament till att säljaren uppfyller målsättningar som utlovats vid försäljning, att hjälpa till att behålla nyckelpersoner, att fungera som en säkerhetsrätt för köparen och att hjälpa till i de fall då det finns brister i säljarens utlovade delar samt att fungera som ett argument i förhandlingen. Det finns dock nackdelar med prismekanismer. Det kan ibland vara mycket svårt att förutspå framtida påverkningar och på lång sikt kan prestationsmätt hämma utvecklingen. Dessutom kan avtalen verka för en kortsiktighet i och med att säljaren är mån om att resultat uppnås just under den tiden som avtalet avser och då till exempel undviker investeringar. Även de tänkta synergieffekterna med förvärvsföretaget kan försvåra mätningen av prestationen enskilt för det köpta företaget. Prestationen som uppnåts i och med synergieffekter bör ju inte tas med som prestation för det köpta företaget. Trots svårigheterna att mäta prismekanismer har det blivit en vanlig del av företagsförvärv och metoden ser inte ut att avta (Sevenius 2004). Företagsköpare har förstått hur viktig betalningens struktur är vid förvärv. Det leder även till att de olika uppfattningarna om företagets värde som köparen och säljaren har kan minskas. Sevenius (2004) menar dock att denna typ av avtalsvillkor är mycket avancerad och att det krävs både hög juridisk och ekonomisk kunskap. Prestationspriset kan vara svårt att värdera men även metoderna för detta ökar, till exempel simulering av möjliga utfall. Det viktigaste med prismekanismerna är att värdet på köpeskillingen inte är samma för olika parter (Sevenius 2004).

3.2.2 Mänskliga faktorer i förvärvsprocessen

Yegge (2002) diskuterar fyra delar, *Four steeds*, när ett företag skall värderas. Dessa fyra delar vid företagsvärdering är inte strikta akademiska ritualer utan beskriver mer värderingen ur människans synvinkel och vilka problem som kan uppstå. Det ligger i människans natur att argumentera, men även att hålla med och förlåta. Oavsett vilka modeller som används och hur de används så kommer det bli motstånd mellan olika parter. Därför måste den som värderar analysera situationen så att inget förbises. Det handlar om att undersöka tidigare värderingar, värdera bolagets tillstånd, marknadsposition, finansiering och inte minst att uppskatta framtida kassaflöden. Situationen för värderingen är utstakad men Yegge (2002) menar att människans natur kommer göra att både köpare och säljare förväntar sig att tjäna på att bestämma ett värde och där uppkommer motsättningen och motiveringen till varför det uppstår en argumentering. Dessa kontroverser hänger ihop med erövringsprocessen. De kommer upp i olika stadier under förhandlingstiden och kan förhålla värderingsprocessen. Människor har en tendens att ta in information långsamt, framförallt den typ av information som inte överensstämmer med våra förväntningar (Yegge 2002). När informationen inte stämmer överens med våra förväntningar så uppstår kontroverser som gör att förhandlingarna försvåras. För att komma över detta måste informationen tas in bit för bit. Vad köpare och säljare behöver och vill stämmer sällan överens helt och den personliga viljan brukar skapa kontroverser.

Vid ett förvärv där köpare och säljare skall förenas kan det ibland försvåra processen att säljaren skall sälja till den som under processen varit motståndare. Det bästa sättet är då enligt Yegge (2002) att komma överens om att söka en tredje oberoende part som konsulterar båda och fungerar som medlare i de fall det behövs. Att det kan finnas en mänsklig ovilja för att förenas vid ett förvärv beror mycket på att trots att modeller ofta är mycket bra så bygger de på uppskattningar. Det enda som kan bestämma det verkliga värdet är när en transaktion sker

mellan en köpare och en säljare efter en förhandling av en tillgång och transaktionen sker oberoende av faktorer som verkar tvingande på någon part. Målet med uppskattningar för att få fram ett värde är att både köpare skall bli redo, villiga och kapabla. Till skillnad från till exempel matematik kan man enligt Yegge (2002) inte förvänta sig helt exakta tal i värdering av företag, vi förväntar oss att resultaten från värderingen fluktuerar. Oavsett hur duktig personen är som gör värderingen så handlar det i slutändan om förhandling mellan människor.

3.3 Värderingsprocessen

Att värdera ett bolag kan ha olika syften. Värderingen kan ske på initiativ av ägare av exempelvis skatteskal eller på uppdrag av långivare som vill se bolagets möjligheter att betala amorteringar och räntor vid ett befintligt eller nytt lån. Ett annat viktigt område där värderingsprocessen tillämpas är när en köpare vill veta värdet på ett företag inför ett eventuellt förvärv (Johansson 1992). Värdering är något subjektivt och någots värde beror på olika personers uppfattning om värdet, detta gäller i synnerhet mindre bolag (Yegge 2002). När det gäller mindre bolag, ofta ägda av en eller några få, frångås ibland det naturliga marknadsbeteendet med utbud och efterfråga som leder fram till ett rättvist pris. Orsaken till detta är att entreprenörer ofta är oberoende och använder sig av icke traditionella metoder. Dessutom är de oftast inte bundna av beslut från styrelser eller andra beslutsfattare.

Sevenius (2003) menar att företagsvärdering har gått från redovisningsmässiga värderingsmetoder såsom substansvärdering till mer avkastningsvärdering och då främst diskonterade kassaflöden. Att diskonterade kassaflödesanalyser är vanligast överensstämmer med vad Sandahl et al. (2003) kommit fram till i sin studie. Genom att använda flera olika värderingsmodeller kan fördelar uppnås genom att ett värde framräknas från olika utgångspunkter. Att så är fallet styrks också av att det i studien av Sandahl et al. (2003) framkommit att endast drygt 18 procent av bolagen använder sig av enbart en metod. Då metoderna används rätt bör de dock ge samma resultat i teorin vilket leder till att antaganden i värderingen kan analyseras internt. En viktig del av värderingsprocessen är enligt Sevenius (2003) upprättandet av känslighetsanalyser, vilket även detta hjälper att testa olika antaganden i samband med värderingen. När subjektiva preferenser tas i antagande räknas ett så kallat ekonomiskt värde fram. Syftet med värderingen är inte att få fram ett objektiva värde men det kan i många fall finnas fördelar med att få fram ett värde som är nära det neutrala marknadsvärdet. Värdet som ges av en värdering blir dock inte köpeskillingen vid ett förvärv utan ses som en riktlinje till förhandlingarna om det slutgiltiga priset. Sevenius (2003) menar att förhandlingseffekter, synergieffekter och förhandlingseffekter är exempel på faktorer som påverkar priset.

3.4 Värderingsmodeller

När ett företag skall värderas finns det ett flertal olika värderingsmodeller att välja mellan. Det finns dock enligt Nilsson et al. (2002) i huvudsak två utgångspunkter vid företagsvärdering. Antingen värderas företaget utifrån dess framtida avkastning, avkastningsvärdering, eller utifrån värdet på dess tillgångar och skulder, substansvärdering. Förutom dessa två kategorier av företagsvärdering finns också en tredje, jämförande värdering. Nedan beskrivs substansvärdering, jämförande värdering och de vanligaste modellerna för avkastningsvärdering mer utförligt.

3.4.1 Avkastningsvärdering

Det finns ett flertal olika modeller som beräknar företagets värde utifrån framtida avkastningar. Gemensamt för dessa modeller är att företagsvärdet fastställs genom att

nuvärdet av företagets framtida betalningsflöden beräknas (Nilsson et al. 2002). Modellerna skiljer sig åt genom att de beräknar nuvärdet av olika betalningsflöden.

Det finns två typer av kassaflödesbaserad värdering; Free Cash Flow Equity (FCFE) och Free Cash Flow Firm (FCFF) (Nilsson et al. 2002). Dessa skiljer sig åt såtillvida att FCFE beräknar det fria kapitalet till aktieägarna medan FCFF beräknar det kapital som är tillgängligt för både aktieägarna och långivare. För båda värderingsmetoderna beräknas dock aktievärdet genom att framtida, prognostiserade, kassaflöden nuvärdeberäknas. Med kassaflöde menas skillnaden mellan företagets inbetalningar och utbetalningar (Nilsson et al. 2002).

En utdelningsbaserad värdering skiljer sig från en kassaflödesbaserad värdering så tillvida att den beräknar värdet på företagets egna kapital genom att nuvärdeberäkna framtida, prognostiserade, utdelningar (Nilsson et al. 2002). Med utdelningar avses här de faktiska utbetalningar som företaget gör till sina aktieägare.

Ett företags aktievärde kan också beräknas genom att diskontera företagets uppskattade uthålliga vinst, vilket är en metod som främst tillämpas vid värdering av små privata företag (Nilsson et al. 2002). Det är fråga om en förenklad form av värdering där företagsspecifika faktorer såsom resultattillväxt, investeringsbehov och likviditet inte uppmärksammas. Dessutom antas att hela företagets vinst delas ut till ägarna och att inget återinvesteras i företaget. Den uppskattade uthålliga vinsten anses representera företagets värdeskapande för all framtid och oftast används nettoresultatet som vinstmått. Nettoresultatet kan dock behöva justeras för rörelsefrämmande poster.

3.4.2 Jämförande värdering

Vid en jämförande värdering används olika prismultiplar såsom P/E, företagets värde i förhållande till vinsten och P/B, företagets värde i förhållande till bokfört eget kapital. Beräkningen av företagets värde baseras på marknadens bedömning av värdet på ett eller flera jämförande företag (Nilsson et al. 2002). Värdet på en tillgång antas därmed kunna uppskattas genom att studera hur marknaden prissätter liknande eller jämförbara tillgångar. En nackdel med multipelvärdning är dock att den inte tar hänsyn till de skillnader som finns mellan de jämförande företagen (Berk et al. 2007).

3.4.3 Substansvärdering

Vid en substansvärdering värderas företaget utifrån nettovärdet på dess tillgångar och skulder. Nilsson (2002) använder sig av en allmängiltig definition som säger att ”substansvärdet är detsamma som värdet på investerat eget kapital i företaget, dvs. det sammanlagda marknadsvärdet på företagets tillgångar efter avdrag för marknadsvärdet på företagets skulder” (Nilsson et al. (2002) s. 63).

3.4.4 Leveraged buyout modell

Leveraged buyout (LBO) är en värderingsmodell som används för att avgöra vad ett företag är värt i en lånefinansierad transaktion. Modellen hjälper en investerare att avgöra hur mycket skuldfinansiering ett företag kan bära givet dess tillgångar och kassaflödespotential. Viktiga delar för modellen är bolagets resultaträkning, balansräkning och kassaflödesrapport samt antaganden om skuldnivåer, återbetalningsperioder och räntenivåer (ehow 2011-01-06).

4 Empiri

Vi har valt att presentera varje genomförd intervju var för sig för att sedan i analyskapitlet jämföra respondenternas svar och diskutera våra resultat. Materialet som presenteras nedan är därmed fritt från egna värderingar och åsikter och uttrycker endast respondenternas egna tankar, vilka dock kan vara färgade av vad som anses korrekt att kommunicera ut. Därmed inte sagt att de kan ha påverkats av våra val av intervjufrågor och följdfrågor. En intervju är sällan en annan lik och då intervjuerna genomfördes på ett öppet sätt har respondenterna till viss del själva styrt i vilken riktning diskussionen gått. För att läsaren skall få en förståelse av ur vilket perspektiv frågorna är besvarade inleds varje redogörelse med en kort beskrivning av intervjupersonen och dennes position i företaget.

4.1 Intervju med Anders Mörck på Investment AB Latour

Anders Mörck är Ekonomi- och finansdirektör på Investment AB Latour, nedan kallat Latour. Latour är ett investmentbolag med både en helägd industri- och handelsrörelse samt en portfölj (Latour). Bolaget finns noterat på NASDAQ OMX Stockholm, Large Cap. Affärsidén är att vara en långsiktig och aktiv ägare och kunna bidra med stort kunnande för företag med goda framtidsmöjligheter och internationaliseringspotential.

Anders ifrågasätter om det alltid finns en rabatt för privata bolag och känner inte igen scenariot där privata bolag skulle handlas med en rabatt, i förhållande till publika bolag, vid ett företagsförvärv. Det finns många små noterade bolag också och ett bolag med en lägre kritisk massa är mer känsligt och små bolags värde är därför lägre, oavsett om det rör sig om ett privat eller publikt bolag. Han anser att överlåtelsesumman ofta är rätt då den är framförhandlad mellan säljare och köpare, vilka båda gjort bedömningar. Ett bolags värde är beroende av köparens vilja att köpa och säljarens vilja att sälja och i slutändan bestäms ett bolags värde av vad någon är villig att betala för det. Om det rör sig om två identiska bolag har det för Latour, i en kundsituation, ingen betydelse om det rör sig om ett noterat eller onoterat bolag. Rör det sig däremot om en enskild aktiepost är det eventuellt positivt med ett noterat bolag, men inte om det rör sig om ett bolags hela aktiepost.

Valet av värderingsmetod kan ha betydelse för utfallet av värderingen men är inte avgörande för vilket värde som erhålls för värderingsobjektet. Det viktigaste vid en värdering av ett företag är däremot att göra en strategisk analys av företaget där Latour bedömer hur ett förvärv passar in och påverkar deras långsiktiga strategi. I den strategiska analysen frågar de sig vad de tror om företagets framtid; kommer bolaget att växa eller öka sin lönsamhet framöver. En marknadsanalys görs, i vilken bolagets möjligheter att sälja på andra marknader undersöks samt vilka konkurrenterna är och deras förmåga att tjäna pengar. De tittar på hur marknaden kommer att förändras samt vilka möjligheter och synergieffekter som Latour kan tillföra. Efter den strategiska analysen görs därför en värdering av bolaget så som det ser ut vid köptillfället och sedan en där de tagit hänsyn till alla möjligheter för egen del. Det frågar sig vad de tror om bolagets framtidsutveckling och vad de vill åstadkomma med köpet och de bästa förvärven görs när de ser stora synergieffekter med sina redan befintliga innehav. Det är därför omöjligt att göra generella antaganden utan Latour gör individuella bedömningar vad gäller möjliga synergier och produktutveckling och sedan betalar de vad de anser är rimligt för bolaget. Generellt gäller dock att de vid varje företagsvärdering går igenom samma processer och ställer sig samma frågor, med tillhörande förväntade svar.

Latour väljer inte någon specifik värderingsmetod när de värderar ett företag utan använder sig av alla de metoder de har i sin verktygslåda och gör sedan en sammanvägd bedömning.

Alla värderingsmetoder är egentligen endast kontrollpunkter. De använder sig både av fundamentala värderingsmetoder såsom diskonterade kassaflödesanalyser men också av multipelanalyser där de tittar på hur liknande bolag är värderade. Värderingsmultiplar utifrån försäljning, EBITDA och EBIT används även när det rör sig om ett noterat bolag. Känslighetsanalys är också en viktig del och där arbetas ett *worst*, ett *best* och ett normalt scenario fram. Även bolagets nyckelpersoner utgör en viktig aspekt vid företagsöverlåtelser och här görs ingen skillnad om det rör sig om nyckelpersoner i ett privat eller publikt bolag. Vid bedömningen av nyckelpersoner spelar dessutom typen av köp in, det vill säga andelen strukturkapital de är villiga att ha.

Det finns ingen rabatt för privata bolag utan istället är det att det ej finns köpare och säljare som är överens och då finns det inte heller något marknadsvärde. Att dra av en generell, standardiserad, rabatt är inte möjligt eftersom värdering bygger på antaganden och vid en företagsöverlåtelse föreligger det en förhandling hela vägen. Börsen kan dessutom ibland vara övervärderad och då blir det omvänt att onoterade bolag är billigare, det vill säga rabatterade. Detta utgör dock oftast inget problem i praktiken vid företagsförvärv. Eventuella prisskillnader mellan privata och publika bolag skulle däremot kunna uppstå vid köp av mindre poster. Om ett bolags alla aktier köps är det inte en fördel att bolaget är noterat utan Anders tror att det är en nackdel eftersom det då uppstår en budplikt som innebär att en potentiell köpare måste lägga ett offentligt bud på börsen om denne är intresserad av att köpa mer än 30 procent av bolagets aktier. Det kan därmed bli enklare att köpa ett privat bolag eftersom många inte är vana vid att lägga sådana bud. Teoretiskt sett skulle motstånd att sälja från exempelvis en aktieägarförening kunna leda till att privata bolag är billigare. Detta är dock inget vanligt problem vid företagsöverlåtelser.

Begränsad handel i ett bolags aktie som leder till illikviditet utgör i vissa fall ett problem för företaget men inte under själva förvärvet. Anders anser att ett bolags likviditet är mycket viktig men det är inte en bra värdemätare. Om ett bolag har dålig likviditet är dessutom börskursen en dålig indikator på bolagets värde. Illikviditet är lika illa om det rör sig om en eller ett par stora aktieägare i ett publikt bolag som om det är en ensam aktieägare i ett privat bolag. Det föreligger dock en annan situation om bolagets ägare vill sälja en del av bolagets aktier. Då skulle det kunna vara en nackdel att inte bolaget är noterat på en handelsplattform eftersom ett publikt bolag har en marknadsplats där aktierna kan handlas. Det är dock inte säkert att aktierna säljs till ett rimligt pris bara därför.

4.2 Intervju med Robin Molvin på Ratos AB

Robin Molvin är *Senior Investment Manager* på Ratos. Ratos är ett *Private Equity* investmentbolag som huvudsakligen förvärvar onoterade bolag i värde runt en halv miljard kronor (Ratos årsredovisning 2009). Redogörelsen nedan bygger på hans egna uppfattningar inom området men Robin betonar att han svarar med ”ratoshatten” på.

Grundläggande för all värdering är vilka framtida kassaflöden som verksamheten kommer att generera, vilken risk dessa innebär och vilken avkastning investeringen kommer ge. I grund och botten drivs värdering av ett bolag av samma faktorer. Detta gör att det inte finns några direkta skillnader i värderingen eller förväntningen på värdet beroende på ifall de är noterade eller privata bolag som värderas. Det finns däremot andra aspekter som kan påverka värderingen, exempelvis vilken typ av ägare som förvärvar bolaget, vilken strategi och tidshorisont denne har på investeringen. Även bolagets finansiella struktur är viktigt. Ratos förvärvar oftast sina bolag till 100 procent och verkar därmed med ett så kallat *Enterpriseperspektiv*. Detta innebär att de bara kollar på rörelsen och inte hur den är

finansierad. I och med att Ratos är en aktiv ägare i sina bolag så kan de ändra finansieringen efter hand. Att kunna vara en aktiv ägare är en förutsättning för att förvärvet skall vara intressant, detta är en viktig punkt för att kunna skapa värde. En av anledningarna till kravet på att kunna vara en aktiv ägare är möjligheten att kunna tillsätta en kompetent styrelse. I Ratos fall finns stor erfarenhet i att äga och utveckla bolag.

Valet av värderingsmetod har i princip ingen betydelse för utfallet av värderingen. Detta förutsätter dock att värderingsmodellerna är rätt använda och har samma input. Däremot kan det finnas skillnad i värderingen av publika och privata bolag vid en första anblick då det finns ett större fokus på P/E-tal på börsen. Ratos använder sig av LBO-modellen, då den passar både affärsmodellen och den finansiella måltavlan. LBO-modellen, vilken är en kassaflödesmodell, är uppbyggd så att prognoser beräknas under en bestämd prognosperiod och sedan uppskattas ett exitvärde. Detta passar framförallt investmentbolag som vill kunna se en hel investering.

En mycket viktig kontrollpunkt under värderingen för Ratos är vilken internränta (IRR) som investeringen generar. *Internal Rate of Return* som värderingsmodell innebär mestadels fördelar eftersom modeller inte blir bättre bara för att man stoppar in fler värden. Internräntan jämförs med Ratos avkastningskrav, vilket är minst 20 procent per investering och år. Till skillnad från andra investmentbolag redovisar Ratos inte en egen värdering av sina innehav, däremot redovisas en bedömning av bolagen. Värdering är något subjektivt och genom att vara transparenta och lämna mycket information kan utomstående göra egna värderingar av bolagen. Att inte redovisa värden är även ett sätt att behålla affärshemligheter. Redovisa sina innehav görs oftast med hjälp av värderingsriktlinjer från branschorganisationer, till exempel EVCA. Dessa bör tas med en viss försiktighet då de egentligen inte handlar om värdering. Framförallt med tanke på hur volatil börsen är så är det farligt att dra för långtgående slutsatser. Riktlinjerna brukar oftast vara konservativa.

En aspekt som är viktig att ha i åtanke när det gäller frågan om den eventuella rabatten för privata bolag är jämförbarhetsproblematiken, det finns inte två exakt likadana företag utan varje företag bedöms individuellt. Synergieffekter är också en aspekt som motverkar en rabatt, eftersom rabatten inte blir lika viktig när man i första hand letar efter industriella synergier. Det kan finnas perioder då hela börsen är övervärderad och då även enskilda publika bolag jämfört med privata bolag. Detta har bidragit till volatiliteten gällande noterade bolag genom tillfälligt höga börsmultiplar som leder till alltför höga prisförväntningar. För en entreprenör som vill sälja sitt bolag kan en börsintroduktion vara ett alternativ och om börsbolaget då skulle vara beständigt högre värderade så skulle fler välja det alternativet. Värderingsskillnad mellan olika publika bolag kan dessutom ibland vara motiverad på grund av likviditetsrabatt. Det finns även extra kostnader med att vara ett offentligt bolag och det finns helt andra insynsmöjligheter i privata bolag. När man köper ett bolag görs en noggrann undersökning, något som inte är möjligt i ett börsnoterat bolag. Även ägarstrukturen spelar roll vid värderingen, en låst ägarstruktur bidrar till en lägre värdering. Frågan om en eventuell rabatt beror också på i vilken prisklass man gör investeringar, om man letar efter bolag i exempelvis 50-miljonersklassen finns större skillnader.

För bolag ägda av *Private Equity*-aktörer är ofta börsnotering ett exitalternativ. Detta bidrar till att värderingen mellan de olika marknaderna harmoniseras.

Gällande historiska trender för köp och försäljning av privata bolag kan konstateras att marknaden blivit väsentligt mer utvecklad och sofistikerad under de senaste 10 åren. Detta har troligtvis bidragit till en mer rättvis och även högre värdering av privata bolag. Man tar in

finansiella rådgivare och förbereder bolagen mycket bättre.

Under själva processen jobbar inte Ratos med tesen att en rabatt finns, det är andra faktorer som spelar in. Även bolag som klassificeras som liknande har ofta stora skillnader t.ex. storlek, skatt, transparens marknadsmognadsgrad med mera. Mellan publika och privata bolag finns även skatteskillnader så som reavinstbeskattning.

4.3 Intervju med Erik Kjellström på Svenska Handelsbanken AB

Erik Kjellström är Head of Mergers & Acquisitions på Handelsbanken.

I stort sett samtliga aspekter kring ett bolag har betydelse vid en värdering men framförallt har det som driver tillväxt och lönsamhet betydelse. Det som spelar in är bolagets verksamhet, dess balansräkning, exponering mot geografier, branscher, kunder et cetera. Ett bolags nyckelpersoner hanteras dock inte generellt vid en värdering.

Valet av värderingsmetod har stor betydelse för utfallet av en företagsvärdering. Ett bolag har nämligen olika värde för olika köpare. Vid en värdering använder sig Handelsbanken framförallt av multiplar och kassaflödesvärderingar såsom diskonterade kassaflöden och LBO. Undantagsvis använder de sig av substansvärdering eller liknande för bolag som inte är lönsamma eller som kommer att vara lönsamma inom en överskådlig framtid.

Vad gäller frågan om det är så att privata bolag värderas till rabatt jämfört med publika så förstod Erik inte frågeställningen.

4.4 Intervju med två medarbetare på en av de svenska storbankerna

Intervjun genomfördes med två medarbetare på *Corporate Finance* avdelningen hos en av storbankerna i Sverige. En av dem jobbar som projektledare och den andra jobbar som legal expert. Cirka hälften av avdelningens uppdrag består i att medverka vid kapitalanskaffningar och då främst för större bolag vid exempelvis nyemissioner och börsnoteringar. Den andra hälften utgörs av privata och publika *mergers & acquisitions* (M&A), det vill säga förvärv och företagsöverlåtelser. De jobbar både med köp- och säljuppdrag och arbetar som rådgivare till både finansiella och industriella kunder. Dessutom utför de endast oberoende värderingsuppdrag, så kallade *fairness opinions*.

Vår ansats har varit att utreda huruvida det, i praktiken, föreligger skillnader mellan värderingen av privata och publika bolag. Respondenterna förespråkar dock att bolag delas in i tre kategorier istället för de två ovan nämnda. Den ena kategorin är publika bolag vilket är börsnoterade bolag och nedan syftar publika bolag på bolag vilka är noterade på Stockholmsbörsen, *NASDAQ OMX Nordic*. Det finns dock andra handelsplattformar i Sverige, på vilka ett bolags aktier kan handlas. Den andra bolagskategorin utgörs av privata bolag vilka är entreprenörsägda, med vilket menas att de ägs och drivs av företagsgrundaren. Den tredje och sista kategorin är privata bolag vilka är riskkapitalägda, det vill säga de ägs av *Private Equity* fonder och andra investmentbolag såsom exempelvis Ratos och Investor. Anledningen till att de väljer att dela upp bolagen i dessa tre kategorier är för att han inte anser att det föreligger en skillnad mellan värderingen av publika och privata *Private Equity* ägda bolag eftersom de befinner sig på liknande nivå avseende genomlysning. Däremot föreligger en skillnad gentemot entreprenörsbolag, vilken redogörs för nedan.

Generellt för alla tre kategorier gäller att samma egenskaper hos bolaget har betydelse vid värderingen och dessa är främst bolagets tillväxt och lönsamhet. För att bedöma bolagets

förväntade tillväxt och lönsamhet ses till i vilken verksamhetssektor bolaget verkar i, dess geografiska plats och marknadsposition; styr bolaget prissättningen eller är det en *follower*. Både framtidsutsikterna för sektorn bolaget verkar i och för bolaget självt har betydelse vid värderingen. Även bolagets ledningsgrupp; dess managementteam, styrelse och ägare har betydelse vid värderingen. Vad gäller bolagets nyckelpersoner är garantier om dessa lika viktiga oavsett om det rör sig om ett privat eller publikt bolag. Däremot kan ägargrupperna skilja sig åt, då det kan förekomma så kallade styrelseproffs i publika bolag. Ur värderingssynpunkt anses det positivt om bolagets ägare är representerade i styrelsen då ägar- och bolagsintressen oftast är mer samstämmiga.

Valet av värderingsmetod har inte betydelse för utfallet av värderingen utan storbanken använder sig av samma värderingsmetoder oavsett vilken typ av bolag som skall värderas och dessa är fyra till antalet. Grundläggande värderingsmetod såsom diskonterade kassaflödesanalyser (DCF) genomförs, i vilka bolagets beräknade kassaflöden diskonteras. Multipelvärdning genomförs, det vill säga de gör en jämförande värdering med andra börsnoterade bolag och detta gäller oavsett om det rör sig om ett privat eller publikt bolag. De ser även till tidigare jämförbara transaktioner som gjorts på börsen och dessutom görs en *Leveraged Buyout*, (LBO), vilken är minst lika viktig som DCF och som blivit mer aktuell med *Private Equity* kunder.

De påpekar att det generellt inte finns något rätt och fel men han anser att privata entreprenörsägda bolag värderas med rabatt i förhållande till publika och privata *Private Equity* ägda bolag. Någon procentuellt generell rabatt anser de dock ej att det föreligger utan värderingsrabatten består av ett antal olika typer av rabatter. De främsta anledningarna till värderingsskillnaden är genomlysning, storlek och risknivå. Privata bolag är oftast mindre än publika, varför det föreligger en storleksrabatt. Vid värderingen ses också fler risker med ett privat bolag eftersom en potentiell köpare inte har full insyn i bolaget och bolaget inte har samma omfattande dokumenterade historik. Därmed föreligger en genomlysningsrabatt eftersom börsnoterade bolag är skyldiga att offentliggöra kvartalsrapporter, vilket underlättar genomlysningen av bolaget och oftast åskådliggörs i aktiekursen. Det är därmed säkrare att köpa börsnoterade bolag, men vilken marknadsplats bolaget är noterat på har också betydelse. Genomlysningen är även större för privata *Private Equity* ägda bolag än för entreprenörsägda bolag eftersom de redan köpts och sålts och därmed har någon redan satt ett pris på bolaget. Som potentiell köpare erhålls därmed en fingervisning om huruvida bolaget kan leva vidare utan dess ägare, vilket är svårare att bedöma om det aldrig förelegat en avstämning. Det föreligger också en illikviditetsrabatt, vilken dock ur ett exitperspektiv är viktigare om endast en del av bolaget köps och inte hundra procent av dess aktier. Publika bolag ses här som likvida, det vill säga de kan omsättas relativt snabbt och enkelt eftersom de handlar på en handelsplattform såsom Stockholmsbörsen. *Private Equity* ägda privata bolag sägs vara semilikvida eftersom någon redan köpt bolaget tidigare och då föreligger det större sannolikhet för att det kommer att ske igen. Även bolagets historik, vilket till viss del har att göra med genomlysningen av bolaget, bidrar till rabatten. Om bolaget ägs av ett *Private Equity* bolag eller är börsnoterad finns en historik och ett dokumenterat *track record*, vilket är positivt för värderingen.

Att entreprenörsägda privata bolag värderas lägre utgör inte ett problem i praktiken utan en bolagsvärdering genomförs först utan att hänsyn tas till olika risker. Ibland tas dock hänsyn till risker vid beräkningen av *wacc*, det vill säga den ränta som bolagets beräknade kassaflöden diskonteras med. Här förekommer en *small cap discount* på mellan en och tre procent för att det rör sig om ett litet bolag, vilket dock är samma för privata som publika

bolag. Förutom storleken medför ett privat entreprenörsägt bolag andra högre risker i förhållande till publika bolag. För att minska dessa risker låses entreprenören, genom överlåtelseavtalet, in på olika sätt. Exempelvis kan entreprenören vara förhindrad att sälja sina aktier under en viss tid eller så får entreprenören behålla ägande som ett incitament att fortsätta verka med bolagets bästa i åtanke. Dessutom innehåller ett överlåtelseavtal många olika garantier från säljarens sida, vilka alla har som syfte att minska riskerna för köparen. Efter att en initial värdering gjorts genomförs en finansiell och legal *due diligence* (DD) och med hänsyn till vad som framkommer under dessa görs vissa prisavdrag. När värderingen av bolaget är gjord och det skall beslutas om vad som är rimligt att betala för bolaget påverkas beslutet dessutom av mjuka faktorer vilka inte tagits med i kassaflödesanalysen. En potentiell köpare ställer sig i slutändan frågan vad denna vågar betala för bolaget.

Några direkta historiska trender vad gäller företagsvärdering, mer än att de påverkas av den ekonomiska cykeln och bubblor såsom IT- och fastighetsbubblan ser de inte. Däremot kan de se att *Private Equity* grupper tillkommit under de senaste tio åren.

5 Analys

För att underlätta för läsaren har vi valt att dela upp analysen i tre övergripande delar. Den första delen behandlar de punkter vilka respondenterna varit eniga om och dessa kopplas sedan till teorin. Den andra delen syftar till att framhäva specifika detaljer i de olika intervjuerna som vi funnit extra intressanta och där dessa inte överensstämmer med övriga respondenter. Vi övergår sedan till att ställa oss frågan huruvida det föreligger en rabatt av privata bolag i praktiken och om den i så fall behandlas standardiserat. Här argumenterar vi själva utifrån vad som framkommit under intervjuerna med respondenterna och utifrån behandlade teorier. Analyskapitlet avslutas med att vi behandlar prismekanismers inverkan på eventuella prisskillnader mellan privata och publika bolag. Även här argumenterar vi utifrån respondenternas svar och utifrån behandlade teorier.

5.1 Analys av intervjuerna

När det gäller den primära ansatsen i intervjuerna, som var att utreda praktikernas erfarenheter och argument kring en rabatt för privata bolag jämfört med publika bolag vid förvärv, var respondenterna frågande till om det existerar en sådan generell rabatt i praktiken. Dessa resultat tyder på att respondenterna inte är eniga med vad som framkommit i tidigare studier. Det finns dock en ytterligare dimension och det är att våra anonyma respondenter delar in bolag i tre grupper; noterade bolag, onoterade bolag som är *Private Equity* ägda samt privata bolag som är entreprenörsägda. Robin Molvin på Ratos påpekar att det är möjligt att det vid investeringar på lägre summor än vad företaget inriktar sig på, ca 50 miljonersinvesteringar, finns en rabatt. Våra anonyma respondenter menar vidare att entreprenörsägda bolag värderas till rabatt med de främsta orsakerna att det ofta handlar om mindre bolag som är förknippade med mer risker så som till exempel risker med nyckelpersoner. Anders påpekar också att små bolags värde generellt är lägre beroende på en lägre kritisk massa och att detta gäller oavsett om det är ett privat eller publikt bolag. Att bolagets storlek är en orsak till ett lägre värde anser också våra anonyma respondenter samt Pratt et al. (2000) och Elnathan et al. (2010). Någon procentuell rabatt eller huruvida detta är rätt eller fel är dock inte något som går att bestämma. Därav följer att ingen av respondenterna arbetar med en standardiserad rabatt för privata bolag. Däremot är både Robin Molvin och Anders Mörck eniga om att svängningar på börsen över lag kan påverka priset på noterade bolag jämfört med onoterade bolag under perioder. Dessutom kan börsnoterade aktier ofta ses som övervärderade vilket omvänt leder till att privata bolag värderas med rabatt.

Flera av respondenterna tar även upp jämförbarhetsproblematiken som en anledning till att en generell rabatt är svårt att utlysa. De är även eniga om att det som i grund och botten är det avgörande för köpeskillningens storlek är vad någon är villig att betala. Detta styrs till stor del av en strategisk analys, där potentiella synergieffekter och en marknadsanalys är viktiga delar, samt förhandlingar. Det föreligger en förhandling under hela processen vilket innebär att varje bolagsvärdering är individuell men att överlåtelsesumman i slutändan ändå anses vara rättvis. Detta stämmer överens med vad Yegge (2002) anser om mänskliga faktorerers påverkan på förvärvsprocessen. Härav följer också att det möjligen är missvisande att dra slutsatser från en kvantitativ studie eftersom en sådan inte kan ta hänsyn till de mänskliga faktorerna. Genom vad som ovan framkommit anser vi dessutom att vad Elnathan et al. (2010) kommit fram till i sin studie vad gäller att privata bolag värderas till rabatt eller till ett premium beroende på om det är köparen eller säljaren som beställt värdering inte kan tillmätas lika stor betydelse som vi ansett från början. Detta beror på att studien endast jämför värderingen av bolagen och inte den slutgiltiga överlåtelsesumman, vilken enligt respondenterna beror på så mycket mer än vad någon kommit fram till att bolaget är värt efter en begränsad finansiell värdering.

Alla respondenter anser att valet av värderingsmetod inte har någon direkt betydelse för värderingens resultat, förutsatt att modellerna är använda på rätt sätt. Det kan tyckas anmärkningsvärt att de även använder sig av jämförande värdering när de värderar privata bolag, eftersom privata bolag som Koeplin et al. (2000) påpekar inte har något iakttagbart marknadsvärde som kan jämföras. Respondenterna löser dock detta genom att jämföra med andra publika bolag som har ett iakttagbart marknadsvärde, vilket litteraturen inte diskuterar som ett möjligt alternativ. Förutom diskonterade kassaflödesanalyser och multipelvärdering är en vanlig värderingsmetod LBO-modellen som bygger på diskonterade kassaflöden och även tar hänsyn till det så kallade exitvärdet. Metoden ger fördelar i och med att en överblick erhålls över hela perioden av innehaven. Respondenterna är vidare eniga om att i princip alla bolagets egenskaper har betydelse vid värderingen. Bolagets tillväxt och lönsamhet har dock störst betydelse, vilket motsäger att det skulle finnas en rabatt endast på grund av att bolaget är privat. Det är därför mer troligt att privata bolag sägs värderas till rabatt för att deras tillväxt och lönsamhet, i förhållande till publika, värderas lägre. Antingen för att de är lägre i sig, vilket är troligt eftersom privata bolag oftast är mindre, eller att beräknade värden är förenade med större risker.

Respondenterna ifrågasätter att illikviditetsproblem skulle vara ensam orsak till att privata bolag värderas till rabatt då det endast gäller när mindre delar av företag förvärvas. Då förvärv ofta handlar om 100 procent av företaget blir likviditeten därför inte ett problem ur ett exitperspektiv. Detta bidrar till att den eventuella rabatten som kan finnas på grund av illikviditetsproblematiken vid förvärv av mindre poster ofta inte gäller vid förvärv av hela bolag. Vi finner det därför anmärkningsvärt att det i litteraturen framhävs att anledningen till att privata bolag värderas till rabatt främst är avsaknaden av likviditet för privata bolagsaktier.

Nyckelpersoner anser respondenterna är lika viktiga i privata och publika bolag och de behandlar dem på samma sätt vad gäller värderingen av bolaget. Oftast knyts nyckelpersoner i överlåtelseavtalet för att hålla kvar dem i företaget och minska riskerna vid ett förvärv. Den typen av detaljerade överlåtelseavtal beskriver Sevenius (2004) som prismekanismer och ser flera fördelar i att kunna prestationsbasera delar av köpeskillingen. Sevenius (2004) menar också på att synergieffekter ibland kan försvåra vid ett förvärv. Detta sker då man tillämpar så kallade prismekanismer och priset blir genom avtal prestationsbaserat. Synergieffekterna gör då att det blir svårt att isolera vilket resultat som enbart är det köpta bolagets. Dock borde detta kunna leda till uppskattningar från köparen som ger fördelar. Vårt att nämna är här att investmentbolagen ser mycket till synergieffekter vid värdering av bolagen men att det inte är något bankerna lagt vikt på.

Investmentbolag som dagligen sysslar med förvärv borde ha en klar fördel av att detaljerade betalningsvillkor används i en större utsträckning. Detta för att de kan ge en fördel till den part som har mest kunskaper. En annan aspekt är att prismekanismer borde öka reliabiliteten vid värdering under förvärv då de säljare som anser att de har ett bra företag och kräver ett högt pris verkligen får ut det höga priset då prestationerna uppfyller målen. Det motsatta gäller de företag som utan prestationsbaserad köpeskillning hade gått för en för högt pris i och med att prestationen blev sämre än väntat.

Det verkar finnas en generell uppfattning bland respondenterna om att det har skett förändringar de senaste tio åren, exempelvis en mer sofistikerad marknad och förvärvsprocess samt att det tillkommit *Private Equity* grupper. Dessa förändringar har bidragit till ett över lag mer rättvist värde vid företagsförvärv och med det minskat sannolikheten för att en omotiverad rabatt för privata bolag skulle existera i praktiken.

5.1.1 Intervju med Anders Mörck på Latour

Åsikten om att det i en förvärvssituation, vid två identiska bolag, inte har någon betydelse huruvida det rör sig om ett privat eller publikt bolag tyder på att det är andra aspekter än bolagstyp som avgör i en investeringssituation.

Anders påpekar att alla värderingsmetoder egentligen endast är kontrollpunkter. Detta går emot både litteraturens syn på värderingsmetoder och vår egen. Användandet av de olika värderingsmetoderna vid företagsförvärv uppfattade vi som om de hade större betydelse än endast att verka som kontrollpunkt. Att värderingsmetoderna endast ses som kontrollpunkter kan dock kopplas till att Latour ser mycket till synergieffekter när de skall besluta om förvärv och därför blir värderingsmetoderna av underordnad betydelse. Det viktiga blir istället att genomföra en korrekt strategisk analys och en känslighetsanalys som tar hänsyn till olika scenarion, något Anders själv också påpekar.

Generellt sätt är Anders enig med övriga respondenter vad gäller hur nyckelpersoner behandlas vid en värdering. Han skiljer sig dock så tillvida att typen av köp spelar in vid bedömningen av nyckelpersoner. Nyckelpersoner behandlas olika beroende på om andelen strukturkapital är uppfyllt eller inte. Möjligen beror detta på att de har som strategi att vara en aktiv ägare till de bolag de investerar i.

5.1.2 Intervju med Robin Molvin på Ratos

Att Ratos gör förvärv till 100 procent med ett *Enterpriseperspektiv* kan påverka deras syn på illikviditetsproblematiken, eftersom de inte kommer att behöva göra sig av med en liten del av bolaget utan har en klar plan för hur länge innehavet är avsett för och eventuell försäljningssumma. *Enterpriseperspektivet* bidrar även till att finansieringen av bolaget kan bortses från och fokus läggs på potentialen i själva rörelsen. Detta är intressant eftersom det kan påverka värdet på ett bolag som har god potential i rörelsen men är riskfyllt finansierat.

Ratos skiljer sig från övriga respondenter så tillvida att de använder sig av IRR som värderingsmetod och ser detta som det bästa alternativet. Detta är intressant då NPV-metoden enligt Berk et al. (2007) anses ha flera fördelar jämfört med IRR-metoden. Enligt Sandahl et al. (2003) är också NPV den mest frekvent använda kassaflödesmetoden bland större svenska bolag.

5.1.3 Intervju med Erik Kjällström på Handelsbanken

Eriks uppfattning skiljer sig mot de andra respondenterna så tillvida att han anser att valet av värderingsmetod har stor betydelse för utfallet av värderingen. Uppfattningen skiljer sig särskilt mot Anders på Latour som använder hela sin verktygslåda av värderingsmetoder för att i slutändan göra en samlad bedömning. Erik menar dock att valet av värderingsmetod har betydelse eftersom ett bolag har olika värde för olika köpare. Detta överensstämmer med Yegge (2002) som menar på att värdering är en subjektiv process och att någots värde beror på olika personers uppfattning om värdet. Detta kan också ses som en funktion av att marknaden styrs av utbud och efterfrågan och att vår uppfattning om nyttan avgör vad vi sätter för värde på ett objekt och därmed är villiga att betala för det.

5.1.4 Intervju med två medarbetare på en svensk storbank

Respondenterna skiljer sig gentemot de övriga genom att dela in privata bolags rabatt i olika delar. De menar att en av de främsta anledningarna till att privata entreprenörsägda bolag värderas till rabatt är storleken, vilket överensstämmer med vad bland annat Pratt et al. (2000) anser. Vidare föreligger en genomlysningrabatt eftersom fler risker ses vid värderingen av ett privat bolag då potentiella köpare inte har full insyn i bolaget och bolaget inte har samma

omfattande dokumenterade historik. De menar att eftersom börsnoterade bolag är skyldiga att offentliggöra kvartalsrapporter, vilkas innehåll oftast åskådliggörs i aktiekursen, underlättas genomlysningen av bolaget och det är därmed säkrare att handla på en marknadsplats. En fördel är också att någon redan satt ett pris på bolaget och som potentiell köpare erhålls därmed en fingervisning om huruvida bolaget kan leva vidare utan dess ägare, vilket är svårare att bedöma om det aldrig förelegat en avstämning. Som övriga respondenter påpekar föreligger också en illikviditetsproblematik som leder till en illikviditetsrabatt om endast en del av bolaget köps och inte hundra procent av dess aktier.

En ytterligare avvikelse från övriga respondenter är att de vid beräkningen av *wacc* lägger till en *small cap discount* på mellan en och tre procent om det rör sig om ett litet bolag. Detta överensstämmer med vad Elnathan et al. (2010) anser om att ett företags storlek är relaterad till risk och att en högre risk leder till användandet av en högre diskonteringsränta som resulterar i lägre bolagsvärde. Användandet av en *small cap discount* är för respondenterna dock lika för privata och publika bolag, varför det inte har någon betydelse för argumentationen av förekomsten av en privat bolagsrabatt.

5.2 Finns det en motiverad rabatt för privata bolag?

Det som gör det svårast att hitta bevis för den eventuella rabatten för privata bolag jämfört med publika vid företagsförvärv är jämförbarhetsproblematiken. För att kunna konstatera den typen av rabatt behöver man en situation där två exakt identiska företag, ett privat och ett publikt, säljs och sedan undersöka den eventuella skillnaden i köpeskillingen mellan bolagen. Eftersom en sådan situation inte föreligger i praktiken ansåg vi det lämpligast att försöka kringgå jämförbarhetsproblematiken genom att undersöka förekomsten av en privat bolagsrabatt kvalitativt.

Våra respondenter var eniga om att det rent generellt inte finns någon tydlig skillnad i köpeskillingen mellan privata och publika bolag. Vad som leder fram till köpeskillingen för varje förvärv påverkas av andra faktorer till exempel om det finns några möjliga synergieffekter och utvecklingsmöjligheter, hur framtidsutsikterna ser ut för bolaget och branschen samt hur möjligheterna ser ut för en eventuell försäljning i framtiden. I slutändan är det den typen av faktorer i kombination med den mänskliga påverkan genom den ständiga förhandlingen som föreligger som avgör vad någon är villig att betala, vilket blir det sanna värdet. Av dessa anledningar menade intervjuobjekten att de inte ser någon anledning till att använda en standardiserad rabatt, dels för att den i många fall skulle vara missvisande då det inte föreligger någon skillnad men framförallt för att varje förvärvsprocess och värdering är individuell.

Med ovanstående som grund argumenterar vi för att det i praktiken inte förekommer någon ren privat bolagsrabatt. Den rabatt som likställs med en privat bolagsrabatt utgörs istället av ett flertal rabatter till följd av ett bolags olika egenskaper, vilka oftast sammanfaller för privata bolag. Det rör sig om bolagets storlek och dess möjlighet till genomlysning för förvärvsaspiranter. Som Silber (1991) kommit fram till i sin studie är rabatten betydligt lägre för bolag som har större intäkter och visar ett positivt resultat. Detta tyder enligt oss på att det är riskerna med bolaget som avgör vad en potentiell köpare är villig att betala för det, vilket även är ett argument mot en generell privat bolagsrabatt och för en motiverad rabatt för ”sämre” bolag. Att riskerna med bolaget har stor betydelse vid värderingen framkommer även av våra intervjuer. Vi ifrågasätter dessutom tidigare studiers slutsatser om att illikviditet skulle vara den enda orsaken till att privata bolag värderas till rabatt. Som framkommit av vår

undersökning har ett bolags likviditet i sig och avsaknaden av likviditet för privata bolags aktier ingen betydelse när ett helt bolag förvärvas.

5.3 Prismekanismers inverkan på eventuella prisskillnader mellan privata och publika bolag

För respondenterna likställs användandet av prismekanismer med behovet av att begränsa och undvika risker. Detta överensstämmer med vad Sevenius (2004) anser vara det primära syftet med användandet av prismekanismer. Det kan dock inte sägas att de har någon betydelse för eventuella prisskillnader mellan privata och publika bolag. Däremot så leder användandet av prismekanismer i ett överlåtelseavtal till en annorlunda köpeskillning än om sådana inte skulle ha använts. Det leder vidare till att överlåtelsesumman kan anses vara mer rättvis när prismekanismer används.

6 Slutsats

Efter genomförd undersökning kan vi konstatera att forskares bild av att det skulle förekomma en rabatt för privata bolag i förhållande till publika inte helt överensstämmer med praktikers erfarenheter. Detta innebär att den föreställning vi hade om att praktiker och forskare hade samma uppfattning om en privat bolagsrabatt inte stämde utifrån det underlag vi haft. Vi kan vidare konstatera att de respondenter vi intervjuat inte arbetar med en standardiserad rabatt för privata bolag. Däremot kan det hända att vi dragit andra slutsatser om en mer generell studie hade genomförts.

Vidare gäller att prismekanismer och detaljerade avtalsvillkor angående nyckelpersoner inte har någon inverkan på eventuella prisskillnader mellan privata och publika bolag. Däremot påverkar de den slutliga överlåtelsesumman som då ses som mer rättvis, men detta är oberoende av om det rör sig om ett privat eller publikt bolag.

Att det i grund och botten är samma faktorer som avgör värderingen oavsett om det är ett privat eller publikt bolag bidrar i sin tur till att det inte går att påvisa en generell skillnad i värderingen. Det som påverkar en värdering negativt ur säljarperspektiv är bland annat att det är ett litet bolag, att det inte finns goda genomlysningsmöjligheter och att bolaget är förenat med högre risker. Dessa aspekter sammanfaller dock oftast med ett privat bolag och därför sågs det att privata bolag, i jämförelse med publika bolag, värderas till rabatt.

Våra resultat indikerar att det skulle kunna leda till problem om praktiker väljer att arbeta med en standardiserad rabatt för privata bolag. För att få fram ett så rättvist överlåtelsepris som möjligt gäller det att ha ett öppet sinne och se till helheten. Det går inte att värdera bolagets egenskaper frånskilt varandra, inte heller är det motiverat att endast använda sig av en värderingsmetod.

Förslag till vidare forskning

De resultat som framkommit av vår undersökning har resulterat i att vi kommit att ifrågasätta vad forskare tidigare har kommit fram till. Det föreligger dock skillnader mellan våra undersökningar och en sådan som vi uppmärksammat är i vilket land undersökningarna är genomförda i. Det leder oss till den slutsatsen att privata bolags rabatt möjligen kan vara en nationellt betingad företeelse. Därför vore det intressant att både kvalitativt och kvantitativt forska i huruvida privata bolag värderas till rabatt beroende på i vilket land värderingen av bolaget sker.

7 Källförteckning

Tryckta källor

Andersen, I (1998), *Den uppenbara verkligheten: val av samhällsvetenskaplig metod*, Lund: Studentlitteratur. nbsp;

Berk, J & DeMarzo, P (2007), *Corporate Finance*, Pearson International Edition

Brännström, S & Färdigh, S (2008). *New discoveries on the pricing of private companies in Sweden*. Master and Bachelor Thesis, Industrial and Financial Management. Gothenburg University.

Elnathan, D., Gavius, I & Hauser, S (2010) *An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts*, The International Journal of Accounting (2010), doi:10.1016/j.intacc.2010.09.001

Holme, I.M. & Solvang, B.K. (1997), *Forskningsmetodik - om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Andra upplagan. Lund: Studentlitteratur

Johansson, G. (1992). *Företaget utifrån och inifrån – värderingsmässiga aspekter*. Lund: Studentlitteratur.

Koeplin, J, Sarin, A & Shapiro, A.C. (2000), *The Private Company Discount*, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 12.4

Lantz, A. (1993). *Intervjumetodik: den professionellt genomförda intervjun*. Lund: Studentlitteratur.

Nilsson, H., Isaksson, A & Martikainen, T (2002), *Företagsvärdering med fundamental analys*, Upplaga 1:10. Lund: Studentlitteratur

Patel, R & Davidson, B (2003), *Forskningsmetodikens grunder - att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Tredje upplagan. Lund: Studentlitteratur

Pratt, S.P., Reilly, R.F. & Schweihs, R.P. (2000), *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, New York: McGraw-Hill

Sandahl, G & Sjögren, S (2003), *Capital budgeting methods among Sweden's largest groups of companies. The state of the art and a comparison with earlier studies*, International Journal of Production Economics 84, 51-69

Sevenius, R (2004), *Vilket värde har köpeskillingen vid företagsförvärv?* Balans 6-7

Sevenius, R (2003), *Företagsförvärv- en introduction*, Lund: Studentlitteratur

Silber, W.L. (1991), *Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices*, Financial Analysts Journal, July-August 1991, 60-64

Officer, M.S. (2007), *The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets*, Journal of Financial Economics, 83, (2007) 571-598

Yegge, W-M. (2002). *A basic guide for valuing a company*. John Wiley & Sons, Inc
Öhrlings (2007), *Företagsvärdering –översikt av området baserat på erfarenhet*, Lund: Studentlitteratur & Öhrlings PricewaterhouseCoopers

Internet

Ehow

http://www.ehow.com/how_5106647_build-lbo-model.html 2011-01-06

Handelsbanken

http://www.handelsbanken.se/shb/INeT/IStartSv.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=&navid=A_Stora_foretag&sa=/Shb/Inet/ICentSv.nsf/Default/qC57CAC4DDCB5C0B0C12574D700522AA9 2011-01-08

Latour

<http://www.latour.se/sv/> 2010-12-06

Latour a

<http://www.latour.se/sv/om-latour/verksamhetside/> 2011-01-08

Ratos

<http://www.ratos.se/Om-Ratos/Verksamhet/> 2011-01-08

Årsredovisningar

Ratos årsredovisning 2009, hämtad från www.ratos.se 2010-12-27

Intervjuer

Kjellström, Erik *Svenska Handelsbanken AB*, 2011-01-03

Molvin, Robin *Ratos AB*, 2010-12-22

Mörck, Anders *Investment AB Latour*, 2010-12-20

Två medarbetare på en svensk storbank, 2010-12-22

Appendix I Intervjufrågor

- 1) Vilka av värderingsobjektets egenskaper har betydelse vid värderingen och på vilket sätt har de betydelse?
- 2) Har valet av värderingsmetod betydelse för utfallet av värderingen och i så fall på vilket sätt?
- 3) Vilken värderingsmetod använder ni er av och varför?
- 4) Anser ni att privata bolag i jämförelse med publika bolag värderas med rabatt och i så fall varför?
- 5) Utgör privata bolags *värderingsrabatt* ett problem i praktiken och i så fall på vilket sätt?
- 6) Ser ni några historiska trender vad gäller användandet och utvecklingen av privata bolags rabatt i Sverige?
- 7) Studier menar på att rabatten beror på privata bolags illikviditet. Om rabatten består av mer än privata bolags illikviditet, vad består rabatten då av?
- 8) Hur mäts rabattens olika delar och hur stor andel utgörs av illikviditet?
- 9) Tycker ni att man vid värdering av privata bolag kan dra av en generell rabatt och vad är i så fall procentuellt sätt lämpligt att dra av?
- 10) Använder ni er av en standardiserad rabatt och vad kan det finnas för fördelar och nackdelar med att använda en standardiserad rabatt?