

En holistisk investeringsbank

En fallstudie av fördelarna med att vara involverad i hela M&A-
processen

Abstract: Studies have shown that mergers and acquisitions often fail and that a reason to this might be that investment banks do not take any responsibility for the post merger integration. Despite this there have been no studies of the potential benefits of an investment bank taking a holistic approach to the M&A-process and including post merger integration in its service. This study identifies a couple of investment banks that does this and calls them holistic investment banks. In M&A-theory a successful process is often described according to so called success factors that need to be fulfilled in order to achieve a successful result of the merger or acquisition. The business model and work approach of one holistic investment bank is analyzed in this case study on the base of seven success factors from established theories. The conclusion is that a holistic approach to the M&A-process offers several benefits that have the potential of increasing the success rate of mergers and acquisitions. Additional benefits are added by the fact that the case company has a lot of strategically experienced employees. Employing staff with strategic experience is in itself likely to be an effect of the inclusion of post merger integration in the banks service range.

Key words: mergers and acquisitions, post merger integration, holistic investment bank.

Författare: Alexander Ocieczek (22534) och Erik Larsson (22539)
Examinator: Karin Fernler
Uppsatsframläggning: Juni 2014

Förord

Vi vill inledningsvis tacka hela institutionen Handelshögskolan för tre fantastiska år och för ovärderlig kunskap. Det är många på institutionen som bidragit med viktig hjälp under denna studie och vi vill bland dessa rikta särskilt tack till vår handledare Peter Norberg och till Ingrid Kollberg. Vidare vill vi rikta stort tack till alla på Schwartz Heslin Group som möjliggjort denna studie och som visat oss stor gästvänlighet. Tack till: Robert Schwartz, Raimundo Archibold Jr, Cory Martin, David Dell, Frederic Buse, Kelly Walters, Douglas Grose, Edward Heslop och Mary Ann Syden. Vi vill även tacka Erik Sävenstrand för att ha tagit sig tid att diskutera vår studie och erbjudit värdefull hjälp. Slutligen riktas ett särskilt tack till Håkan Gomer som delat med sig av ovärderlig kunskap och kommit med många intressanta idéer och förslag.

Alexander Ocieczek
22534@student.hhs.se



Erik Larsson
22539@student.hhs.se



Innehållsförteckning

Förord	2
1. Inledning	5
1.2. Bakgrund	5
2.3. Om studien.....	5
1.4. Syfte och forskningsfråga	6
1.5. Avgränsning	6
1.6. Definitioner.....	6
2. Metod.....	7
2.3. Val av metod	7
2.4. Intervjuer	8
2.5. Val av fallföretag.....	8
3. Teoretisk bakgrund	9
3.2. Begreppet M&A	9
3.3. M&A-processen.....	10
3.4. Begreppet investeringsbank	11
3.5. Begreppet holistisk investeringsbank	11
3.6. M&A-processernas misslyckande	12
3.7. Allmänt om framgångsfaktorer.....	12
3.8. Tidigare teorier	13
3.9. Huvudteori	14
3.9.2. Strategisk vision och matchning	15
3.9.3. Finansiellt upplägg	16
3.9.4. Due dilligence	16
3.9.5. Planering inför integrering.....	17
3.9.6. Integrering	17
3.9.7. Externa faktorer.....	18
3.10. Sammanfattning av Epsteins framgångsfaktorer	18
4. Empiri.....	19
4.2. Schwartz Heslin Group.....	19
4.3. Personal med strategisk kompetens.....	20
4.4. En tanke på integreringen redan från början	21
4.5. Beräkning av synergier.....	22
4.6. Företagskultur och organisatorisk fit	23
4.7. Planering av integreringen.....	24
4.8. Snabbhet eller noggrannhet.....	24
4.9. Kommunikation.	24
5. Analys	25
5.1. SHG som en holistisk investeringsbank	25
5.2. Framgångsfaktor: Långsiktig strategi.....	26
5.3. Framgångsfaktor: Integrering som beslutsgrund	27
5.4. Framgångsfaktor: Realistisk synergiberäkning	28
5.5. Framgångsfaktor: Due diligence av ”mjuka” faktorer	30

5.6. Framgångsfaktor: Kommunikation.....	30
5.7. Framgångsfaktorer: Tidig integreringsplan och snabb integrering.....	32
6. Slutsats	33
7. Diskussion	36
7.2. Kritik.....	36
7.3. Förslag till vidare forskning.....	36
8. Källförteckning.....	38
7.Appendix	40
4.1. Genomförda intervjuer.....	40

1. Inledning

Detta avsnitt inleds med en bakgrund till studien och introducerar sedan studiens syfte samt frågeställning. Därefter presenteras relevanta avgränsningar och definitioner.

1.2. Bakgrund

Den globala M&A-marknaden genererade år 2013 affärer för uppemot 2,8 biljoner dollar vilket är det högsta värdet sedan finanskrisen år 2008¹. Samtidigt som M&A-processerna blir både fler och större visar enig forskning att majoriteten misslyckas.² Bankerna får betalt i procent av transaktionssumman när affären avslutats och tjänar årligen mångmiljardbelopp³ innan M&A-processernas faktiska resultat visat sig.

För att avgöra ifall M&A-processer blivit framgångsrika behövs det kriterier. Vissa forskare anser att det är problematiskt att mäta framgången i M&A-processer genom att efter affärens avslut studera enskilda parametrar som till exempel aktiepris eller vinstutveckling. En grupp forskare menar därför att en framgångsrik M&A-process måste definieras utifrån hur den genomförs och inte utifrån hur den påverkar enskilda parametrar. Ett sätt att definiera en framgångsrik M&A-process på är således att använda så kallade framgångsfaktorer där varje faktor representerar ett delsteg i M&A-processen som måste uppfyllas. Det räcker med att en framgångsfaktor misslyckas för att hela processen ska äventyras.⁴

2.3. Om studien

I studiens inledning gjordes en allmän efterforskning inom ämnet M&A. Vad som särskilt fängade vårt intresse var den höga andel M&A-processer som ansågs misslyckade.⁵ När vi sökte efter anledningen till detta fann vi att över hälften av alla misslyckanden kunde hänföras till integreringsfasen.⁶ Det visade sig att det övergripande ansvaret i regel går över från investeringsbanker till konsulter efter det att en affär avslutats men innan integreringen ska börja.⁷

Forskare pekade vidare på att integreringens framgång till stor del berodde på hur väl genomförda de tidigare stegen i processen var vilket kunde innebära att den höga misslyckandegraden under integreringen berodde på fel tidigare i processen.⁸ Vi fann det därför uppseendeväckande att investeringsbanker inte bar något ansvar för

¹ Dealogic Global M&A Review, 2013.

² Se avsnitt 3.6.

³ Walter, Yawson, Yeung, 2008.

⁴ Se för hela stycket: Epstein, 2005.

⁵ se avsnitt 3.6.

⁶ Habeck, Kröger, Träm, 2000.

⁷ Hong, Lapumnuaypon, 2007.

⁸ Champan, 2004.

integreringen trots att de var M&A-branschens huvudsakliga aktörer och initiativtagare.

Detta födde tanken på att det kunde vara fördelaktigt ifall investeringsbankerna faktiskt tog ansvar för hela M&A-processen - från planeringen i början till integreringen i slutet. Vi började således återigen genomsöka tidigare M&A-studier men fann inte någon forskning alls om aktörer som ansvarade för hela M&A-processen. Däremot fann vi ett antal företag som arbetade på detta sätt. Dessa företag var uttryckligt involverade i hela M&A-processen och vi döpte dem därför till holistiska investeringsbanker. Då ingen tidigare forskning fanns kring eventuella fördelar med att vara involverad i hela M&A-processen ansåg vi att det skulle utgöra ett empiriskt bidrag att genomföra en fallstudie på en holistisk investeringsbank.

1.4. Syfte och forskningsfråga

Syftet med denna studie är göra ett empiriskt bidrag i form av en fallstudie på en holistisk investeringsbank. Studien ska undersöka ifall holistiska investeringsbankers arbetsmetod under M&A-processen uppfyller teoretiskt etablerade framgångsfaktorer. En fallstudie på en holistisk investeringsbank görs för att besvara forskningsfrågan:

Uppfyller affärsmodellen på en holistisk investeringsbank framgångsfaktorerna för en lyckad M&A-process?

1.5. Avgränsning

Studien undersöker endast M&A-processer från köpsidan, det vill säga då investeringsbanken arbetar för en klient som vill göra ett förvärv. Dessa processer är mer komplexa då de kräver att ett passande förvärv identifieras och att detta sedan effektivt integreras med förvärvarens organisation. I en M&A-process från säljsidan kretsar investeringsbankens uppgift endast kring att sälja så dyrt som möjligt. Själva behovet av strategisk förståelse finns inte i lika hög grad i dessa processer.

1.6. Definitioner

M&A-process: Den process då två företag går ihop oavsett om det är ett förvärv eller ett gemensamt beslut om att slås ihop. Orden förvärv och samgående används synonymt.

Holistisk investeringsbank: Ett i studien lanserat begrepp. En investeringsbank som är involverat i hela M&A-processen genom att även ta ansvar för integreringen (se avsnitt 3.5.)

Due-Dilligence: På svenska företagsbesiktning. Processen då en potentiell förvärvskandidat undersöks grundligt.

Företagskultur: Kultur ges i studien samma definition som i relevant forskning, det vill säga den arbetskultur som präglar företaget; bland annat kärnvärden, ledarpersoner, konflikthantering och beslutsfattning.⁹

Integrering: Begreppet definieras i studien som den avslutande delen i en M&A-process då ett förvärvat företag infogas i förvärvarens organisation eller då två samgående bolag skapar den nya gemensamma organisationen. Det är under denna fas som alla synergier ska realiseras.

Framgångsfaktorer: Faktorer som forskare anser är nödvändiga för att en M&A-process ska bli framgångsrik. Omvänt definieras även en framgångsrik M&A-process av att framgångsfaktorerna uppfylls.

2. Metod

I detta avsnitt förklaras och motiveras de metoder som använts för att samla in studiens empiri.

2.3. Val av metod

Vi valde fallstudien som forskningsmetod eftersom detta anses särskilt lämpligt då studien berör ett område som saknar tidigare forskning.¹⁰ Detta var som ovan nämnt fallet angående holistiska investeringsbanker. Det råder dock stor förvirring kring begreppet fallstudie.¹¹ Bland annat har fallstudien beskrivits som ett sätt att observera ett empiriskt tema genom att följa en samling procedurer som noga beskrivits i förväg¹². Denna definition stämmer väl in i den här studiens metod. De förutbestämde procedurer som åsyftas utgörs i denna studie av framgångsfaktorer som tagits fram i M&A-forskningen.

En stor del av empiriinsamlingen skedde genom att vi reste till fallföretaget för att under två veckors tid på plats observera hur de arbetade. Detta kallas för en deltagande observation och vi valde att genomföra en sådan då det anses vara det bästa sättet att undersöka organisationer på¹³. Den deltagande observationen ökar dessutom analysens trovärdighet jämfört med ifall denna enbart baserats på intervjuer. Bland annat medverkade vi i kundmöten, analysarbete, möten med samarbetspartners samt besök på klientföretag och företag som övervägdes för förvärv.

Vidare genomförde vi även intervjuer för att få mer djupgående information samt

⁹ Tetenbaum, 1999.

¹⁰ Andersen, 1998.

¹¹ Meeuwisse Et al., 2008.

¹² Yin, 2007.

¹³ Meeuwisse Et al., 2008.

täcka de luckor som vi inte haft möjlighet att observera under den två veckor långa deltagande observationen. Empiriinsamlingen skedde således på två sätt; genom en deltagande observation och genom intervjuer.

Det faktum att detta är en fallstudie på ett enskilt företag utesluter i sig inte att generella slutsatser dras. För att kunna dra generella slutsatser måste man separera vilka resultat som beror på det individuella fallföretaget och vilka som är generella för det studerade fenomenet. Särskilt vikt har därför lagts att i analysen förstå ifall specifika resultat berott på företagsunika faktorer på SHG eller ifall de varit en effekt av den affärsmodell som används för att definiera holistiska investeringsbanker. Det har således gjort ett försök till att finna generaliserbara slutsatser men dessa är fortfarande av låg validitet då vi varit begränsade till endast en fallstudie.¹⁴

2.4. Intervjuer

De intervjuer som genomförts under empiriinsamlingen har varit semistrukturerade. En mall av områden som skulle beröras under intervjuens gång förbereddes och följdfrågor ställdes för att uppmuntra till fördjupade svar. En semistrukturerad intervjuform passade väl in på studien då holistiska investeringsbanker visserligen var ett utforskat område men då tidigare M&A-forskning ändå kunde erbjuda grundläggande förståelse för fenomenet.¹⁵ Den semistrukturerade formen säkerställde därutöver en jämförbarhet mellan intervjuerna genom att alla någon gång under intervjun diskuterade samma områden samtidigt som respondenterna gavs utrymme att fritt delge sitt personliga perspektiv på frågorna.¹⁶ En pilotintervju utfördes dessutom initialt på en annan holistisk investeringsbank än den i fallstudien för att testa frågornas relevans och funktion i relation till studiens syfte.¹⁷

Intervjuerna genomfördes på plats hos fallföretaget då direkta intervjuer i regel ger mer fullvärdiga och genomtänkta svar.¹⁸ Samtliga intervjuer pågick i drygt en timme och spelades in för att i efterhand kunna analyseras noga. Därmed säkerställdes även en korrekt citering och tolkning.

2.5. Val av fallföretag

Valet av fallstudieföretag inleddes med ett sökande av holistiska investeringsbanker. Då dessa är relativt ovanliga var även utbudet av potentiella fallföretag begränsat. Mot bakgrund av studiens kvalitativa metod har kriterierna för valet av fallstudieföretag utformats efter vad som ansetts representativt för företag med den

¹⁴ Yin, 2007.

¹⁵ Andersen, 1998.

¹⁶ Andersen, 1998.

¹⁷ Kvale, Brinkmann, 2009.

¹⁸ Andersen, 1998.

studerade affärsmodellen.¹⁹ Följande holistiska investeringsbanker identifierades:

- Schwartz Heslin Group, USA
- Goetzpartners, Tyskland
- Quest, Sverige
- Quirijns, Holland

Samtliga ovannämnda företag kontaktades men bäst kontakt etablerades med Schwartz Heslin Group (SHG) i Albany, New York, USA. SHG valdes därför till fallföretag.

3. Teoretisk bakgrund

Detta avsnitt börjar med en allmän introduktion till forskningen inom M&A. Därefter följer en översiktlig presentation av teorier om framgångsfaktorer i M&A-processer. Slutligen presenteras studiens huvudsakliga teori ingående och sammanfattas sedan i en tabell.

3.2. Begreppet M&A

I studien har den engelska akronymen M&A använts för att referera till företagsförvärv (aquisitions) och företagssamgåenden (mergers). I dagligt tal görs ofta en distinktion mellan dessa och begreppet samgående ges innebörden av en gemensamt beslutad hopslagning mellan två företag som bildar ett nytt gemensamt företag.²⁰ Termen förvärv i sin tur refererar oftast till situationen då ett företag agerar som uppköpare och med pengar eller aktier förvärvar ett betydande inflytande i ett annat företag.

Forskare behandlar däremot ofta begreppen synonymt eller definierar dem på helt andra sätt.²¹ I Epsteins teori som fått en central roll i denna studie görs visserligen en tydlig åtskillnad mellan förvärv och samgåenden men gränsdragningen baseras främst på komplexiteten i integreringen av de två företagen och inte om processen initieras gemensamt eller genom ett ensidigt uppköp. Samgåenden definieras som komplexa processer då företag av liknande storlek kräver en mer omfattande integreringsprocess. Förvärv beskrivs som en enklare process då ett stort företag ”sväljer” ett mindre företag.

I denna studie görs inget principiellt försök särskilja samgåenden från förvärv i begreppens vardagliga betydelse. Då samgåendeprocesser enligt Epsteins definition medför en större problematisering är dock dessa av störst intresse för studien.

¹⁹ Holme, Solvang, 1997.

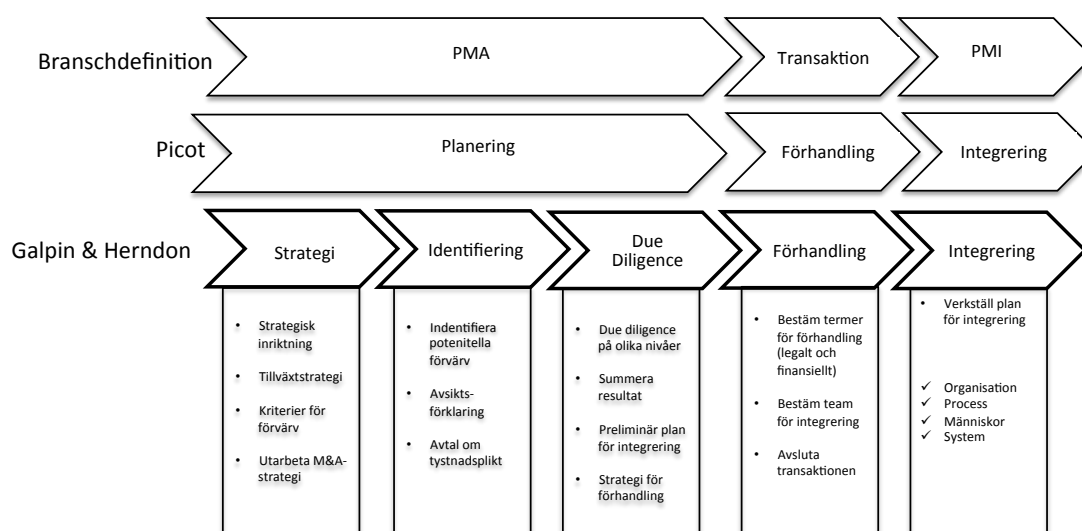
²⁰ Gaughan, 2002.

²¹ Buckley, Ghauri, 2002.

Epsteins teorier om samgåenden erbjuder med andra ord ett bra verktyg för att analysera komplexa M&A-processer.

3.3. M&A-processen

M&A-processer delas av olika forskare upp i olika faser. Picot beskriver att en M&A-process består av tre faser; planering, förhandling och integrering²². Detta överensstämmer med den uppdelning som ofta görs i branschtal då man skiljer på PMA²³, transaktion och PMI²⁴.²⁵ En annan mer detaljerad bild av processen presenteras av Galpin och Herndon²⁶. Deras modell bryter ner M&A-processen i fem delsteg; strategi, identifiering, due diligence, förhandling och integrering. Dessa tre olika kategoriseringar illustreras i modellen nedan



Det är inte av relevans för studien att ta ställning till dessa olika kategoriseringar mer än att konstatera följande mönster. I en inledande fas fastställs en strategisk inriktning för det egna företaget varefter potentiella kandidater söks och utvärderas. Efter att en kandidat sållats fram och en avsiktsförklaring är tecknad, inleds en omfattande due diligence-process parallellt med att kandidatens strategiska förmåga undersöks och synergieffekter beräknas. Därefter följer den transaktionella fasen som är starkt förknippad med investeringsbanker. I denna fas förhandlas förhållandena i avtalet, affären genomförs och avslutas. Efter att sammangåendet genomförts följer integreringsfasen. Förutom praktisk integrering av arbetsstyrkor och IT-system görs även integrering på en strategisk nivå, exempelvis ledningsstruktur och förflyttning till nya geografiska marknader.²⁷ I denna studie kommer Galpin och Hermonds modell i

²² Picot, 2002.

²³ Pre Merger Analysis, eng. Analys innan samgående.

²⁴ Post Merger integration, eng. integrering efter samgående.

²⁵ Buckley, Ghauri, 2002.

²⁶ Galpin och Herndon, 2007.

²⁷ Buckley, Ghauri, 2002.

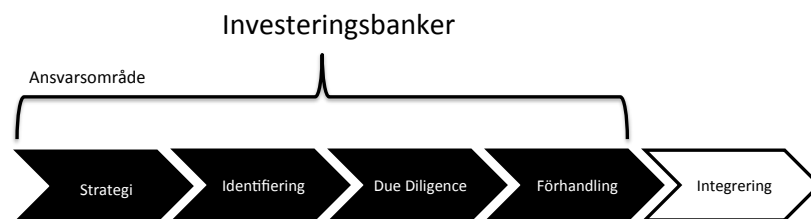
fem steg användas för att illustrera M&A-processens tidslinje eftersom den erbjuder en detaljerad översikt.

3.4. Begreppet investeringsbank

Begreppet investeringsbank faller under det bredare begreppet M&A-rådgivare. Det begreppet rymmer även affärsjurister, redovisningskonsulter, aktiemäklare, strategikonsulter med flera.²⁸ M&A-rådgivare definieras som en extern part som hjälper företag med att utveckla affärsstrategier och finansieringslösningar och söka efter passande förvärvsobjekt²⁹.

Investeringsbanker är dock den enskilt viktigaste av alla dessa aktörer i M&A-processen³⁰. De är involverade i tre huvudsakliga processer; sökande och utvärderande av potentiella förvärvskandidater, värdering av företagen och beräkning av synergier, samt rådgivning vid finansstrategiska beslut.³¹ Vissa forskare tillägger att investeringsbanker även har en viktig roll i att garantera sina klienter finansiell uppbackning.³²

Investeringsbanker är normalt sett inte involverade i integreringen efter att själva affären avslutats.³³ En ordinarie investeringsbanks ansvarsområde i en M&A-process kan därför illustreras som de fyra första stegen i Galpin och Herndons modell. Investeringsbankerna har varken incitament eller kunskap för att intressera sig för M&A-processens slutgiltiga resultat.³⁴



3.5. Begreppet holistisk investeringsbank

Begreppet holistisk investeringsbank introduceras i denna studie och definieras utifrån att de arbetar med hela M&A-processen. Till skillnad från vanliga investeringsbanker syftar tillägget holistisk på att involveringen fortsätter även efter affärens avslut och således omfattar hela M&A-kedjan.

²⁸ Sudarsanam, 1995.

²⁹ Picot 2002.

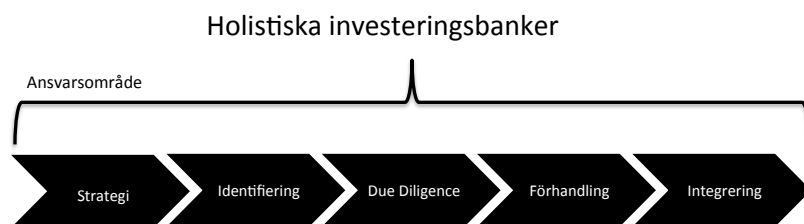
³⁰ Russo, Perrini, 2006.

³¹ Kale Et al. 1998.

³² Sudarsanam 1995, Gaughan 2002.

³³ Hong, Lapumnuaypon, 2007.

³⁴ McLaughlin, 1990.



3.6. M&A-processernas misslyckande

Många mätningar pekar på att M&A-processer i regel misslyckas. Exempelvis genererar mer än 70 procent av alla M&A-processer inget extra aktieägarvärde och över hälften är rent värdedestruerande.³⁵ En omfattande undersökning av 2500 M&A-processer mellan år 1993 och 2010 visar dessutom att aktiepriset i snitt fallit med 10 procent två år efter att en M&A-process avslutats. Andra studier visar att endast 30 procent av på de initialt identifierade synergierna slutligen realiserar.³⁶ Konflikterande företagskulturer anses vara en avgörande faktor till den höga andelen misslyckanden.³⁷

Forskning visar att misslyckandegraden till största del kan hänföras till integreringsfasen då 53 procent av alla misslyckanden i M&A-processer sker³⁸. Ett antal forskare har belyst att tidigare faser i M&A-processen i hög grad påverkar framgången av integreringen. De menar att en dålig planering i början av M&A-processen kan medföra att en framgångsrik integrering inte blir möjlig och att beräknade synergier inte kan realiserar.³⁹

3.7. Allmänt om framgångsfaktorer

Att mäta framgången i M&A-processer utifrån kvantitativa indikatorer anses av vissa forskare som en olämplig mätmetod.⁴⁰ Epstein menar att externa faktorer påverkan innebär att det inte går att mäta framgången i M&A-processer genom att endast undersöka resultatet på enskilda indikatorer. Han beskriver att exempelvis konjunkturella förändringar kan påverka sådana parametrar som aktiepris så kraftigt att effekten av själva M&A-processen inte blir synlig.

En del av forskningen kring M&A-processer har därför fokuserat på vilka faktorer som måste uppfyllas för att M&A-processerna ska bli framgångsrika. Framgången avgörs då genom ett antal framgångsrikt avslutade delsteg under processen istället för genom kvantifierbara parametrar som exempelvis aktiepris eller synergier. Denna studie använder sig av sådana ”framgångsfaktorer” för att analysera fallföretagets

³⁵ McKinsey, 2010.

³⁶ Coffey, Garrow, 2003.

³⁷ Weber, Camerer, 2003.

³⁸ Habeck, Kröger, Träm 2000.

³⁹ Champan, 2004.

⁴⁰ Epstein, 2005.

arbetsmetod. Det är intressant att göra en åtskiljning mellan framgångsfaktorer som utarbetats av teoretiker respektive av praktiker.⁴¹ Med teoretiker åsyftas forskare medan praktiker åsyftar branschverksamma. En större tyngd har i denna studie lagts på teoretikerna.

3.8. Tidigare teorier

Forskning om framgångsfaktorer i M&A-processer föddes i princip år 1968 då Rockwell publicerade fyra centrala steg som enligt honom måste genomföras på ett särskilt sätt för en framgångsrik M&A-process ska uppnås: (1) identifiera förvärvsobjekt, (2) specificera fördelarna för uppköparen, (3) undersök ledningen hos förvärvsobjektet och (4) utarbeta en strategisk passform mellan företagen.⁴²

År 1999 utgav teoretikern Tetenbaum en annan publikation med sju framgångsfaktorer; (1) ta beslut utifrån integreringsmöjligheten⁴³, (2) bygg organisatorisk förmåga, (3) anpassa system och processer, (4) hantera kulturen, (5) integrera snabbt, (6) hantera kommunikationsflödet, (7) utarbeta en standardiserad integreringsplan.

Teoretikerna Mikes och Mirvis publicerade år 2001 en teori om framgångsfaktorer i M&A-processens inledande fas då potentiella kandidater utvärderas och väljs ut. Marks och Mirvis fann att den inledande fasen ofta karaktäriseras av ett sorts finansiellt tunnelseende där organisatoriska aspekter och företagskultur bortses från. I de fall då samgåenden varit framgångsrika menar de att den förvärvande parten satt långsiktiga strategiska och organisatoriska aspekter framför de finansiella.

Marks och Mirvis understryker betydelsen av att ha personal med kompetens att analysera inte bara finansiella utan även operationella och kulturella faktorer. Detta möjliggör enligt dem säkerställandet av att samgåendet inte bara ser bra ut ur ett finansiellt perspektiv, utan även sannolikt går att realisera i praktiken. Vidare framhäver de att ett framgångsrikt samgående karaktäriseras av en tidig planering av integreringen och synergirealiseringen redan innan några förhandlingar påbörjats.

År 2001 publicerade även praktikerna Gadiesh Et al. en studie värd att notera. De identifierade följande sex så kallade gyllene regler: (1) rationell grund för sammangåendet, (2) besvara ”hur” med grund i ”varför”⁴⁴, (3) snabb integrering, (4) kontinuerlig kundfokus under processen, (5) kommunicera visionen internt och externt och (6) hantera integreringens tre steg.

Den rationella grunden för samgåendet definieras av Gadiesh et. al som en långsiktig strategisk förankring av samgåendebeslutet vilket även framhålls som den enskilt

⁴¹ Hong, Lapumnuaypon, 2007.

⁴² Rockwell 1968.

⁴³ eng. “provide input into Go-No go decisions”.

⁴⁴ eng. ”Let the why inform the how”.

viktigaste faktorn. Faktorn ”Besvara ’hur’ med grund i ’varför’” handlar om att M&A-beslut och synergiberäkningar ska grunda sig i den långsiktiga strategin. Gadiesh Et al. framhåller vidare att det i en lång och omfattande process är det lätt hänt att de anställdas uppmärksamhet riktas inåt i företaget, i synnerhet under integreringsfasen. Detta kan i sin tur utnyttjas av konkurrenter. För att motverka detta framhåller Gadiesh Et al. betydelsen av att kontinuerligt hålla de anställda underrättade om hur processen fortskrider. Det framgår även att företagets kunder ska hållas underrättade om processens utveckling för att inte bli ett lätt byte för konkurrenter. Slutligen beskriver Gadiesh Et al. tre olika faser av integrering som inte är av väsentlighet för denna studie.

DiGeorgio är en annan praktiker som år 2002/03 sammanställde en teori om framgångsfaktorer. DiGeorgio kategoriserar tidigare framgångsfaktorerna i två grupper; ett första steg kallat ”inledande framgång”⁴⁵ och ett andra steg som heter ”integreringsframgång”⁴⁶. I första steget menar han att framgång nås genom att identifiera ett lämpligt företag att gå samman med. Detta steg är omfattande och innehåller ett antal viktiga kriterier vid utvärdering av företaget; ledningsmetoderna, intressenternas inställning till ett samgående samt den organisatoriska strukturen och företagskulturen. Det efterföljande integrationssteget handlar enligt honom huvudsakligen om att åstadkomma målen som satts upp i första steget genom en praktisk integrering samt att kontinuerligt kommunicera till de anställda hur integreringsprocessen framskrider.

3.9. Huvudteori

Majoriteten av teorierna på området behandlar endast M&A-processens inledande fas eller dess avslutande integreringsfas. Teorier som omfattar hela M&A-processen är däremot sällsynta.⁴⁷ Epstein presenterade dock år 2005 en teori som uttryckligen möjliggör en analys av hela M&A-processen och denna har därför valts till studiens huvudteori.⁴⁸ Studien behandlar det Epstein definierar som samgåenden och passar därför väl för att analysera komplexa M&A-processer (se avsnitt 3.2.).

Epstein inleder sin teori med att konstatera att framgången i M&A-processer under årtionden utvärderats utifrån enligt honom begränsade och icke-informativa parametrar som exempelvis aktiepris. Han identifierar således behovet av ett nytt, mer informativt och heltäckande ramverk för att utvärdera framgången i M&A-processer. Detta utmynnar i hans teori om hur processen som leder till en framgångsrik M&A-process ser ut.

Epstein beskriver i teorin ingående fem steg och hur man bör arbeta för att uppnå framgång vid varje enskilt av dessa. Han avslutar under en sjätte rubrik med att

⁴⁵ eng. “front-end success”.

⁴⁶ eng. “integration success”.

⁴⁷ Cartwright. Cooper, 1992; Nahavandi & Malekzadeh, 1993; Schweiger & Goulet, 2005.

⁴⁸ Epstein 2005.

diskutera faktorer som påverkar framgången i M&A-processer men som är bortom de inblandades kontroll. Dessa steg är nedan presenterade i kronologisk ordning. De huvudsakliga framgångsfaktorerna i varje steg lyfts ut och andra teoretikers ståndpunkter redovisas i de fall då det ansetts nödvändigt att ytterligare fördjupa Epsteins resonemang. På slutet presenteras Epsteins framgångsfaktorer i en tabell där det även framgår ifall de har stöd i de teorier som presenterades tidigare i den här studien.

3.9.2. Strategisk vision och matchning

Epstein framhåller betydelsen av att en långsiktig strategisk vision ska vara avgörande för beslutet att påbörja ett samgående. Han beskriver att långsiktighet måste få gå före kortsiktiga förbättringar i operationell effektivitet. Epstein betonar särskilt innebörden av att samgåendet görs i syfte att uppnå ”äkta” tillväxt och inte för att slå ut fasta kostnader och banta organisationen. Samgåenden bör således alltid ha i syfte att uppnå tillväxtsynergier, oavsett var synergierna är tänkta att uppstå; geografisk expansion, ökad kunskap eller förbättrad produktmix.

Epstein menar att oavsett inom vilket området synergierna är tilltänkta är en strategisk passform mellan de samgående företagen en nödvändig förutsättning. Han framhåller även att de involverade företagen måste se till att synergierna överväger de potentiella kostnaderna och förlusterna av samgåendet.

Efter att den strategiska passformen utvärderats och fastställts understryker Epstein att det måste säkerställas att de involverade företagen är kompatibla att sammanföras i termer av kultur, system och processer. Han menar att aspekten hur integreringsbara två företag är måste ges en tidig och avgörande roll i M&A-processen. Epstein beskriver dock inte hur detta ska säkerställas på ett närmare sätt än att integreringsmöjligheten bör utvärderas på många nivåer i företaget. För att klargöra området vänder vi oss istället till Tetenbaum som i sin teori gått betydligt djupare.

Tetenbaum beskriver i synnerhet betydelsen av att utvärdera den kulturella passformen mellan företagen för att bedöma sannolikheten av en senare lyckad integrering. Hon definierar kultur som den arbetskultur som präglar de båda företagen; kärnvärden, ledarpersoner, konflikthantering, beslutsfattning etc. Tetenbaum kallar denna kulturella utvärdering för ”Provide input into Go-No Go Decisions” därför att hon menar att utvärderingen bör ligga till grund för beslutet ifall M&A-processen ska fortsätta (Go - No go). Hon poängterar vikten av att involvera HR-expertis tidigt i processen innan en avsiktsförklaring för affären finns på bordet. Hennes huvudpoäng är att den kulturella utvärderingen ska vara en avgörande beslutsgrund för om processen ska gå vidare till nästa steg eller om ett nytt företag behöver letas fram.

Vikten av en tydlig och rationell strategisk vision belyses även av Gadiesh et. al som menar att integreringsförsök av två företag som inte delar en strategisk vision är den

vanligaste orsaken till misslyckanden i M&A-processer. Vidare anser Marks och Mirvis precis som Epstein att en strategisk passform mellan företagen är avgörande⁴⁹. Även annan forskning tyder på att majoriteten av alla misslyckade samgåenden beror på att initieringen av samgåendet skett med fokus på operationella och finansiella aspekter men utelämnat strategiska och organisatoriska faktorer som till exempel kultur.⁵⁰

Framgångsfaktorer:

- Långsiktig tillväxtstrategi framför besparingsåtgärder.
- Möjligheten att integrera som beslutsgrund.

3.9.3. Finansiellt upplägg

Epstein lägger fokus på två aspekter beträffande affärens finansiella upplägg: prispremien och finansieringsmetoden. Han menar att sättet på vilket affären finansieras beror på många olika faktorer, exempelvis redovisningseffekter och skatt, men att det inte påverkar framgången av sammangåendet på ett avgörande sätt. Epstein menar dock att ett alldeles för högt pris ofta betalas vid M&A-affärer vilket gör att kostnaden överstiger fördelarna och processen alltså blir misslyckad. Gadiesh Et al. fördjupar detta resonemang och finner att roten till de konsekvent överdimensionerade prispremierna beror på en överdriven värdering av förvärv och deras potentiella synergier. McLaughlin⁵¹ beskriver därtill att investeringsbankerna har incitament att övervärdera synergiberäkningarna i syfte att driva igenom affären.

Framgångsfaktor:

- En realistisk synergiberäkning.

3.9.4. Due dilligence

Epstein förklarar att det är viktigt med en noggrann due dilligence efter det att kandidaten för samgåendet valts. Han betonar även vikten av att ha kompetenser inom skilda verksamhetsområden då due dilligence utförs. En finansiell besiktning av företagens räkenskaper är viktig men även många icke-finansiella aspekter måste undersökas. Möjligheten att slå samman företagskulturerna samt kompatibiliteten och kompetenserna inom teknologi och personal räknas upp.

Epstein betonar särskilt vikten av en kulturell due dilligence och säkerställandet av att organisationernas kulturer faktiskt kan integreras effektivt. Han räknar specifikt upp uttalade värderingar på företaget, chefernas ledningsstil samt vilken typ av kunder företaget har som viktiga aspekter i utvärderingen av företagskultur. Det bör även

⁴⁹ Marks, Mirvis, 2001.

⁵⁰ Biljsma-Frankema, 2001.

⁵¹ McLaughlin, 1990.

tilläggas att en särskild tyngd enligt Marks och Mirvis bör läggas på att utvärdera ledningen för att på så sätt förstå vilka värderingar som finns på företaget.

Epstein konstaterar slutligen att det kan vara brister i både den finansiella företagsbesiktningen och den av mjukare organisatoriska faktorer som orsakar misslyckanden i M&A-processer.

Framgångsfaktor:

- Due dilligence av icke finansiella faktorer, bl.a. kultur.

3.9.5. Planering inför integrering

Epstein framhåller att det är omöjligt att nå framgång i en integreringsprocess utan omsorgsfullt planeringsarbete. En noggrann planering av integreringen bör enligt Epstein starta så snart affären är avslutad. Under planeringsprocessen ska beslut fattas angående vilka som ska leda integreringsarbetet, hur det ska struktureras samt vilken tidsplan som ska gälla. Epstein betonar särskilt betydelsen av att fördela rollerna och att komplettera tidsplanen med delmål på både kort och lång sikt för vad som ska uppnås i integreringsprocessen. Delmålen för integreringen används för att senare under integreringsfasen kontinuerligt kunna säkerställas att integrationen går åt rätt håll.

Epstein skriver att man under integrationsförberedelsen även ska utveckla kommunikationsmetoder samt informera hela organisationen om dessa och se till att de implementeras. Han framhåller vikten av att förbereda för en tydlig kommunikation med intressenter men även av att internt vara tydlig över hur enskilda roller och beslutfattningsstrukturen kommer att påverkas av M&A-processen. Det måste vara klart på både det förvärvade och förvärvande företaget exakt hur den slutliga beslutsfattningshierarkin kommer att se ut.

Framgångsfaktorer:

- Tidig och detaljerad planering av integreringen.
- Planering av kommunikationen.

3.9.6. Integrering

Epstein konstaterar att företag ofta förstör samgåenden genom dålig integrering men att företag är väl positionerade för att integreras framgångsrikt ifall ovanstående steg utförts korrekt. Integreringsplanering är som ovan framförts viktigt, men även själva utförandet måste vara effektivt för att uppnå positiva sluteffekter. Ett korrekt utförande beskrivs av Epstein som att alla delar av organisationen integreras i ett högt tempo. Snabbhet i integreringen är således viktigt. Integreringens framåtskridande ska kontinuerligt stämmas av gentemot tidsplanen och uppsatta delmål.

Epstein menar vidare att konkurrenter under denna fas ofta söker utnyttja att företag riktar sin fokus internt på den egna organisationen. Det är därför viktigt att hålla en intensiv kommunikation med kunderna och övriga intressenter för att säkerställa att de inte drabbas av osäkerhet och bli ett lovligt byte för konkurrenter.

Framgångsfaktorer:

- Snabb integrering.
- Effektiv kommunikation med kunder och anställda.

3.9.7. Externa faktorer

Avslutningsvis diskuterar Epstein ett antal omvärldsfaktorer som trots att de är relativt förutsebara i vissa fall ignoreras av de involverade företagen i M&A-processen. Faktorerna kan exempelvis vara förändringar i konjunktur, ränteläge, konsumentbeteende eller politiskt klimat. Epstein förklarar att i ett starkt ekonomiskt klimat kan ett samgående framstå bättre än vad det faktiskt är medan det motsatta förhållandet gäller i ett svagt ekonomiskt klimat. Detta understryker att parametrar som till exempel aktiepris är dåliga indikatorer att mäta framgången i M&A-processer med. Externa faktorer är dock inte av större relevans för studien då de är bortom de inblandades kontroll.

3.10. Sammanfattning av Epsteins framgångsfaktorer

Nedan presenteras en sammanfattning av de framgångsfaktorer som utrönts ur Epsteins teori. Tabellen illustreras även hur väl förankrade de enskilda framgångsfaktorerna är i de teorier som presenterades tidigare i den här studien.

	Epstein 2005	DiGeorgio 2002	Marks & Mirvis 2001	Gadiesh Et al. 2001	Tetenbaum 1999
Långsiktig strategi	★		★	★	
Integrering som beslutsgrund	★	★	★		★
Realistisk synergivärdering	★		★	★	
Due dilligence av "mjuka" faktorer	★	★	★		★
Effektiv kommunikation	★	★		★	★
Tidig integreringsplan	★	★	★		★
Snabb integrering	★			★	★

4. Empiri

Detta avsnitt inleds med en presentation av fallstudieföretaget och vilka observationer som gjorts av dess affärsmodell. Efter detta följer en redovisning av resultatet från intervjuerna och vad som observerats under fallstudietiden.

4.2. Schwartz Heslin Group

SHG:s affärsmodell bygger på att erbjuda både de tjänster som vanligtvis förknippas med investeringsbanker och de som förknippas med strategiska rådgivare. Visionen när SHG grundades år 1985 var att på detta sätt erbjuda en tjänst som omfattade hela M&A-processen. Företaget har idag 18 anställda som är uppdelade på två team som är specialiserade inom investeringsbanksverksamhet respektive strategisk rådgivning. Samtliga anställda är seniora och har lång erfarenhet från chefspositioner och stora investeringsbanker. SHG har genomfört över 530 projekt världen över och har förutom hemmamarknaden i Nordamerika även närvaro i Europa och Asien.

Idén föddes hos grundaren Robert W. Schwartz efter att han innehaft olika chefspositioner på andra företag. Han lade märke till att de investeringsbanker som han anställde hade omfattande kunskap om kapitalmarknaden och hur man genomför affärer men inte någon aning om hur företag faktiskt fungerar. De konsulter han stötte på hade å andra sidan god kunskap om operationell verksamheten och strategi men bristande kunskap om kapitalmarknadernas funktion. Hans erfarenhet var att stora företagsbeslut nästan alltid krävde kunskap från båda dessa affärsområden och han såg ett stort problem i att man varit tvungen att ta in separata aktörer som inte hade någon förståelse för varandras verksamhet. Ofta kom de rent av med konflikterande råd, berättar han. Han fick därför idén att brygga kunskapsgapet mellan verksamhetsområdena genom att samla dessa i ett företag. SHG har därför idag anställda med både finansiell bakgrund (främst från investeringsbanker), och strategisk eller operationell bakgrund (dvs. från operativa eller strategiska chefsposter eller konsultuppdrag). Att profilera sig som både investeringsbank och strategisk rådgivare tycktes även vara typisk för de andra identifierade holistiska investeringsbanker.

SHG:s affärsmetod vid M&A-processer ser i korthet ut på följande sätt. I en inledande fas lär SHG känna klienten genom en omfattande analys av verksamheten. Klienten strategiska inriktning analyseras samtidigt som utvärderingskriterier för potentiella samgåendeföretag tas fram. Efter detta gör SHG en genomlysning av potentiella marknader och företag. Kriterierna för utvärdering som utarbetades i den tidigare strategifasen appliceras nu på potentiella företag som kunden kan förvärva. Kriterierna för utvärdering tas delvis fram tillsammans med klienten, men SHG har vissa kriterier som alltid används vid bedömning. Särskilt kulturella aspekter utvärderas.

När ett samgåendeföretag valts ut påbörjar SHG beräkningen av synergieffekter på basis av klientens strategiska inriktning. Så fort en avsiktsförklaring finns på bordet börjar SHG dessutom förbereda inför integreringen. Efter att detta gjorts följer en due diligence av det företag som valts ut. SHG säkerställer här att den information som fått är korrekt samt att de synergier som beräknats sannolikt kan realiseras i en senare integrering av företagen.

Ifall due dilligencen ger grönt ljus förhandlar SHG de slutgiltiga villkoren för avtalet. SHG saknar resurser för att själva erbjuda finansiering till sina kunder utan har istället samarbeten med andra finansiera aktörer. I denna del av processen behövs ofta även legal expertis, även detta löser SHG genom att konsulterna externa jurister. Parallellt med förhandlingsfasen gör SHG de slutgiltiga prepareringarna inför den efterföljande integreringen. Efter att affären är avslutad påbörjas integreringen som SHG leder på en strategisk nivå.

Flera ledande personer på SHG understryker tydligt att företaget bara är involverade i den praktiska integreringen på en strategisk nivå. SHG är således inte involverade i integrationen på lägre nivåer i företaget, exempelvis IT- och revisionssystem. Integreringen på en strategisk nivå innefattar exempelvis strategier kring de båda företagens expansion, marknadsföring, nuvarande produktmarknader och liknande. Anledningen till att SHG endast arbetar med den strategiska integrationen förklaras med att det är denna del som är avgörande för processen som helhet. Det är förståelsen för kompatibilitet på en strategisk nivå som är avgörande för att välja rätt förvärvsobjekt, menar man.

4.3. Personal med strategisk kompetens

Ungefär hälften av personalen på SHG har bakgrund inom strategisk eller operationell konsulting och företagsledning medan andra halvan har finansiell bakgrund. Detta motiveras med att denna kunskap krävs för att säkerställa att ett förvärv är kompatibelt ur strategisk synpunkt och att sådan kunskap är viktigt för att kunna förstå hur företag faktiskt fungerar och därmed göra en bättre analys av deras värde och bättre kunna hitta passande förvärv åt klienter.

Det framgår ur observationer och intervjuer att SHG påbörjar M&A processen med att försöka förstå vilket syfte som klienten vill uppnå. Personal med strategisk erfarenhet skickas till klientföretaget för att utvärdera den nuvarande strategin och se ifall ett förvärv faktiskt kan uppnå de mål som klienten eftersträvar. Det görs även en analys av ifall inte dessa problem skulle kunna lösas på enklare sätt. En respondent beskriver SHG:s metod i början av en M&A-process med tre steg; (1) analysera klientens strategi, är nuvarande strategi korrekt och passar ett förvärv i strategin (2) utvärdera potentiella alternativ att förvärva (3) undersöka klientens möjlighet att integrera ett eventuellt uppköp.

Många respondenter på SHG påpekar den stora vikten av att en M&A-process måste passa i klientens övergripande strategi och medföra en strategisk utveckling. De beskriver att SHG i ett tidigt stadium försöker undersöka detta genom att se ifall ett förvärv skulle kunna medföra några synergier för klienten. Bättre marknadstillträde, kostnadsbesparingar, tekniksamarbete och marknadsföringskompatibilitet räknas upp som exempel på potentiella synergier.

Det framgår att det är de i personalen som har strategisk och operationell bakgrund som är de huvudsakligt ansvariga för den strategiska utvärderingen i inledningen av M&A-processen. De arbetar då med att se till att klienten faktiskt kan få strategisk nytta av samgåendet och lägger enligt egen utsago stor vikt vid att undersöka ifall ett förvärv skulle kunna förbättra klientens strategiska utgångsläge. Om så är fallet utarbetas kriterier för hur ett företag bör vara för att medföra en strategisk fördel för klienten.

En respondent berättar att strategiska överväganden är avgörande i en M&A-process inledande fas och att klienter på strategisk grund ibland avråds från att fortskrida. Som exempel på detta berättar respondenten om ett tillfälle då SHG istället för att framskrida med ett M&A-mandat istället lade fram ett förslag för hur klienten skulle uppnå organisk tillväxt. SHG fick på detta sätt mandat att som strategisk rådgivare utarbeta en plan för organisk tillväxt.

4.4. En tanke på integreringen redan från början

SHG försöker hålla fokus på integreringen redan då potentiella förvärvsobjekt utvärderas. Respondenterna berättar att ett tidigt steg är att det görs en utvärdering av klientföretaget för att säkerställa att företaget har lämplig så kallad infrastruktur, det vill säga att det finns interna resurser som klarar av att hantera integreringsprocessen.

Flera av respondenterna berättar att SHG för en aktiv dialog med klienter så att dessa ska förstå sin egen kapacitet och vilka resurser som krävs för att genomföra en M&A-processen samt vad en senare integreringen kan medföra för utmaningar, exempelvis nedläggningar eller omstruktureringar. En anställd berättar att bedömningen främst görs genom samtal med klientens ledning och genom en granskning av klientens finanser, strategi, företagskultur och operationella system. Samma person betonar att det trots gedigna förberedelser aldrig går att med säkerhet garantera att ett förvärv kommer att lyckas men att man kan göra mycket för att minska andelen som misslyckas. En undersökning av integreringsmöjligheten är första steget för att säkerställa att de inblandade företagen ska kunna kapitalisera på förvärvet, säger han.

På frågan ifall SHG någon gång avrått en klient från att genomföra ett förvärv på grund av potentiella integrationssvårigheter svarar en högt uppsatt chef att SHG det inte alls är ovanligt att så sker. Om det inte kommer att gå att sammanföra företagen på en strategisk och organisatorisk nivå så händer det att potentiella förvärv avråds och parterna lämnar förhandlingsbordet, berättar han vidare. Samma person pekar på

att detta tydligt syns i SHG:s statistik. Medan investeringsbanker genomför runt 70 procent av affärerna som de har mandat för så dem är motsvarande siffra för SHG mellan 40 och 45 procent.

Ifall SHG bedömer att en klient har möjligheterna att integrera ett förvärv så fortskrider företaget med att även vid sökningen av kandidaterna utvärdera dessa utifrån hur väl de skulle kunna integreras i klientens organisation. Personal med strategisk kompetens skickas då till potentiella förvärvskandidater för att göra en bedömning. Flera respondenter tillägger dock att det är problematiskt att i ett så tidigt stadie uppskatta hur pass integreringsbara potentiella förvärv är. Ofta är det svårt att få tillgång till tillräcklig information om aspekter som arbetsrutiner, kunder och företagskultur, och även om man får det så är det svårt att göra en snabb uppskattning, menar man. Trots att SHG har vissa personer med väldigt stor expertis inom just detta så är det svårt att göra en snabb och tillförlitlig bedömning. SHG försöker dock alltid göra ett urval utifrån integreringsmöjligheten även om detta involverar många uppskattningar, berättar en respondent.

Som ofta påpekar många på SHG att företaget vid dessa utvärderingar endast arbetar på en strategisk nivå och ser till så att bland annat strategier, ledningskultur och beslutsstrukturer är kompatibla. SHG saknar alltså resurser och kompetens för att undersöka hur väl mer praktiska aspekter av två företag går att integrera som till exempel dess it-system och enskilda processer.

Samtliga respondenter menar att SHG är lämpade till att göra en bedömning av den strategiska och kulturell passformen mellan företagen tack vare den sin erfarenhet av hela M&A-kedjan. En av cheferna på SHG säger att det som särskiljer företaget är en personal med väldigt stor operationell erfarenhet. Denna har SHG stor användning för vid identifieringen av potentiella kandidater och vid bedömningen av vilka strategiska effekter ett förvärv av dessa kan få samt hur väl de kan integreras i klientens organisation, menar han.

4.5. Beräkning av synergier

Flera respondenter på SHG understryker att investeringsbanker vanligtvis saknar incitament att göra realistiska synergiberäkningar på grund av de inte behöver ansvara för utvinnandet av dessa efter det att affären är genomförd. Investeringsbankerna får betalt när affären är avslutad och har sällan eller aldrig någon delaktighet eller intresse i integreringen då synergier ska realiseras. Enligt flertalet respondenter på SHG medför de vanliga investeringsbankernas arbetssätt att synergiberäkningarna som ligger till grund för affären överskattas för att lättare kunna driva genom affären.

En av cheferna på företaget framhåller att SHG:s involvering i hela M&A-processen innebär ett ansvar för att faktiskt kunna realisera de synergiberäkningar som ligger till grund för affären. Han menar därför att SHG endast har incitament att grunda

affären på synergiberäkningar de faktiskt tror är möjliga att realisera i integreringsfasen.

Samma chef framhåller att SHG:s delaktighet i hela M&A-processen innebär att SHG avlägsnar den felande länken som uppstår då synergiberäkningarna som investeringsbankerna gjort i början av processen måste utvinnas av konsulter i ett senare skede. Ibland håller konsulterna inte med investeringsbankerna om de synergier som beräknats vilket innebär att beräkningarna måste göras om. SHG har använder dock samma potentiella synergier som mål under hela M&A-processen.

4.6. Företagskultur och organisatorisk fit

SHG har ingen omfattande HR-kompetens och är i regel inte inblandade i personalfrågor under integreringen. När så sker rör det sig om rådgivning kring anställning/avskedning av någon på exekutiv nivå eller sådana personalfrågor som är av strategisk betydelse. Som exempel ges hantering av konflikter i ledningsgruppen och nedskärningar.

I en förvärvsprocess som drivs av SHG diskuteras "mjuka värden" väldigt tidigt i processen. Flera respondenter menar att företaget är betydligt bättre lämpat än andra investeringsbanker att göra trovärdiga bedömningar av arbetskultur och liknande "mjuka" faktorer tack vara personalens operationella bakgrund. När väl ett specifikt förvärv identifierats skickas personal med operationell bakgrund dit för att noggrant undersöka bland annat företagskulturen och hur väl denna passar klienten. En av cheferna på SHG säger att ett av företagets absolut största konkurrensfördelar är att kunna göra en djup och trovärdig due dilligence som innefattar både företagets räkenskaper och dess strategi samt i synnerhet företagskultur.

Respondenterna beskriver upprepade gånger hur SHG analyserar potentiella förvärv utifrån kulturell passform. Ur en strategisk synvinkel handlar detta om att fokusera på ledningspersonerna. En ledande person på SHG säger att företags ledningspersoner har en viktig kulturell roll och sätter stark prägel på kulturen i företagen som de anställda sedan följer. På grund av detta präglas arbetet med den kulturella analysen av möten med de högst uppsatta på båda företagen. Det framgår att den kulturella utvärderingen av ett identifierat förvärv främst görs i samtal med ledningen men personer på SHG framhåller att man även förhör sig om kulturen bland de anställda och vilka värderingar som finns på bolaget samt utvärderar vilken typ av kunder som företaget arbetar med.

Angående vilken vikt som ges företagskultur går dock åsikterna på SHG isär. Främst personal med strategisk eller operationell bakgrund anser att företagskultur kan vara avgörande vid integreringen medan de med finansiell bakgrund oftast menar att kulturen i sig aldrig är den avgörande faktorn ifall ett samgående lyckas. Vikten av en välordnad integrering av kultur framhålls dock av dem som anser att kulturen i sig inte är viktig som ensam faktor. Det är viktigare med bra procedurer för att integrera

kulturerna snarare än att hitta ett företag med en kultur som verkar vara så snarlik som möjligt, säger en av respondenterna.

4.7. Planering av integreringen

Samtliga respondenter på SHG betonar betydelsen av att starta integreringsplaneringen så tidigt som möjligt. Efter att potentiellt företag identifierats startar SHG arbetet med en plan för hur den praktiska integreringen ska utföras. Integreringsplanen utvecklas sedan tillsammans med klientföretaget och blir allt mer detaljerad i takt med att processen fortskrider. När affären är i slutet av förhandlingsfasen är integreringsplanen komplett och innehåller information om vem som ska göra vad och när det ska göras.

En ytterligare del av integreringsplanen består av en tidsplan med lång- och kortsiktiga mål. Exempelvis kan ett mål vara att utvinna en viss mängd synergier genom att slå ihop två avdelningar ett bestämt antal månader efter att integreringen påbörjats. Samma person förtydligar att hela det finansiella rättfärdigandet av affären äventyras om tidsplanen inte hålls och målen inte uppfylls.

4.8. Snabbhet eller noggrannhet

På frågan om snabbhet i integreringen är av betydelse går åsikterna isär bland de anställda på SHG. Vissa anser att snabbhet är väldigt viktigt medan andra knappt ser några fördelar alls i det. Majoriteten av respondenterna tycks dock vara ense om att snabbhet i integreringen är sekundärt i förhållande till att integreringen följer tidsplanen och görs på rätt sätt. Detta tycks vara den inställning som avspeglar sig i SHG:s arbetsmetod.

Integreringen består som ovan beskrivits av både lång- och kortsiktiga mål. Respondenterna är överens om att det är det viktigare att målen uppnås i rätt ordning än att snabbheten i integreringen ökar och eventuellt sker på målens bekostnad.

En högt uppsatt chef berättar att SHG anpassar betydelsen av en snabb integrering utefter den individuella M&A-processen. Han berättar att en M&A-process då ett företag är i dåligt finansiellt skick kan kräva snabba beslut medan tiden har mindre betydelse då det kommer till mer välskötta företag.

4.9. Kommunikation.

Flertalet respondenter framhåller att SHG lägger stor vikt vid att framhäva betydelsen av en rak och snabbt kommunikation i rådgivning med klientföretaget. SHG betonar särskilt vikten av kommunicera med de anställda under integreringsfasen för att undvika en känsla av osäkerhet och förvirring. Flera respondenter berättar också att klienten ofta ges rådet att kommunicera snabbt. Anledningen till detta är att ifall

kommunikationen om hur integreringen fortskrider går långsammare än själva integreringsarbetet kan osäkerhet och frustration bland de anställda uppstå, berättar en person på SHG.

SHG är dock inte själva direkt involverade i den praktiska utformningen av kommunikationen under M&A-processen. Företaget har inga anställda med erfarenhet inom exempelvis mediekommunikation eller PR och skräddarsyr inga praktiska kommunikationslösningar till klientföretaget.

Det framgår att SHG:s kommunikationsarbete är begränsat till att hjälpa sina klienter att på strategisk nivå utforma en plan för vad som ska kommuniceras, vem som ska träffas av kommunikationen samt när detta ska ske. En ledande person på SHG beskriver företagets roll inom kommunikationsrådgivningen som att se till att klientföretagets ledning förstår hur viktigt det är med kontinuerlig kommunikation och därefter tillsammans med klientföretaget utforma en kommunikationsplan enligt ovan.

En av cheferna på SHG betonar att kommunikationen är det viktigaste verktyget för att säkerställa att de anställda på företaget förstår anledningen till varför M&A-processen genomförs samt arbetar mot gemensamma mål. För att säkerställa detta menar han att det måste finnas en plan för att till de anställda kommunicera varför M&A-processen sker, vilken roll varje enskild anställd kommer att få och vilka de långsiktiga effekterna blir.

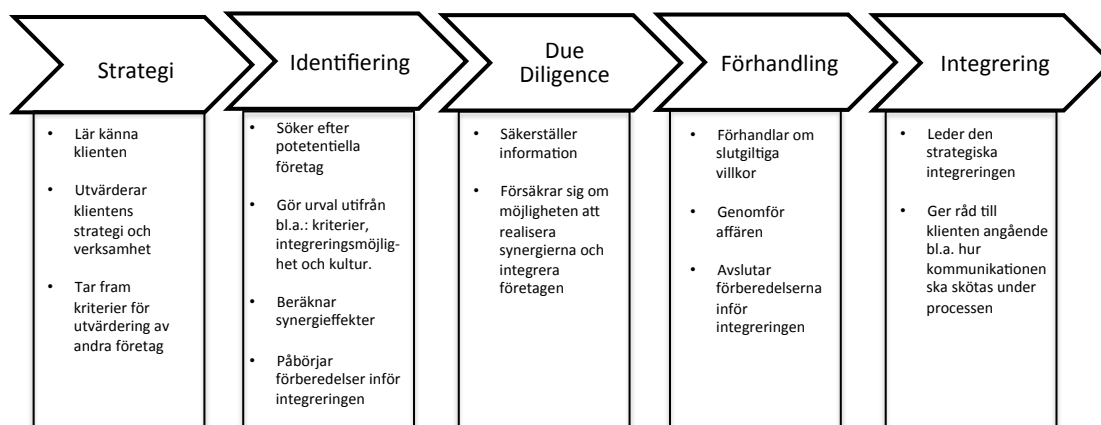
5. Analys

Detta avsnitt inleds men en illustration av fallföretagets verksamhet i olika faser av M&A-processen. Därefter görs en djupgående analys av fallföretagets affärsmodell och arbetsmetod utifrån de sju framgångsfaktorerna som togs fram i teorin.

5.1. SHG som en holistisk investeringsbank

SHG är involverade i hela M&A-processen - från strategiutvärderingen i starten till integreringen i slutet. SHG stämmer således väl in på studiens definition av en holistisk investeringsbank. Företaget profilerar sig som både investeringsbank och strategisk rådgivare vilket även tycks typisk för andra observerade holistiska investeringsbanker.

För att underlätta följande analys av SHG:s affärsmodell presenteras nedan en förenklad version av vad SHG arbetar med i respektive fas av Galpin och Herndons modell av M&A-processen.



5.2. Framgångsfaktor: Långsiktig strategi

SHG:s första steg i en M&A-process är att analysera strategiska frågor. Företagets tidiga fokus på strategifrågor överensstämmer med Epsteins teori om att själva beslutet om en M&A-process ska baseras på en långsiktig strategi för tillväxt. Tack vare SHG:s specialisering inom strategisk rådgivning kan en trovärdig och omfattande strategisk utvärdering av ett potentiellt företag göras i enlighet med Epsteins beskrivning.

Epstein understryker i sin teori att många M&A-processer felaktigt baseras på kostnads- och effektiviseringsbesparingar istället för på strategisk tillväxt. SHG har personal med strategisk och operationell bakgrund vilket möjliggör en välgrundad analys av strategiska tillväxtsynergier. Synergier för tillväxt kräver en mer strategisk förståelse jämfört med kortsiktiga kostnadssynergier som snarare kräver en mer omfattande finansiell förståelse. Marks and Mirvis menar att ett sådant fokus på långsiktig strategi ofta avgjort att förvärv blivit framgångsrika.

Personalsammansättningen på SHG skiljer sig gentemot vanliga investeringsbanker där majoriteten av de anställda har en renodlad finansiell bakgrund. Då SHG även har erfarenhet av strategisk integrering är det möjligen också lättare för dem att i ett tidigt stadium av M&A-processen identifiera potentiella tillväxtsynergier. Trots att SHG har en tydligt strategisk fokus och kompetens görs det ingen tydlig prioritering av strategiska tillväxtsynergier över besparingssynergier på det sätt som Epstein vill se.

SHG skiljer sig vidare genom att lägga fokus på att förstå klientens bakomliggande syfte med samgåendet. På det sättet kan SHG avgöra om ett samgående ur en strategisk synpunkt är det bästa för klienten. Det framstår som att SHG har ett tydligare fokus på klientens bästa jämfört med en vanlig investeringsbank. Det tydligaste exemplet på detta är att en investeringsbank genomför en transaktion till varje pris vilket inte är fallet för SHG. Det händer att SHG avråder klienter från att fortsätta med en M&A-process trots att SHG redan fått mandat till att genomföra den, istället ges råd som om att till exempel fortsätta växa organiskt.

Gadiesh Et al. understryker i sin teori att en grundläggande strategisk förståelse och förmågan att förankra ett samgående i en strategisk tillväxtplan är de främsta egenskaperna för att processen som helhet ska bli framgångsrik. Detta visar att SHG:s omfattande kompetens inom just strategi är en viktig fördel i M&A-processen som helhet. Å andra sidan har investeringsbankerna vanligtvis en stor styrka i att kunna tillhandahålla finansiering och därigenom säkerställa att den strategiska tillväxtplanen har finansiell uppbackning. SHG saknar på grund av sin begränsade storlek möjligheten att tillhandahålla finansiering på egen hand och söker uppväga detta genom att ha starka finansiella samarbetspartners. Oförmågan att egenhändigt kunna säkra finansiering är en stor svaghet för SHG men knappast en effekt av deras affärsmodell utan snarare av deras storlek.

Sammantaget har SHG en stor fördel i förmågan att kunna göra trovärdiga strategiska analyser och säkerställa en strategisk hållbarhet i klienters M&A-aktivitet. Ingen tydlig prioritering görs dock i strid mot Epsteins rekommendationer av tillväxtsynergier över besparingssynergier. Däremot tycks SHG:s affärsmodell ha fördelar vid identifieringen av just långsiktiga tillväxtsynergier. Detta är enligt Marks och Mirvis avgörande för framgång. SHG tycks dessutom ha incitament att avråda klienter från att gå in i potentiellt strategisk negativa M&A-processer.

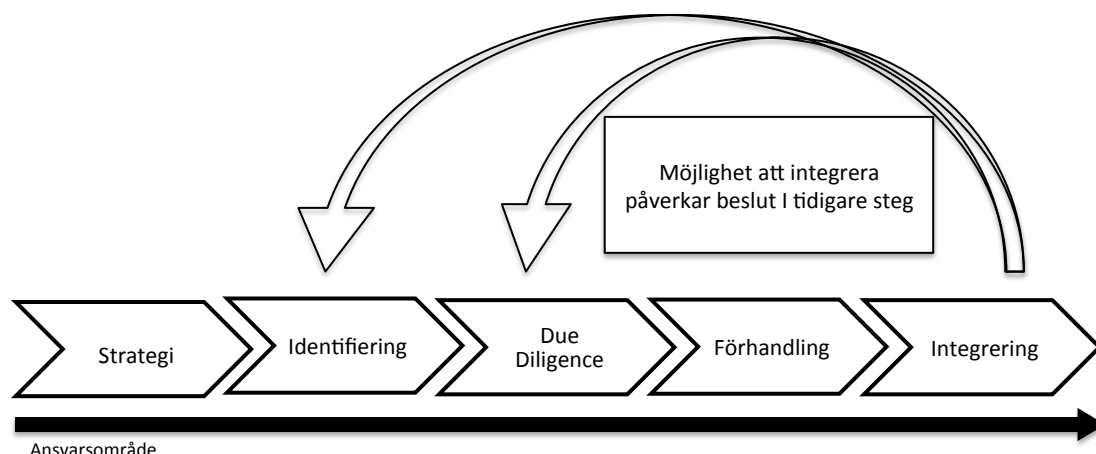
5.3. Framgångsfaktor: Integrering som beslutsgrund

Epstein skriver att möjligheten till en integrering av ett potentiellt förvärv ska ha avgörande betydelse vid M&A-beslut. Hans teori ger dock ingen större ledning i frågan än att integreringsmöjligheten bör utvärderas på olika nivåer i företaget. Betydligt djupare analys på området möjliggörs däremot genom Tetenbaums teori.

SHG utvärderar tidigt sannolikheten att praktiska kunna integrera företagen vilket Tetenbaum betonar som mycket viktigt. Detta sker både genom analyser av klientens egen kapacitet och av enskilda potentiella förvärv. Att företagets personal delvis har strategisk och operationell erfarenhet medför enligt Marks och Mirvis att de är väl lämpade för att se till att företagen faktiskt går att integrera. SHG:s mer diversifierade personal botar med andra ord det finansiella tunnelseende som Marks och Mirvis nämner i sin teori.

Problemområden som skulle försvåra integreringen kan tack vare detta upptäckas i god tid och påverka M&A-beslutet. SHG tar sig inte ann en M&A-process där de inte anser att det finns goda möjligheter för att genomföra en framgångsrik integrering av företagen och i vissa fall kan integreringsproblemen uppskattas vara så stora att SHG ger klientföretaget rådet att lämna processen. Det framgår att SHG driver M&A-processer vidare i en betydligt mindre andel av de fall som de har mandat för än ordinarie investeringsbanker. Detta är ett tydligt tecken på att SHG:s involvering i integreringen medför att integreringsmöjlighet ges avgörande betydelse vid beslutsfattandet om M&A. Att faktiskt ta beslut där integreringen ges avgörande

betydelse innebär enligt Tetenbaum ett viktigt steg mot framgångsrika M&A-processer.



SHG:s tidiga fokus på integrering har dock även begränsningar. Ibland finns inte information angående exempelvis arbetsrutiner, kunder och företagskultur tillgängligt i början av processen. Anledningen till detta kan vara exempelvis att två konkurrenter ska gå samman och det ena företagen inte vill släppa iväg information tidigt i processen. På grund av detta måste ibland integreringsmöjligheten uppskattas utifrån kvalificerade gissningar vilket underminerar dess värde som beslutsgrund.

Vidare tycks SHG sakna kompetenser som både Epstein och Tetenbaum beskriver som viktiga. SHG har bara kompetens att utvärdera företag på en strategisk nivå men inte på en mer detaljerad nivå som till exempel enskilda system och processer. Företaget utvärderar exempelvis företagets kultur på ledningsnivå men har inte kompetens att gå djupare i företagshierarkin. Detta är inte tillräckligt enligt Epstein som framhåller att utvärderingen bör ske på flera nivåer i företaget. SHG har inte heller någon omfattande HR-kompetens på det sätt som Tetenbaum vill se.

Sammanfattningsvis tycks SHG:s involvering i integreringsfasen innebära att företaget ser integreringsmöjligheter som ett avgörande kriterium vid sökandet efter potentiella förvärv. Personalstyrkans diversifierade bakgrund är en stor fördel men SHG saknar tillräckligt djupgående kompetens och resurser för att genomföra en helt tillfredställande undersökning av integreringsmöjligheterna. Det bör även noteras att uppskattandet av integreringsmöjligheten ofta är väldigt osäker även på de områden som SHG har kompetens inom.

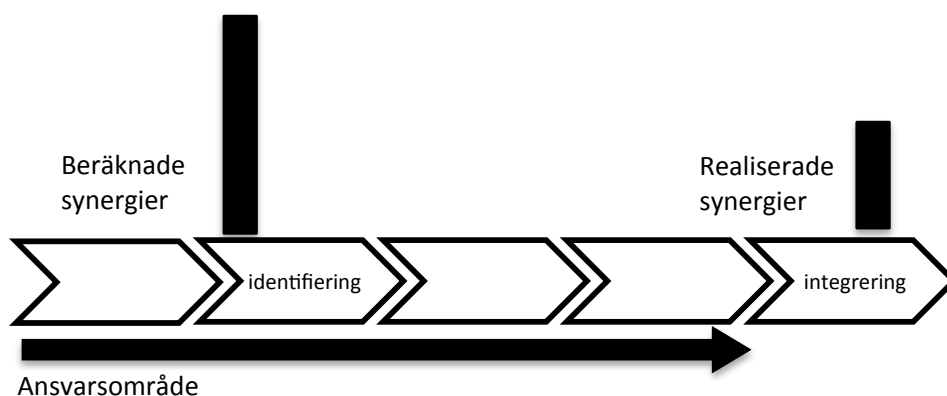
5.4. Framgångsfaktor: Realistisk synergiberäkning

Till skillnad från vanliga investeringsbanker ansvarar SHG för att de synergier som beräknats i början av M&A-processen faktiskt realiserar i den senare integreringsprocessen. McLaughlin⁵² beskriver i sin forskning att investeringsbankers

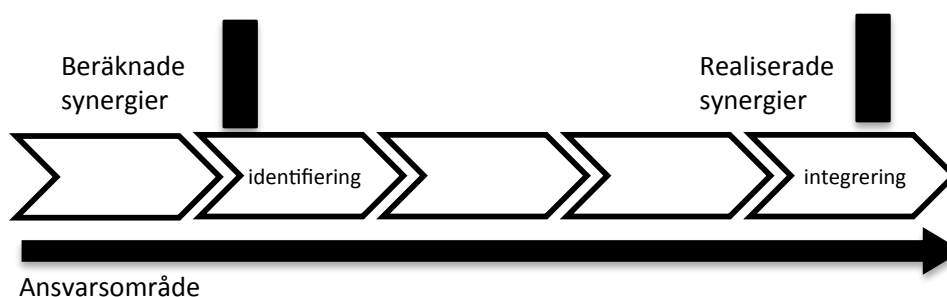
⁵² McLaughlin, 1999.

frikoppling från integreringen medför att de får incitament att ”blåsa upp” förväntade synergier i syfte att driva igenom affären. Investeringsbankerna saknar således incitament att förankra synergiberäkningarna och försäkra sig om att de faktiskt går att realisera i praktiken. I motsats till investeringsbankerna har SHG tydliga incitament att beräkna realistiska synergier genom det fortsatta ansvaret under integreringsfasen. Detta illustreras i modellen nedan.

Incitament till överdriven synergivuppskattning



Incitament till realistisk synergivuppskattning



SHG:s involvering i hela M&A-processen medför alltså incitamenten för att genomföra realistiska synergiberäkningar. Gadiesh Et al. påpekar att det är just uppblåsta synergiberäkningar som gett upphov till att så många M&A-processer överbetalats. Den felande länken som uppstår då investeringsbanker lämnar över ansvaret och integreringskonsulter genomför nya beräkningar av potentiella synergier försvinner då en aktör sköter hela processen. SHG:s incitament till realistiska synergiberäkningar är således en styrka som beror direkt beror på affärsmodellen som holistisk investeringsbank och den bör innebära en mer rättvis prissättning av M&A-processer.

5.5. Framgångsfaktor: Due diligence av ”mjuka” faktorer

Bland de anställda på SHG går åsikterna isär om kulturens betydelse i samgåendeprocesser. I analysen av den empiriska insamlingen har det gått att urskilja att anställda med omfattande operationell bakgrund lägger mer tonvikt vid kulturella faktorer jämfört med anställda som har finansiell bakgrund. Trots de anställdas skilda åsikter kring kulturens betydelse präglas SHG:s arbetssätt av ett tydligt kulturellt fokus. Processen för due diligence hos SHG präglas i enlighet med Epsteins teorier av en övertygelse att finansiella faktorer inte ska få prioritera ut icke-finansiella dito.

SHG begränsar inte sin due diligence till endast finansiella faktorer utan lägger stor vikt vid i synnerhet en så kallad kulturell due diligence. Hänsyn till kulturella faktorer pekas av Epsteins ut som en viktig del av due diligence-processen. Att en majoritet av de anställda på SHG har en operationell bakgrund ger enligt Marks och Mirvis underlag för en bättre kulturell due diligence.

SHG:s due diligence-process innehåller som Epstein framhöll en utvärdering av kulturella värderingar hos personalen, ledningsstilen hos cheferna samt vilken typ av kunder företaget har. Marks och Mirvis antyder att SHG har en bra prioritering genom att fokusera på ledningen. SHG lägger stor vikt på att utvärdera ledningsförmågan bland cheferna i företaget och har erfarenhet inom säkerställandet att företagets olika arbetskulturer på ledningsnivå går att sammanföra. Även enligt DiGeorgio är det viktigt med fokus på ledningen och kunderna men han vill även se en allmän utvärdering av kulturen på företaget.

Den analys av personalens kulturella värderingar och av kunderna som SHG gör genom att ställa frågor till ledningen är dock knappast tillräckligt och ger föga troligt en realistisk bild. SHG saknar tillräckliga resurser och kompetens för att noggrant analysera personalstyrkan. Ett stort problem med SHG:s fokus på ledningen vid kulturell due diligence är således att kulturella faktorer många gånger kan vara förankrade hos de anställda på lägre nivå i företaget vilket innebär att det är otillräckligt att fokusera på ledningen.

Sammantaget lägger SHG en betydande vikt vid icke finansiella faktorer under due diligence-processen. Den breda operationella erfarenheten bland många av de anställda innebär att företaget är väl lämpat för att analysera även icke finansiella parametrar. Denna möjlighet till mer diversifierad analys kan ses som en konkurrensfördel för SHG. En svaghet kan dock anas i SHG:s oförmåga att göra en djupare analys på lägre nivåer i företag än på ledningsnivå.

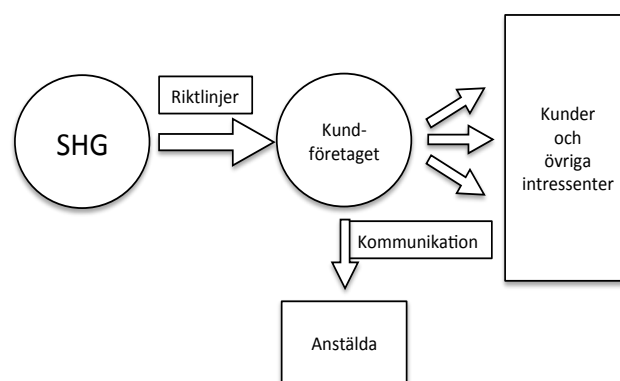
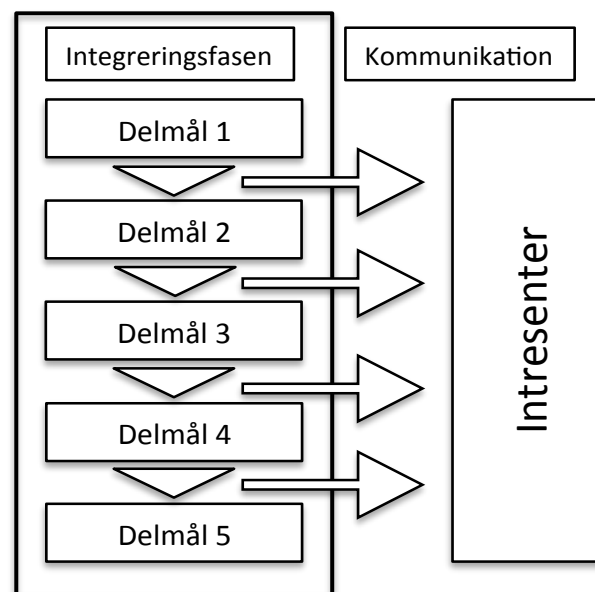
5.6. Framgångsfaktor: Kommunikation

Inställningen på SHG är att kommunikation är mycket viktigt- särskilt till klientens anställda. Kommunikationsrådgivning är således ett givet inslag i SHG:s arbete med klientföretaget. Att SHG:s arbete med kommunikation är begränsat till endast

rådgivning innebär dock att SHG inte kan säkerställa att kommunikationen går tillräckligt snabbt eller når rätt intressenter.

Att SHG inte kan garantera att kommunikationen når de berörda intressenterna innebär en nackdel utifrån Epsteins teori. Företaget saknar möjlighet att själva direkt säkerställa en extern kommunikation till kunderna samt intern kommunikation till de anställda på det sätt som Epstein betonar. SHG framhåller alltså vikten av bland annat direkt kommunikationen till de anställda men måste förlita sig på att klienten själv sköter den faktiska kommunikationen. Således ger SHG klienten råd att göra just det som Epstein beskriver i sin teori, men de kan inte själva säkerställa att så faktiskt sker.

SHG kopplar klientens kommunikation till de delmål som sätts upp för själva integreringen. Ett delmål ska uppnås och kommuniceras innan processen kan gå vidare. Detta blir en sorts kommunikationsplan för klienten och förenklar enligt Epstein denna kommunikation under integreringen. SHG menar själva att det är viktigt att kommunikationen är proaktiv och går snabbt för att undvika osäkerhet eller förvirring hos de anställda i klientföretaget. Att inte kunna säkerställa att kommunikationen nått fram till de anställda försvårar dock den ambitionen och kan medföra att integreringen går onödigt långsamt eller präglas av osäkerhet. Att ingen kontakt sker direkt med klientföretagets intressenter innebär att SHG inte kan säkerställa att de anställda hålls underrättade om hur integreringsprocessen fortskrider. Detta är ett stort problem då Epstein, DiGeorgio, Gadiesh Et al. och till och med SHG själva framhåller betydelsen av att så sker.



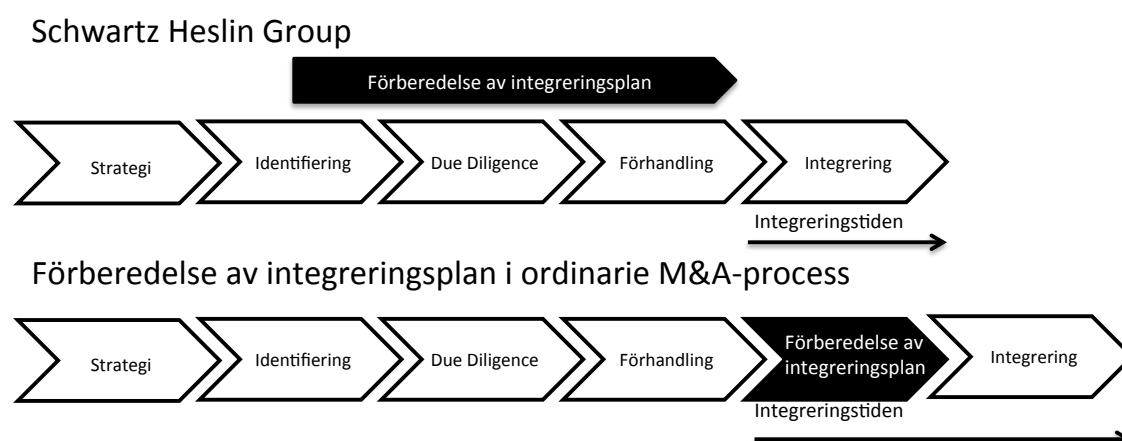
Både Epstein och Gadiesh Et al. att menar att de anställdas uppmärksamhet tenderar att riktas inåt i företaget under integreringsfasen men att ett sätt att motverka detta är att kontinuerligt kommunicera med de anställda och kunderna. SHG:s oförmåga att säkerställa kommunikationen i integreringsfasen innebär enligt båda forskarna att klienten riskerar att tappa kunder och marknadsandelar till konkurrenter.

Sammanfattningsvis förbereder SHG klienten väl för den typ av kommunikation som är viktig enligt teorierna. SHG:s roll avseende kommunikationen är dock begränsad till att ge råd till klientens ledning om vad som är viktigt med extern såväl som intern kommunikation. SHG:s oförmåga att kunna kommunicera direkt med klientföretagets intressenter utgör ett problem givet den stora betydelse som inte minst Epstein fäster vid kommunikation.

5.7. Framgångsfaktorer: Tidig integreringsplan och snabb integrering

Hastighet i integreringen är ett intressant tema då åsikterna i ämnet var både olika och starka på SHG. Den dominerande inställningen och tillika den som präglade företagets arbetssätt var att det är viktigare att integreringen genomförs på rätt sätt snarare än att den går snabbt. Snabbhet anses alltså sekundärt till noggrannhet. Detta skiljer sig från Epstein, Gadiesh et. al och Tetenbaums åsikt som menar att snabbhet är en avgörande faktor i integreringsprocessen.

Den intressanta frågan är dock inte inställningen till snabbhet som faktor utan hur SHG:s affärsmodell faktiskt påverkar integreringshastigheten. Epstein beskriver att en tidig och detaljerad plan underlättar integreringen. Han menar att integreringen ska börja planeras tidigt i förhandlingsfasen och att en färdig plan vid integreringens början är avgörande för integreringshastigheten. SHG tar detta längre och börjar planera långt innan förhandlingsfasen - redan när ett potentiellt förvärv identifieras. Detta är för övrigt i enlighet med Marks och Mirvis åsikt om att påbörja integreringsförberedelserna så fort som möjligt.



SHG:s involvering i hela M&A-processen innebär att det finns möjlighet att påbörja planeringen tidigt för att integreringen ska komma igång och utföras snabbt. Då det är SHG själva som sköter integreringen finns dessutom incitament att utforma en välfungerande och detaljerad integreringsplan som är klar då affären avslutas. Tack vare att SHG börjar planera för den praktiska integreringen så tidigt är rollerna och ansvarsområden tilldelade när integreringen inleds vilket minskar tiden tills

integreringen är avslutad. Detta kan kontrasteras mot situationen då en ordinarie investeringsbank har avslutat en affär och integreringskonsulter påbörjar planeringen. Planeringen blir då en extra tid som fördröjer hela M&A-processen istället för att ha skett parallellt med det tidigare arbete som investeringsbanken gjorde.

Sammanfattningsvis möjliggör SHG:s affärsmodell att planering av integreringen påbörjas redan när ett potentiellt företag identifieras och börjar utvärderas. Då planen är färdig och detaljerad när integreringen inleds kan denna utföras snabbt. Detta i sig är en viktig faktor för att M&A-processen ska bli lyckad. Det faktum att en aktör sköter hela M&A-processen medför således en ökning av integreringshastigheten.

6. Slutsats

I detta avsnitt sammanfattas analysen och slutsatser dras ur studien. Det diskuteras även hur representativa slutsatserna är för andra företag som liknar fallstudieföretaget.

Studiens syfte har varit att analysera affärsmodellen på en så kallad holistisk investeringsbank. Begreppet holistisk investeringsbank definieras i studien som en investeringsbank som deltar i integreringen i slutet av en M&A-process . Arbetsmetoden var en studie på den holistiska investeringsbanken SHG. Denna affärsmodell har analyserats utifrån etablerade framgångsfaktorer för att besvara frågan: *Uppfyller affärsmodellen på en holistisk investeringsbank framgångsfaktorerna för en lyckad M&A-process?*

Sju framgångsfaktorer formulerades utifrån Epsteins teori från 2005. Dessa användes sedan tillsammans med ytterligare stöd från andra teoretiker för att analysera SHG:s affärsmetod. En sammanfattning av analysen åskådliggörs i tabellen nedan.

Långsiktig strategi	SHG har möjlighet att göra en trovärdig strategisk analys och säkra att M&A-aktiviteten följer en långsiktig strategi. Personalen är väl lämpad för att finna strategiska synergier. En tydlig prioritering av dessa framför besparingssynergier saknas dock. SHG har incitament att avråda klienter från strategiskt okloka M&A-processer. SHG har inte möjlighet att egenhändigt erbjuda sina kunder finansiering.
Integrering som beslutsgrund	SHG:s affärsmodell möjliggör att beslut fattas baserat på integreringsmöjligheten. Att göra detta är dock problematiskt och SHG saknar resurser att göra en tillräcklig djup analys av integreringsmöjligheten.
Realistisk synergivärdering	SHG:s fortsatta involvering i integreringen ger företaget incitament till en realistisk värdering av potentiella synergier. Detta gör att M&A-processerna inte blir lika dyra för klienten.
Due dilligence av "mjuka" faktorer	SHG är tack vare sin diversifierade personal väl lämpad till att utvärdera icke-finansiella aspekter. Det saknas dock tillräckliga resurser och kompetens för att göra utvärdering på lägre nivåer än den strategiska.
Effektiv kommunikation	SHG har förståelse för vad som är viktigt i kommunikationen och ger klienten korrekt vägledning. Det är dock en stor brist att företaget saknar kompetens för att själva säkerställa en effektiv kommunikationen under integreringen.
Tidig integreringsplan	Eftersom SHG sköter hela M&A-kedjan kan integreringsplaneringen påbörjas tidigt i processen och löpa parallellt med denna. Detta är en avgörande skillnad mot ordinarie M&A-processer då integreringsplanen ofta utformas först efter affärens avslut.
Snabb integrering	Den tidiga integreringsplaneringen gör att SHG kan påbörja integreringen direkt och därmed skynda på integreringen. SHG prioriterar dock inte snabbhet över att noggrant följa sin integreringsplan.

Alla i studien observerade fördelar beror i grunden på någon av följande två egenskaper på SHG: Att SHG arbetar med hela M&A-processen eller att SHG har strategisk och operationell kompetens. Arbetet med hela M&A-kedjan är i studien själva definitionen av en holistisk investeringsbank och de fördelarna som bottnar i detta bör därför anses vara relativt representativa även för andra holistiska investeringsbanker.

Den strategiska och operationella kompetensen däremot tyck vara en indirekt följd av SHG:s fortsatta involvering i integreringen. Det har framgått att strategisk och operationell kompetens är vital för SHG:s arbete inom områden som berörs av den fortsatta involveringen i integreringsprocessen, exempelvis under analysen av strategisk kompatibilitet eller undersökningen av integreringsmöjlighet. Det är således troligt att andra holistiska investeringsbanker också har omfattande strategisk och operationell kompetens. Då vi inte vet detta med säkerhet får det dock antas att fördelarna som bottnar i den strategiska kompetensen har en osäkrare koppling till konceptet holistisk investeringsbank. Dessa fördelar är med andra ord inte lika säkert generaliserbara som de fördelar som direkt beror på att SHG är fortsatt involverade i integreringen.

De observerade nackdelarna är å andra sidan företagsindividuella då de orsakats av antingen SHG:s begränsade storlek eller av företagets inställning till vissa aspekter.

Nackdelarna som funnits i SHG:s arbetsmetod och kompetens är således inte generaliserbara till holistiska investeringsbanker i allmänhet.

Att SHG har strategisk kompetens möjliggör att företaget erbjuder klienterna strategiskt hållbara tjänster och att de gör en bra utvärdering av icke finansiella aspekter. Avsaknaden av resurser för en tillräckligt djupgående due diligence tycks bero på att företaget är för litet. Genom en fortsatt expansion torde SHG växa ifrån detta problem och kunna erbjuda en kulturell due diligence på fler företagsnivåer.

SHG:s involvering i integreringen medför att överbetalning av företagsförvärv motverkas. Detta är en viktig fördel med konceptet holistisk investeringsbank då det framgått att övervärdering och dyra affärer är ett stort problem i M&A-branschen. En annan fördel som följer av den fortsatta involveringen i integreringen är att SHG får både kompetens och incitament att välja potentiella förvärv utifrån hur väl de kan integreras. Arbetet med hela M&A-processen innebär vidare att integreringen kan påbörjas direkt då affären är avslutad och därigenom att integreringsfasen kan avslutas snabbare. Att snabbhet i sig inte prioriteras på företaget är en nackdel men beror snarare på företagets individuella inställning än på själva konceptet holistisk investeringsbank.

Den största luckan i SHG:s kompetens finns inom kommunikation samt möjligheten att själva kunna erbjuda finansiering. Det skulle stärka SHG:s arbete med M&A-processer väsentligt om kommunikationskompetens knöts till företaget. Även dessa problem torde dock anses vara individuella för just SHG. Det skulle kunna finnas bättre kommunikationskompetens på andra holistiska investeringsbanker och det är även möjligt att bristen beror på SHG:s storlek. Vidare är möjligheten att erbjuda finansiering en direkt följd av en investeringsbanks storlek och det är omöjligt för ett företag i SHG:s storlek att ha de finansiella musklerna som krävs.

Studiens slutsats blir att den holistiska investeringsbanken SHG:s affärsmodell i hög grad uppfyller de framgångsfaktorer som forskare identifierat för att en M&A-process ska bli framgångsrik. Nyckelegenskaperna som gjort just SHG:s affärsmodell framgångsrik är fångandet av hela M&A-processen och att investeringsbanken diversifierat sig med strategisk och operationell kompetens. Fördelarna som beror på detta kan till varierande grad anses generaliserbara för konceptet holistisk investeringsbank i allmänhet. Affärsmodellen att vara ansvarig för hela M&A-processen tycks innebära klara fördelar och positiva incitament för investeringsbanker.

7. Diskussion

I detta avsnitt diskuteras först studiens svagheter och relevans, därefter ges förslag till vidare forskning på området.

7.2. Kritik

Studierna på plats hos fallföretaget gjordes under endast två veckors tid. Det var på grund av denna begränsade tidsram omöjligt att följa en M&A-process på företaget från början till slut. En bild av SHG:s arbete under hela M&A-processen skapades istället utifrån observationer av olika projekt som befunnit sig i olika stadier samt genom intervjuer. Det skulle definitivt öka trovärdigheten ifall vi haft möjlighet att från början till slut följa en och samma M&A-process på fallstudieföretaget.

Det finns dessutom en risk för skevhet då studien till hög grad baseras på kvalitativa intervjuer. I de delar av arbetsmetoden som vi personligen inte kunnat observera under fallstudien finns det en risk för försköning i intervjuerna. Vi har motarbetat denna typ av skevhet i studien genom att utföra intervjuerna på ett icke-ledande sätt så att respondenterna själva fått berätta om arbetsprocessen.

De resultat som berott på att SHG fyllt definitionen av en holistisk investeringsbank bör anses representativa även för andra holistiska investeringsbanker men denna generaliserbarhet är av låg validitet på grund av att det endast gjorts en fallstudie. Studiens begränsade omfattning omöjliggjorde dock lika djupgående undersökningar av ytterligare företag.

Av samma skäl kunde inte heller studien förankras med kvantitativa undersökningar av exempelvis hur stor andel av SHG:s M&A-processer som utifrån olika parametrar kunde anses ha varit framgångsrika. Att mäta framgång i M&A-processer utifrån kvantifierbara parametrar är dessutom som tidigare diskuterat kritiserat inom forskningen.

Det alternativ som valdes, nämligen att mäta hur bra en investeringsbanks affärsmodell är utifrån framgångsfaktorer medförde dock andra problem. Alla teorier om framgångsfaktorer i M&A-processer är förhållandevis grunda vilket innebar en risk att även studiens analys skulle bli grund. Vi sökte motverka detta problem genom att ta hjälp av andra teoretiker i de fall då vi ansåg att vår huvudteori ensam inte tillät tillräckligt djup analys.

7.3. Förslag till vidare forskning

Som nämnt har det inte gjorts någon tidigare forskning om fördelarna av att investeringsbanker arbetar med hela M&A-processen. Vår förhoppning har varit att med den här studien göra ett empiriskt bidrag på området men många intressanta områden kvarstår för vidare forskning.

För det första vore det intressant med en mer omfattande fallstudiestudie för att kunna dra säkrare slutsatser. Det vore exempelvis av intresse att följa en och samma M&A-process från början till slut. Vidare vore det intressant med jämförande fallstudier på flera olika holistiska investeringsbanker. Även en kvantitativ studie av holistiska investeringsbankers avslutade processer utifrån konventionella framgångsmått som exempelvis aktiepris vore av intresse. Dessa skulle kunna jämföras med allmän M&A-statistik för att se om de holistiska investeringsbankernas affärsmodell statistiskt ökar andelen lyckade M&A-processer.

Idag finns endast ett fåtal aktörer som kan klassificeras som holistiska investeringsbanker. Under studiens gång har vi stött på åsikten att de främsta hindren för holistiska investeringsbanker är psykologiska barriärer hos klienter och de olika sätt på vilka konsulter och investeringsbanker fakturerar sina tjänster. Detta har hamnat utanför den här studiens syfte men det vore väldigt intressant med en djupare undersökning av anledningen till varför det finns så få holistiska investeringsbanker.

Det vore dessutom intressant att se vidare forskning som kvantifierar betydelsen av de olika framgångsfaktorerna i M&A-processer. Det vore exempelvis intressant att koppla de enskilda faktorerna till statistiska mått som exempelvis aktiepris och väga hur stor betydelse de olika framgångsfaktorerna har.

Till sist vore det intressant att studera affärsmodellen för holistiska investeringsbanker i större skala. Fallstudieföretaget var i denna studie relativt litet vilket medförde att även dess klienter var relativt små. Exempelvis det tyska företaget Goetzpartners är en stor holistisk investeringsbank som vore intressant för en fallstudie.

8. Källförteckning

- Andersen, I (1998), Den uppenbara verkligheten: val av samhällsvetenskaplig metod. *Studentlitteratur*
- Buckley, P.J., Ghauri, P.N., (2002), International Mergers and Acquisitions. *Thomson*
- Cartwright, S, Cooper, C. (1992). Mergers and acquisitions: The human factor . *Butterworth-Heinemann*
- Champan, N. (2004). Key success factors in mergers and acquisitions, *Strategic HR Review, Vol. 4, Issue 1*
- Coffey, J, Garrow, V. (2003): Reaping the benefits of mergers and acquisitions, *Butterworth-Heinemann*
- Dealogic (2013) Global M&A Review
- DiGeorgio, R. M. (2002): Making mergers and acquisitions work: What we know and don't know. *Journal of Change Management (Part I)*
- DiGeorgio, R. M. (2003): Making mergers and acquisitions work: What we know and don't know. *Journal of Change Management (Part II)*
- Epstein, M.,(2005). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons, vol. 48, issue 1*
- Firstbrook, C.,(2007). Transnational mergers and acquisitions: How to beat the odds of disaster. *Journal of Business Strategy, Vol. 28*
- Gadiesh, O., Haas, D., Cullinan, G. (2001). Getting the Price Right. *M&A Brief No. 2, Bain & Company*
- Galpin, T., & Herndon, M.,(2007). The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support integration at every level, 2nd ed. *Jossey-Bass*.
- Gaughan, P. A., (2002). Mergers, Acquisitions, and Corporate restructuring. 3rd *John Wiley & Sons, Inc*
- Habeck, M., Krökger, F., Träm, M. (2000). After the merger: seven strategies for successful post-merger integration . *Pearson Education*
- Hoang, T., Lapumnuaypon, K., (2007). Critical Success Factors in M&A projects. *Umea Univeristy*
- Holme, Solvang (1997). Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa metoder. *Studentlitteratur AB*

- Kale, R. J., Kini, O., and Ryan, E. H. Jr., (1998). On the Participation and Reputation of Financial Advisors in Corporate Acquisitions
- Katinka Bijlsma-Frankema (2001). On managing cultural integration and cultural change processes in mergers and acquisitions. *Journal of European Industrial Training*
- Kvale, S., Brinkmann, S., (2009). Den kvalitativa forskningsintervjun. *Studentlitteratur AB*
- Marks, M. L., Mirvis, P. H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Executive*
- McKinsey (2010). Perspectives on merger integration.
- McLaughlin, R. M., (1990). Investment Banking Contracts in Tender Offers: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics, 1990, vol. 28*
- Meeuwisse, Swärd, Eliasson-Lappalainen, Jakobsson (2008). Forskningsmetodik för socialvetare. *Natur & Kultur*
- Nahavandi, A. Malekzadeh, A.R. (1993). Organizational Culture in the Management of Mergers. *Quorum Books*
- Picot, G., (2002). Handbook of international mergers and acquisitions: Preparation, Implementation and Integration. *Palgrave Macmillan*
- Rockwell, W.F. (1968). How to acquire a company. *Harvard Business Review*
- Russo, A., Perrini, F., (2006). The Real Cost of M&A Advice. *European Management Journal*
- Schweiger, D. M., Goulet, Ph. K. (2005). Facilitating acquisition integration through deep-level cultural learning interventions: A longitudinal field experiment. *Organization Studies*
- Sudarsanam, P. S., (1995). The Essence of Merger and Acquisitions. *Prentice Hall*
- Tetenbaum, T.J., (1999). Beating the Odds of Merger & Acquisition Failure: Seven Key Practices That Improve the Chance for Expected Integration and Synergies. *Organizational Dynamics, Volume 28, Number 2*
- Walter, T., Yawson, A., Yeung, C., (2008). The role of investment banks in M&A transactions: Fees and services. *Pacific Basin Finance Journal 16, 341-369*
- Weber, R., Camerer, C. (2003). Cultural conflict and merger failure: An experimental approach. *Management Science*
- Yin, R. (2007). Fallstudier: design och genomförande. *Liber*

7. Appendix

4.1. Genomförda intervjuer

Datum	Respondentens namn	Företag	intervjuform
24-02-2014	Erik Sävenstrand	Quest	Personligt möte
03-03-2014	Kelly S. Walters	Schwartz Heslin Group	Personligt möte
04-03-2014	Cory A. Martin	Schwartz Heslin Group	Personligt möte
04-03-2014	Robert W. Schwartz	Schwartz Heslin Group	Personligt möte
06-03-2014	Frederick Buse	Schwartz Heslin Group	Personligt möte
10-03-2014	Raimundo Archibold Jr.	Schwartz Heslin Group	Personligt möte
11-03-2014	Edward Heslop	Schwartz Heslin Group	Telefonmöte
12-03-2014	Robert W. Schwartz	Schwartz Heslin Group	Personligt möte
28-03-2014	Håkan Gomér	Schwartz Heslin Group, Arkwright mm.	Telefonmöte
04-04-2014	Marc Gomér	Craton partners	Telefonmöte
07-04-2014	Håkan Gomér	Schwartz Heslin Group, Arkwright mm.	Personligt möte