

## **Företagsförvärv av redovisningsbyråer**

En kvalitativ studie om värderingsprocessen vid företagsförvärv, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar

Arne Räikkönen

Examensarbete för tradenom (YH)-examen

Utbildning inom företagsekonomi

Åbo 2025

## EXAMENSARBETE

Författare: Arne Räikkönen

Utbildning och ort: Företagsekonomi, Åbo

Inriktning: Redovisning

Handledare: Fredrik Strandberg

Titel: Företagsförvärv av redovisningsbyråer: En kvalitativ studie om värderingsprocessen vid företagsförvärv, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar

---

Datum: 07.05.2025

Sidantal: 42

Bilagor: 1

---

### Abstrakt

Detta examensarbete undersöker värderingen av redovisningsbyråer vid företagsförvärv, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar. Studien belyser hur köpare, säljare och förmedlare identifierar, värderar och hanterar icke-redovisade immateriella tillgångar i förvärvsprocessen. Icke-redovisade immateriella tillgångar omfattar faktorer såsom organisationsstruktur, kundrelationer och digitaliseringsgrad, vilka kan ha en betydande påverkan på transaktionens slutliga värde och genomförande.

Syftet med denna studie är att analysera vilka faktorer som påverkar värderingen av redovisningsbyråer vid företagsköp, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar. Specifikt ämnar studien söka svar på vilka faktorer som påverkar företagsvärderingen mest, vilken roll icke-redovisade immateriella tillgångar har i värderingsprocessen och vilka hinder som kan uppstå i förvärvsprocessen.

Som material för studien används intervjuer med köpare, säljare och förmedlare av redovisningsbyråer. Analysen tar sin utgångspunkt i teoretiska ramverk kring företagsvärdering, immateriella tillgångar och förvärvsstrategier. Dessa ställs i relation till intervju svaren för att belysa både likheter och skillnader mellan teori och praktik. På så sätt bidrar studien med en fördjupad förståelse för hur icke-redovisade immateriella tillgångar hanteras i verkliga förvärvssituationer.

Resultatet visar att traditionella värderingsmodeller och finansiella nyckeltal såsom EBITDA ofta fungerar som ett ramverk för prissättning, men sällan speglar det faktiska värdet eller det slutliga transaktionspriset. Utöver traditionella värderingsmodeller och finansiella nyckeltal har icke-redovisade immateriella tillgångar en tydlig inverkan på hur affären bedöms och genomförs. Kundrelationer, personalens kompetens och digitaliseringsgrad framstår som särskilt betydelsefulla. Studien ger en konkret bild av hur dessa tillgångar påverkar förvärvsprocessen i praktiken, samt vilka utmaningar och överväganden som uppstår för köpare, säljare och förmedlare.

---

Språk: svenska

Nyckelord: företagsvärdering, immateriella tillgångar, fusioner och förvärv, redovisningsbyråer, förvärvsprocess

# OPINNÄYTETYÖ

Tekijä: Arne Räikkönen

Koulutus ja paikkakunta: Liiketalous, Turku

Suuntautumisvaihtoehto: Taloushallinto

Ohjaaja: Fredrik Strandberg

Nimike: Tilitoimistojen yrityskaupat: Kvalitatiivinen tutkimus arvonmäärittämisprosessista, erityisesti taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden näkökulmasta

---

Päivämäärä: 07.05.2025 Sivumäärä: 42

Liitteet: 1

---

## Tiivistelmä

Tässä opinnäytetyössä tarkastellaan tilitoimistojen arvonmäärittäystä yrityskauppojen yhteydessä, keskittyen erityisesti aineettomiin hyödykkeisiin, joita ei ole kirjattu taseeseen. Tutkimus selvittää, miten ostajat, myyjät ja välittäjät tunnistavat, arvioivat ja huomioivat nämä tekijät yrityskauppaprosessin eri vaiheissa. Esimerkkejä tällaisista hyödykkeistä ovat organisaatorakenne, asiakassuhteet ja digitalisaation taso, joilla voi olla olennainen vaikutus kaupan lopulliseen arvoon ja toteutukseen.

Tutkimuksen tavoitteena oli analysoida, mitkä tekijät vaikuttavat eniten tilitoimistojen arvonmäärittämiseen sekä millainen merkitys taseen ulkopuolisilla aineettomilla hyödykkeillä on yritysoston kokonaisarvioinnissa. Lisäksi tarkasteltiin, millaisia haasteita näiden hyödykkeiden arviointiin ja hinnoitteluun liittyy käytännössä.

Tutkimusaineistona käytettiin teemahaastatteluja, joihin osallistui ostajia, myyjiä ja välittäjiä. Analyysi perustuu teoreettisiin viitekehyksiin, jotka käsittelevät yrityksen arvonmäärittäystä, aineettomia hyödykkeitä ja yrityskauppastrategioita. Näitä tarkasteltiin suhteessa haastatteluvastauksiin, jotta saatiin esiin teorian ja käytännön yhtäläisyyksiä ja ristiriitoja. Näin muodostui syvällisempi ymmärrys siitä, miten taseeseen kirjaamattomia aineettomia hyödykkeitä käsitellään todellisissa yrityskauppatilanteissa.

Tulosten perusteella perinteiset arvonmäärittäysmallit ja taloudelliset tunnusluvut, kuten EBITDA, tarjoavat usein lähtökohdan hinnan määrittelylle, mutta eivät yksinään heijasta yrityksen todellista arvoa tai kaupan lopullista hintaa. Taseen ulkopuolisilla aineettomilla hyödykkeillä – erityisesti asiakassuhteilla, henkilöstön osaamisella ja digitalisaation tasolla – on selkeä vaikutus siihen, miten yrityskauppa arvioidaan ja toteutetaan. Tutkimus tarjoaa konkreettisen kuvan siitä, miten nämä tekijät vaikuttavat yrityskauppaprosessiin käytännössä sekä millaisia haasteita ne aiheuttavat eri osapuolille.

---

Kieli: ruotsi

Avainsanat: yrityksen arvonmäärittäminen, aineettomat hyödykkeet, yritysjärjestelyt, tilitoimistot, yrityskauppaprosessi

## **BACHELOR'S THESIS**

Author: Arne Rääkkönen

Degree Programme: Business Administration, Turku

Specialisation: Accounting

Supervisor: Fredrik Strandberg

Title: Acquisitions of Accounting Firms: A Qualitative Study of the Valuation Process in Mergers and Acquisitions, with a Special Focus on Unrecorded Intangible Assets

---

Date: 07.05.2025

Number of pages: 42

Appendices: 1

---

### **Abstract**

This thesis examines the valuation of accounting firms in the context of business acquisitions, with a particular focus on unrecorded intangible assets. This study explores how buyers, sellers, and intermediaries identify, evaluate, and manage such assets during the acquisition process. Unrecorded intangible assets include elements such as organizational structure, customer relationships, and the degree of digitalization, all of which can significantly influence the final transaction value and its execution.

The aim of this study is to analyze the key factors that affect the valuation of accounting firms in mergers and acquisitions, with special emphasis on unrecorded intangible assets. Specifically, this study sought to determine the factors which have the greatest impact on valuation, the role of intangible assets in the overall assessment, and the challenges that may arise during the acquisition process.

The empirical material consists of interviews with buyers, sellers, and intermediaries involved in accounting firm transactions. The analysis is based on theoretical frameworks related to business valuation, intangible assets, and acquisition strategies. These frameworks are compared with the interview findings to highlight similarities and discrepancies between theory and practice. As such, this study offers a deeper understanding of how unrecorded intangible assets are handled in real-world merger and acquisition situations.

The results indicate that traditional valuation models and financial metrics such as EBITDA often serve as a framework for pricing but rarely reflect the actual value or final purchase price. In addition to conventional valuation metrics, unrecorded intangible assets have a clear impact on how transactions are evaluated and executed. Customer relationships, staff competence, and digital maturity emerge as particularly important. This study provides a concrete picture of how these assets influence the acquisition process in practice, as well as the challenges and considerations they present for buyers, sellers, and intermediaries.

---

Language: Swedish

Key words: business valuation, intangible assets, mergers and acquisitions, accounting firms, acquisition process

# Innehållsförteckning

1	Inledning .....	1
1.1	Problemformulering .....	2
1.2	Syfte och avgränsning.....	3
1.3	Frågeställningar .....	3
1.4	Metod .....	4
1.5	Centrala begrepp .....	4
1.6	Disposition .....	5
2	Teoretisk referensram .....	5
2.1	Fusioner och förvärv .....	5
2.1.1	Förvärvstyper.....	6
2.1.2	Förvärvsprocessen.....	8
2.2	Immateriella tillgångar .....	9
2.2.1	Goodwill.....	10
2.2.2	Identifiera en immateriell tillgång.....	11
2.3	Företagsvärdering.....	13
2.3.1	Värdering av immateriella tillgångar .....	16
2.4	Sammanfattning av teorikapitel .....	18
3	Metod .....	18
3.1	Metodval.....	18
3.2	Datainsamling .....	19
3.2.1	Säljaren .....	21
3.2.2	Köparen.....	21
3.2.3	Förmedlaren .....	21
3.3	Validitet och reliabilitet .....	21
3.4	Sammanfattning av metodkapitel .....	23
4	Resultat.....	23
4.1	Köparens perspektiv .....	23
4.1.1	Värderingsaspekter.....	24
4.1.2	Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar .....	24
4.1.3	Utmaningar i förvärvsprocessen .....	25
4.1.4	Sammanfattning av köparens perspektiv.....	25
4.2	Säljarens perspektiv.....	26
4.2.1	Värderingsaspekter.....	26
4.2.2	Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar .....	27

4.2.3	Utmaningar i förvärvsprocessen .....	27
4.2.4	Sammanfattning av säljarens perspektiv .....	28
4.3	Förmedlarens perspektiv .....	28
4.3.1	Övergripande processperspektiv.....	29
4.3.2	Värderingsaspekter.....	29
4.3.3	Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar .....	30
4.3.4	Utmaningar i förvärvsprocessen .....	30
4.3.5	Sammanfattning av förmedlarens perspektiv .....	31
5	Analys.....	31
5.1	Värderingsaspekter.....	32
5.2	Icke-redovisade immateriella tillgångars bedömning och hantering.....	34
5.3	Utmaningar i förvärvsprocessen .....	35
5.4	Sammanfattning av analysen .....	36
6	Diskussion och kritisk granskning .....	37
6.1	Kontribution och förslag på fortsatt forskning.....	38
6.2	Kritisk granskning.....	38
7	Källor.....	40

## Figurförteckning

Figur 1. Hur man identifierar en immateriell tillgång (KPMG, 2021).....	12
Figur 2. Tillvägagångssätt och metoder för företagsvärdering (Mellen & Evans, 2018, s. 102).....	13

## Tabellförteckning

Tabell 1. Rekommenderade värderingsmetoder för olika immateriella tillgångar (AICPA, 2012) ...	17
Tabell 2. Viktiga värderingsfaktorer enligt aktör .....	32

## Bilagor

Bilaga 1 Intervjufrågor .....	43
-------------------------------	----

## 1 Inledning

Fusioner och förvärv (eng. *mergers and acquisitions, M&A*) har blivit en allt viktigare strategi för företag att växa, utvecklas och överleva i en konkurrensutsatt marknad (Levy, 2024). I takt med att kraven på utveckling och tillväxt ökar, framstår fusioner och förvärv som centrala verktyg för att skapa värde för företagets ägare (Puca & Zyla, 2019). Ibrahim (2018, s. 11) konstaterar att fusioner och förvärv har blivit allt vanligare i de flesta branscher under de senaste årtiondena, vilket har lett till framväxten av internationella företagsjättar som Google och Cisco.

I takt med att marknaden för fusioner och förvärv växer blir det också allt viktigare för köpare att göra välgrundade beslut baserade på noggranna företagsvärderingar. Enligt Hjelström, Isaksson och Nilsson (2022, ss. 17, 429) är företagsvärdering en grundläggande del av förvärvsprocessen och ger köparen en klar helhetsbild av företaget i fråga och dess potentiella värde och risker. Företagsvärderingarna bygger oftast på väletablerade värderingsmodeller som avkastning-, marknads- eller tillgångsbaserade värderingar. Även om dessa värderingsmodeller är väletablerade är de inte specifikt anpassade till en viss bransch eller företagstyp.

Särskilt problematiskt är att dessa modeller sällan beaktar icke-redovisade immateriella tillgångar, som personalens kompetens, kundrelationer eller organisationsstruktur. Dessa tillgångar är ofta avgörande för affärens långsiktiga värde men de är svåra att identifiera och värdera inom ramen för traditionell finansiell analys (Puca & Zyla, 2019). Trots att tidigare forskning har belyst icke-redovisade immateriella tillgångars betydelse, saknas det fortfarande praktisk kunskap om hur dessa tillgångar konkret påverkar företagsförvärv inom redovisningsbranschen.

Inom redovisningsbranschen har dessa faktorer fått ökad betydelse i takt med att kraven på innovation och anpassning till nya regelverk har intensifierats. Branschen har utvecklats snabbt till följd av ny lagstiftning såsom penningtvättslagar, teknologisk utveckling inom digitalisering, automatisering och AI (Talouhallintoliitto, 2024). Enligt Savolainen (2023) har de ökade kraven i sin tur lett till en ny våg av fusioner och förvärv, där byråer konsolideras för att stärka sin marknadsposition.

Redovisningsbyråns värde ligger sällan i dess materiella tillgångar, såsom kontorsutrustning, utan snarare i immateriella tillgångar som personalens kunskap, kundportfölj och organisationsstruktur. Därför är det avgörande att analysera hur dessa icke-redovisade immateriella tillgångar påverkar värderingen av en redovisningsbyrå och dess attraktionskraft vid ett potentiellt företagsförvärv. Dessa tillgångar kan vara avgörande för köparen och om de saknas kan det till och med förhindra att en affär genomförs (Puca & Zyla, 2019).

I detta sammanhang blir det särskilt intressant att undersöka hur redovisningsbyråers värde påverkas av immateriella tillgångar som inte syns i balansräkningen. När branschen präglas av snabb teknologisk utveckling och ökade regelverkskrav får resurser som personalens kompetens, interna strukturer och kundrelationer en avgörande roll. Samtidigt är dessa tillgångar svåra att identifiera och värdera med hjälp av traditionella modeller. Det väcker frågor om hur sådana faktorer som påverkar själva värderingsprocessen, och vilka utmaningar som kan uppstå när de ska vägas in i praktiken.

## **1.1 Problemformulering**

Teoretiska ansatser för företagsvärdering, såsom avkastnings-, marknads- och tillgångsbaserade modeller, ger en viktig grund för att bedöma ett företags värde (Mellen & Evans, 2018, s. 101). Dessa modeller är dock generiska och saknar ofta anpassning till en viss bransch eller företagstyp. Detta blir särskilt tydligt inom redovisningsbranschen, där byråer står inför ökade krav i form av strängare lagstiftning, snabb teknologisk utveckling och ett växande behov av digitalisering och automatisering (Talouhallintoliitto, 2024).

Vid företagsförvärv finns flera olika värderingsmodeller att tillgå och dessa fokuserar på metoder som mäter data i företagens finansiella rapportering (Hjelström m.fl., 2022, s. 17). Immateriella tillgångar är ofta icke-aktiverade i företags balansräkning och förblir sålunda icke-värderade, även om tidigare forskning tydligt betonat immateriella tillgångars betydelse för ett företags värde (Puca & Zyla, 2019). Det finns därmed en klyfta mellan teori och praktik som riskerar att påverka både värdering, prissättning och förvärvens långsiktiga resultat.

Trots att immateriella tillgångar länge har lyfts fram som viktiga värdedrivare i teorin, är det mindre klart hur dessa tillgångar konkret bedöms och hanteras i praktiken vid

företagsförvärv. Inom redovisningsbranschen bygger företagsvärdet ofta på faktorer som inte syns i den finansiella rapporteringen, såsom personalens kompetens, kundrelationer och interna strukturer (Savolainen, 2023). I och med detta är det relevant att närmare undersöka vilka faktorer som i praktiken påverkar värderingen vid företagsförvärv av redovisningsbyråer, hur immateriella tillgångar beaktas och vilka utmaningar som kan uppstå i processen.

## 1.2 Syfte och avgränsning

Syftet med denna studie är att analysera vilka faktorer som påverkar värderingen av redovisningsbyråer vid företagsköp, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar. Specifikt ämnar studien söka svar på vilka faktorer som påverkar företagsvärderingen mest, vilken roll icke-redovisade immateriella tillgångar har i värderingsprocessen och vilka hinder som kan uppstå i förvärvsprocessen.

Studien fokuserar inte på att utvärdera olika teoretiska modeller för företagsvärdering, utan på att undersöka värderingsprocessen i praktiken. Detaljerade beräkningar enligt specifika värderingsmetoder, juridiska, skattemässiga och integrationsrelaterade frågor behandlas inte i den här studien. Studien undersöker värderingsaspekter i allmänhet och icke-redovisade immateriella tillgångar i synnerhet. Genom att begränsa studien till redovisningsbranschen, där immateriella tillgångar ofta utgör kärnan i företags värd, möjliggörs en fördjupad analys av hur icke-redovisade immateriella tillgångar kan påverka både prissättning och beslut i praktiken.

## 1.3 Frågeställningar

Studien syftar till att besvara följande frågor:

*Vilka faktorer är mest avgörande vid företagsförvärv inom redovisningsbranschen?*

*Vilken roll spelar icke-redovisade immateriella tillgångar i den övergripande värderingen av en redovisningsbyrå?*

*Vilka faktorer kan utgöra avgörande hinder för att ett förvärv ska genomföras inom redovisningsbranschen?*

## 1.4 Metod

Studien baseras på en kvalitativ metod och bygger på tre semistrukturerade intervjuer med personer som representerar olika roller i företagsförvävsprocessen: köpare, säljare och förmedlare. Genom att utgå från dessa tre centrala perspektiv är avsikten att identifiera återkommande teman, nyckelfaktorer och utmaningar kopplade till värdering av redovisningsbyråer, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar. Intervjusvaren analyseras tematiskt och relateras till etablerade teorier om företagsvärdering för att möjliggöra en djupare förståelse för hur dessa tillgångar påverkar värdet vid företagsförvärv inom redovisningsbranschen.

## 1.5 Centrala begrepp

*Fusioner och förvärv* avser strukturella förändringar där företag slås samman eller ett företag köper upp ett annat. En fusion innebär att två företag kombineras till ett, vilket enligt Segall och Miller Jr (2017, ss. 11–14) innebär att tillgångar och skulder övergår till det övertagande bolaget. Ett förvärv innebär att ett företag tar kontroll över ett annat genom att köpa upp det, varpå kontrollen övergår till köparen (Sherman, 2010, ss. 17–18). Inom litteraturen används ofta begreppen synonymt, eftersom båda syftar till att ett företag övertar ett annat företags tillgångar och kontroll (Baker, Anderson, & Kolb, 2010, ss. 517–520).

*Immateriella tillgångar* är icke-fysiska resurser som har ekonomiskt värde, såsom kundrelationer, varumärken och personalens kompetens. Enligt IFRS (2021, s. 6) definieras en immateriell tillgång som en identifierbar, icke-monetär tillgång utan fysisk substans som förväntas ge framtida ekonomiska fördelar. En icke-redovisad immateriell tillgång är en resurs som i praktiken uppfyller kriterierna för att klassificeras som en immateriell tillgång, men som inte syns i företagets finansiella rapportering på grund av svårigheten att identifiera och värdera den på ett tillförlitligt sätt (Puca & Zyla, 2019). Black och Zyla (2018, ss. ix–x) framhåller att tillgångar som inte kan separeras eller värderas på ett tillförlitligt sätt ofta redovisas som goodwill.

*Företagsvärdering* är processen som fastställer ett företags ekonomiska värde, ofta i samband med ett företagsförvärv. Enligt Mellen och Evans (2018, s. 101) används tre huvudsakliga angreppssätt vid värdering: avkastningsvärdering, marknadsvärdering och

tillgångsvärdering (även kallad substansvärdering). Dessa modeller tillämpas även vid värdering av immateriella tillgångar, eftersom samma teoretiska grunder ofta ligger till grund för båda typerna av värdering (Black & Zyla, 2018, s. 52).

## **1.6 Disposition**

Avhandlingens struktur presenteras nedan i form av en kort beskrivning. Studien inleds med en introduktion till ämnet. Kapitel två utgör den teoretiska referensramen, där begrepp som företagsvärdering, immateriella tillgångar och företagsförvärv behandlas. I det tredje kapitlet redogörs för metodval och genomförande. Kapitel fyra presenterar de resultat som framkommit ur intervjuer med köpare, säljare och förmedlare. I det femte kapitlet analyseras resultaten i relation till teorin. Avhandlingen avslutas med en sammanfattande diskussion och kritisk granskning av studien.

## **2 Teoretisk referensram**

I det här kapitlet introduceras tre teoretiska områden som är relevanta för den här studien: fusioner och förvärv, immateriella tillgångar och företagsvärdering. Först analyseras fusioner och förvärv som strategi och deras betydelse för företagstillväxt. Därefter belyses immateriella tillgångar och deras roll vid företagsförvärv. Slutligen presenteras företagsvärdering, med fokus på metoder som används för att värdera immateriella tillgångar. Kapitlet avslutas med en sammanfattning där relevanta delar betonas.

### **2.1 Fusioner och förvärv**

I aktiebolagslagen kap. 16 § 1 (624/2006) definieras en fusion som "ett aktiebolag (överlåtande bolag) kan fusioneras med ett annat aktiebolag (övertagande bolag) så att det överlåtande bolagets tillgångar och skulder övergår till det övertagande bolaget, varvid det överlåtande bolagets aktieägare som fusionsvederlag får aktier i det övertagande bolaget". Detta innebär att en fusion är en transaktion där två eller flera företag slås samman till ett enhetligt företag, vars tillgångar och skulder förenas till en juridisk enhet (Segall & Miller Jr, 2017, ss. 11-14).

Ett förvärv å andra sidan innebär att ett företag köper upp ett annat, varpå en del av kontrollen över målföretaget övergår till det köpande företaget (Sherman, 2010, ss. 17-18).

Inom litteraturen används ofta termerna fusioner och förvärv synonymt, i och med att båda begreppen innefattar ett företag som tar över ett annat företags tillgångar (Baker m.fl., 2010, ss. 517-520). Eftersom uttrycken fusioner och förvärv används som synonymer vid företagsköp, kommer begreppen inte att särskiljas i denna studie.

Företagsköp kan delas in i kompletta eller partiella företagsförvärv. Ett komplett företagsköp innebär att ett företag köper hela målföretaget och därmed får fullständig rättighet att bestämma över målföretagets tillgångar och företagsledning. Ifall förvärvet uppkommer partiellt får det köpande företaget endast kontroll över en del av målföretagets resurser. (Ibrahimi, 2018, ss. 23-24)

En annan kategorisering av företagsförvärv är fientliga eller icke-fientliga. Baker m.fl. (2010, ss. 543–544, 656) definierar ett fientligt förvärv som en transaktion där målföretagets ledning inte stödjer förvärvet och därmed hamnar i konflikt med ägarnas eller ledningens vilja. En konsekvens av detta kan vara att det köpande företaget tvingas erbjuda en högre kompensation för målföretaget, vilket resulterar i ett premie för transaktionen (Segall & Miller Jr, 2017, ss. 214–215). Alternativt kan ett företagsförvärv ske på ett icke-fientligt sätt, där företagen når en överenskommelse och fattar gemensamma beslut om målföretagets resurser och ledning.

Fusioner och förvärv syftar i grunden till att maximera ägarnas förmögenhet, vilket betonas i aktiebolagslagen kap. 1 § 5 (624/2006): "syftet med bolagets verksamhet är att bereda vinst åt aktieägarna, om inte annat föreskrivs i bolagsordningen". För att uppnå detta förväntas företagsledningen fatta beslut som leder till värdeskapande effekter och avkastning för ägarna. Ett centralt mål är att generera operativa och finansiella synergier (eng. *synergy*) genom att kombinera resurser och kompetenser från de sammanslagna företagen (Ibrahimi, 2018, ss. 69–70). Detta bidrar till att stärka konkurrensfördelar, diversifiera verksamheten, underlätta inträde på nya marknader och möjliggör tillgång till nya teknologier och arbetsmetoder (Baker m.fl., 2010, ss. 519–520).

### **2.1.1 Förvärvstyper**

Enligt strategiska definitioner kan fusioner och förvärv delas in i tre huvudgrupper: horisontella, vertikala och konglomerat (Gaughan, 2015, s. 15).

En fusion eller ett förvärv är horisontellt ifall det förvärvande bolaget och målbolaget båda är verksamma inom samma bransch och därför kan antas vara konkurrenter. Motiven bakom den här typen av förvärv är huvudsakligen att uppnå stordriftsfördelar och stärka konkurrenskraften genom att öka sin marknadsandel (Berkovitch & Narayanan, 1993, s. 350). Genom att förvärva eller gå samman med aktörer i samma bransch kan organisationen bredda sina produktlinjer, distributionskanaler eller sin geografiska räckvidd (Rosenbaum & Pearl, 2013, ss. 173–174). Gaughan (2015, ss. 139–142) hävdar att kombinationen av resurser även skapar synergier, eftersom det ger möjlighet att sänka fasta kostnader och förstärka expertisen. Detta förbättrar också företagets förhandlingsposition gentemot kunder och leverantörer. Risker med horisontella fusioner och förvärv är ofta kopplade till konkurrenslagstiftningen, eftersom den kan hindra förvärvet från att genomföras (Gaughan, 2015, s. 15). Detta gäller särskilt i branscher där ett fåtal företag redan dominerar marknaden (ibid). Till exempel blockerades Keskos förvärv av Heinoon Tukku av den finska marknadsdomstolen år 2020 på konkurrensrättsliga grunder, eftersom båda är verksamma inom dagligvaruhandeln, en sektor som redan domineras av ett fåtal aktörer (Konkurrens- och konsumentverket, 2020).

Vertikala fusioner och förvärv innebär att både målbolaget och det övertagande bolaget är verksamma inom samma distributionskedja, vilket ska bidra till att skapa en mer integrerad verksamhet (Gaughan, 2015, s. 15). Ibrahim (2018, ss. 9–10) identifierar två typer av vertikala fusioner och förvärv: fusioner och förvärv uppströms, där leverantörer eller råvaruproducent köps upp, och fusioner och förvärv nedströms, vilket innefattar förvärv av återförsäljare eller distributörer. Rosenbaum & Pearl (2013, ss. 174–175) framhåller att motivet bakom vertikala fusioner och förvärv vanligtvis är att säkra leveranser, sänka produktionskostnader, förbättra koordineringen i distributionskedjan, uppnå högre vinstmarginaler eller öka inflytandet över slutkunden. Riskerna är främst kopplade till att det köpande bolaget saknar kompetens för att framgångsrikt driva verksamheter som avviker från dess kärnkompetens, vilket kan skada bolagens lönsamhet (Gaughan, 2015, s. 10).

Konglomerat fusioner och förvärv involverar bolag som varken är verksamma inom samma bransch eller har en plats i varandras distributionskedjor. Strategins främsta motiv är att diversifiera verksamheten genom att sprida risker över flera sektorer. Denna strategi kan göra det möjligt för det sammanslagna bolaget att hantera branschspecifika nedgångar, då

starka resultat i en sektor kan kompensera för svagare prestationer i en annan. Konglomerat fusioner och förvärv ger också företag möjlighet att utforska nya tillväxtmöjligheter på marknader eller i sektorer där de tidigare saknat närvaro. Dessutom kan företagen dra nytta av gemensamma finansiella resurser och ledningsexpertis, som kan tillämpas inom olika branscher för att skapa mervärde. Trots dessa fördelar innebär strategin också utmaningar. Att hantera ett starkt diversifierat företag som är verksamt inom flera branscher kan vara komplext. Dessutom krävs det att konglomeratet som helhet bidrar med mer värde än dess enskilda delar, vilket inte alltid är enkelt att uppnå. (Ibrahimi, 2018, ss. 10–11)

### 2.1.2 Förvärvsprocessen

Ett företagsförvärv är ofta resultatet av en komplicerad och utdragen process. Även om varje förvärv är unikt, beroende på faktorer såsom transaktionsstorlek, lagstiftning och konkurrensfrågor, kan förvärvsprocessen generellt delas in i fem steg. Enligt PWC (2022) kan denna indelning göras enligt följande:

1. Bedömning och förhandsgranskning. Praxis är att säljaren inleder processen genom att publicera ett informationsmemorandum för att bedöma marknadsintresset och maximera bolagets värde. Vid flera intressenter ingås vanligtvis sekretessavtal för att skydda målbolagets konfidentialitet.
2. Förhandling och avsiktsförklaring. Om det finns flera potentiella köpare inleds vanligtvis en Due Diligence<sup>1</sup>-process. Vid en enda intressent föregås Due Diligence ofta av en icke-bindande avsiktsförklaring där frågor om konkurrens, arbetsrätt, licenser och skattemässiga konsekvenser diskuteras mellan parterna.
3. Due Diligence. Företagsbesiktningen kan initieras av både köpare och säljare och utförs oftast av externa konsulter. Den omfattar finansiella, juridiska och skattemässiga aspekter med syftet att identifiera risker, fastställa en rättvis prissättning och stärka förhandlingspositionen.

---

<sup>1</sup> Due Diligence är en granskning av ett företags finansiella, juridiska och operativa förhållanden inför ett företagsförvärv, med syfte att identifiera risker och säkerställa en rättvis värdering. (Bäck, Karsio, Markkula, & Palmu, 2009, s. 17)

4. Förhandling och stängning. Köparen analyserar besiktningsresultatet med sina konsulter. Om processen fortsätter förhandlas transaktionens detaljer, inklusive pris, garantier och eventuella begränsningar, vilka sedan inkluderas i ett aktieköps- eller tillgångsköpsavtal, beroende på om affären gäller aktier eller verksamheten som helhet.
5. Integrering och implementering. Dessa avtal innehåller ofta klausuler som träder i kraft vid slutförandet av affären, vilket kan innebära ytterligare åtaganden för båda parter, såsom överföring av tillgångar, erhållande av samtycken och offentligt tillkännagivande av förvärvet. Efter slutförande av affären kan integrationsåtgärder vidtas för att sammanföra bolagen och maximera synergieffekterna.

## 2.2 Immateriella tillgångar

Immateriella tillgångar har fått en allt större betydelse för företag och deras ägare i takt med att ekonomierna i många utvecklade länder har övergått från industriella till kunskapsbaserade ekonomier. Den främsta källan till värdeskapande är inte längre den traditionella tillverknings- och industribaserade värdekedjan, utan fokus ligger nu på innovation och på att hitta nya sätt att möta marknadens krav (Black & Zyla, 2018, ss. 1–2). Företag försöker därför differentiera sig genom att skapa eller förvärva immateriella tillgångar, eftersom detta kan ge dem betydande konkurrensfördelar (Parr, 2018, ss. 3–5). Vallejo-Alonso, García-Merino och Arregui-Ayastuy (2015) framhåller att företag kan uppnå bättre resultat genom att inneha, förvärva och effektivt använda immateriella tillgångar. Dessa tillgångar är särskilt värdefulla eftersom de ofta är sällsynta, inte utbytbara och svåra att imitera. Studier visar dessutom att det finns ett positivt samband mellan immateriella tillgångar och företagens resultat (Black & Zyla, 2018, ss. 2–3).

En immateriell tillgång är en identifierbar icke-monetär tillgång utan fysisk substans (Black & Zyla, 2018, ss. 6-7). International Financial Reporting Standards (hädanefter IFRS) (2021, s. 6) definierar en tillgång som en resurs som: a) kontrolleras av ett företag till följd av tidigare händelser och b) förväntas ge företaget framtida ekonomiska fördelar. Det som gör tillgången identifierbar är ifall den kan separeras från andra tillgångar (KPMG, 2024). En separerbar tillgång kan till exempel säljas skilt, bytas eller licenseras. En icke-monetär

tillgång utan fysisk substans som inte kan separeras men uppstår genom ett kontrakt eller en annan laglig rättighet klassificeras också som en immateriell tillgång (IFRS, 2021, s. 8). Till exempel räknas goodwill som en immateriell tillgång även om goodwill inte kan separeras.

Exempel på andra immateriella tillgångar är datorprogramvara, personalens kompetens, kundlojalitet, varumärken, patent, licenser, användarrättigheter, filmer och importkvoter. Problematiken med immateriella tillgångar ligger i svårigheten att identifiera dem och i att deras värde ofta inte kan värderas tillräckligt pålitligt (Puca & Zyla, 2019). Det kan vara svårt för företag att särskilja mellan kostnader som hänför sig till skapandet av en immateriell tillgång och sådana som avser den fortlöpande verksamheten och upprätthållandet av goodwill (IFRS, 2021).

Även om en icke-redovisad immateriell tillgång i många fall uppfyller kriterierna för att klassificeras som en immateriell tillgång, kan den utebli från balansräkningen eftersom den är svår att identifiera eller värdera på ett tillförlitligt sätt. En sådan tillgång kan betraktas som en potentiell eller icke-redovisad immateriell tillgång fram till dess att den kan mätas på ett tillfredsställande sätt. Detta understryker också Puca och Zyla (2019) i sin rapport: "Intangible assets are increasingly critical to corporate value, yet current accounting standards make it difficult to capture them in financial statements. This information gap can affect valuations for the worse". Bland annat på grund av dessa faktorer aktiveras en betydande del av företagens immateriella tillgångar inte i deras finansiella rapportering.

### **2.2.1 Goodwill**

De faktorer eller tillgångar som inte uppfyller definitionen av immateriella tillgångar kan ändå ha en betydande inverkan på värderingen och förvärvspriset vid ett företagsförvärv. Sådana tillgångar som inte kan redovisas som immateriella tillgångar i balansräkningen men som ändå tillför värde för köparen inkluderas i goodwill. Goodwill är en särskild kategori av immateriella tillgångar som uppkommer endast när ett företag förvärvar ett eller flera andra företag genom ett företagsförvärv. (Black & Zyla, 2018, ss. ix-x)

Hjelström m.fl. (2022, s. 370) beskriver goodwill som det belopp som betalas vid ett företagsförvärv utöver det bokförda värdet av de tillgångar och skulder som förvärvas. Samtidigt definierar Black och Zyla (2018, ss. ix-x) goodwill som "[a]n asset representing

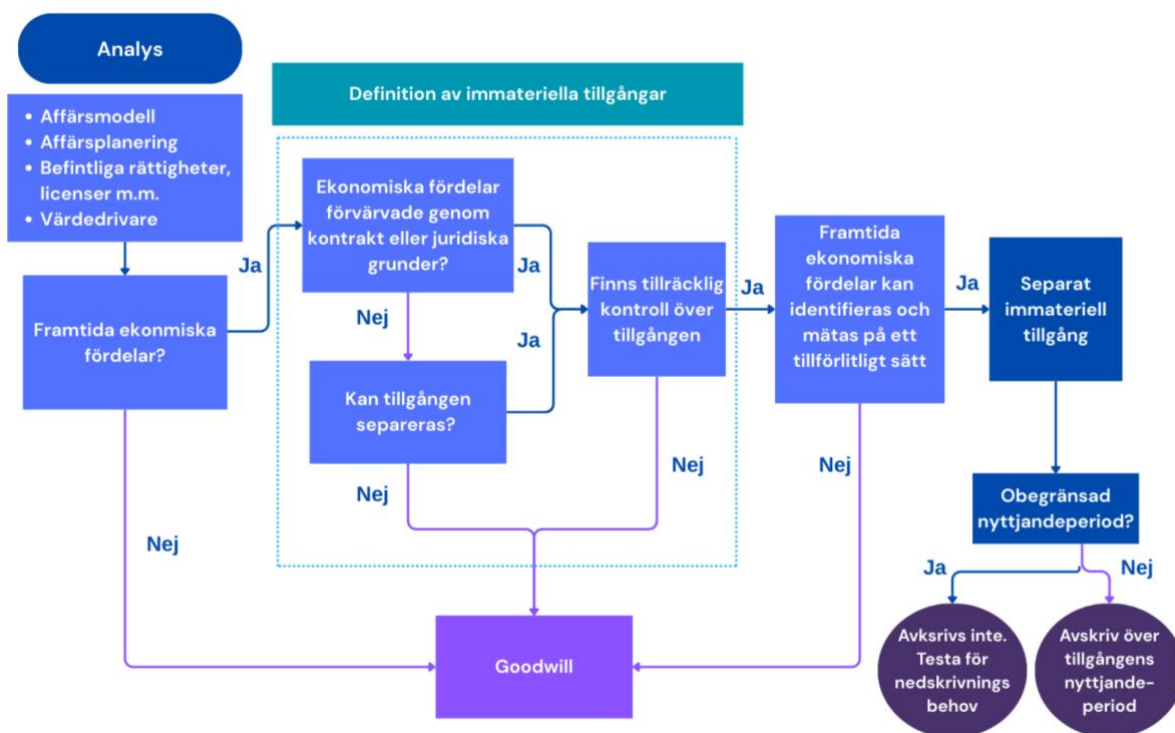
the future economic benefits arising from other assets acquired in a business combination ... that are not individually identified and separately recognized.” Med andra ord betonar black och Zyla (2018, ss. ix-x) att goodwillen representerar den kategori av immateriella tillgångar som inte är separerbara. Exempel på egenskaper eller tillgångar som inkluderas i goodwill är företagets geografiska läge, dess allmänna rykte, organisationsmodell, kundbasens storlek och sammansättning, personalens kompetens och lojalitet samt företagets relationer med leverantörer och andra affärspartners.

I praktiken innebär detta att många immateriella tillgångar som inte identifieras eller värderas separat vid förvärv i stället samlas under posten goodwill, trots att de möjligheten finns att värdera och aktivera dem (Puca & Zyla, 2019). Det handlar alltså inte om att dessa tillgångar definitionsmässigt är goodwill, utan att de på grund av bristande redovisningspraxis hamnar där efter förvärvet av företaget. Detta är särskilt relevant i denna studie, eftersom fokus ligger på just dessa tillgångar som efter förvärvet ofta döljs inom goodwillens omfattning.

### **2.2.2 Identifiera en immateriell tillgång**

Som Puca och Zyla (2019) påpekar har immateriella tillgångar fått en allt större betydelse för företagets värde, men svårigheterna med att identifiera dessa tillgångar är en av de främsta orsakerna till att de ofta inte redovisas i den finansiella rapporteringen. Immateriella tillgångar är till sin natur svårare att identifiera än materiella tillgångar, och många redovisas inte i det förvärvade företagets finansiella rapporter innan förvärvet (Grant Thornton, 2013, s. i). Vid företagsförvärv inkluderas dessa tillgångar därför ofta i goodwill, snarare än att redovisas som separata immateriella tillgångar.

Kriterierna för identifiering av immateriella tillgångar anges i rapporten ASC 805 (2021), som har sammanställts av Financial Accounting Standards Board. Enligt KPMG (2021) kan processen för identifiering illustreras med ett processschema (Figur 1), som steg för steg tydliggör hur identifieringen genomförs.



Figur 1. Hur man identifierar en immateriell tillgång [egen översättning] (KPMG, 2021)

Som modellen ovan visar börjar processen för att identifiera en immateriell tillgång att analysera faktorer som kan bidra till framtida ekonomiska fördelar. Des sa kan till exempel vara affärsmodell, affärsplanering, existerande rättigheter som licenser, patent och varumärken samt andra värde drivande faktorer. Ifall det inte finns framtida ekonomiska fördelar kategoriseras de som goodwill.

Processen fortsätter med att avgöra om de ekonomiska fördelarna är förvärvade genom kontrakt eller juridiska grunder. Detta kan exempelvis gälla avtal som ger ett företag exklusiva rättigheter till en teknologi eller en kundbas. Om sådana grunder saknas analyseras i stället huruvida resursen kan separeras från andra tillgångar. Ett varumärke, som kan säljas vidare oberoende av företagets övriga verksamhet, är ett exempel på en separerbar resurs. Om varken juridisk grund eller separerbarhet kan identifieras, kategoriseras tillgången som goodwill.

Ekonomiska resurser som antingen är separerbara eller är juridiskt förvärvade går vidare i processen. Ett företag som äger rättigheterna till en mjukvara och kan hindra andra från att använda den har exempelvis kontroll över resursen. Nästa steg är att analysera om

företaget har tillräcklig kontroll över resursen. Utan sådan kontroll inkluderas resursen i goodwill.

För resurser där kontroll kan påvisas undersöks om framtida ekonomiska fördelar kan redovisas på ett separat och tillförlitligt sätt. Om detta inte kan säkerställas anses resursen fortfarande tillhöra goodwill. Om samtliga kriterier däremot uppfylls definieras resursen som en separat immateriell tillgång.

Slutligen bedöms den ekonomiska livslängden för separata immateriella tillgångar. Om tillgången har en bestämd tidsram, till exempel en tioårig licens för användning av en viss teknologi, skrivs den av under denna period. De med en obestämd nyttjandeperiod avskrivs inte, utan genomgår i stället regelbundna nedskrivningstester för att verifiera värdet.

## 2.3 Företagsvärdering

Företagsvärdering är en central process vid företagsförvärv, då den ger beslutsfattare en uppfattning om företagets ekonomiska värde och risker (Gaughan, 2015, ss. 551–553). För att värderingen ska bli korrekt används i allmänhet tre huvudsakliga tillvägagångssätt, nämligen avkastnings-, marknads- och tillgångsvärdering (Mellen & Evans, 2018, s. 101). Figur 2 illustrerar dessa tillvägagångssätt samt exempel på metoder som ingår i respektive kategori. En förståelse för dessa övergripande värderingsmodeller är även avgörande för att kunna analysera hur immateriella tillgångar värderas, eftersom metoder för att uppskatta immateriella tillgångars värde ofta bygger på samma teoretiska grunder som används vid värdering av hela verksamheter.



Figur 2. Tillvägagångssätt och metoder för företagsvärdering [egen översättning] (Mellen & Evans, 2018, s. 102)

Black och Zyla (2018, s. 52) beskriver avkastningsvärdering (eng. *income approach*) som en metod för att uppskatta värdet av ett företag, en företagsandel, ett värdepapper eller en

immateriell tillgång. Värderingen baseras på att förväntade framtida intäkter eller fördelar omvandlas till ett nuvärde med hjälp av en eller flera beräkningsmetoder. Till denna kategori hör exempelvis Kapitaliseringsmetoden, som används för en enskild period, och Diskonterade kassaflödesmetoden, som tillämpas över flera perioder (Koller, Goedhart, & Wessels David, 2015, ss. 135-136). Med andra ord ger detta angreppssätt en uppskattning av ett företags förmåga att generera framtida avkastning (Puca, 2020, s. 399q). Då avkastningsvärderingen bygger på framtida kassaflöden anses den ofta vara särskilt relevant vid företagsförvärv (Mellen & Evans, 2018, s. 120). Att tillämpa värderingsmetoden på ett framgångsrikt sätt är dock utmanande. Det kräver noggranna uppskattningar av både framtida kassaflöden och diskonteringsräntor, vilka påverkas av osäkerhet och subjektiva bedömningar (Mellen & Evans, 2018, s. 120).

Marknadsvärderingen (eng. *market approach*) baseras på substitutionsprincipen, vilket innebär att en köpare inte bör betala mer för ett företag än vad det kostar att förvärva en likvärdig verksamhet (Black & Zyla, 2018, s. 56). Metoder som faller under marknadsvärderingen bygger på observerade marknadstransaktioner, där värderingen fastställs genom att analysera priser som har betalats för liknande företag i relevanta marknader. Mellen och Evans (2018, ss. 181–182) skriver att tillvägagångssätten under marknadsvärderingen kan delas in i två huvudsakliga metoder, jämförelse med börsbolag (eng. *Guideline Public Company Method*) och jämförelse med genomförda transaktioner (eng. *Transaction Multiple<sup>2</sup> Method*). Inom denna värderingsansats används ofta nyckeltalet EBITDA (resultat före räntor, skatt, avskrivningar och nedskrivningar) i samband med multipelbaserade jämförelser, exempelvis  $EV^3/EBITDA$  (Hitchner, 2017, s. 147). Nyckeltalet utgör ett standardiserat mått på rörelseresultatet före finansiella poster och redovisningsmässiga justeringar, vilket gör det särskilt användbart vid jämförelser mellan företag med olika kapitalstruktur eller avskrivningsstrategier. Enligt Mellen och Evans (2018, s. 122) används EBITDA ofta vid företagsvärdering inom tjänstesektorer där materiella tillgångar är begränsade och värdet i högre grad baseras på intjäningsförmåga. För att den valda metoden ska ge en rättvisande bild krävs noggranna bedömningar av jämförbarheten mellan företag, val av multipel samt tolkning av de observerade värdena (Puca, 2020, s. 398b). Marknadsvärderingen speglar historiska marknadstransaktioner,

---

<sup>2</sup> En multipel mäter en aspekt av ett företags värdering och finansiella prestation, vilket bestäms genom att dividera ett nyckeltal med ett annat (Chen, 2024).

<sup>3</sup> Enterprise Value är företagets totala värde, inklusive skulder och minus kassa. (Hitchner, 2017, s. 324)

vilket gör att den kan ge en realistisk värdering. Dock beror dess tillförlitlighet på tillgången till relevanta jämförelsedata samt hur dessa tolkas (Mellen & Evans, 2018, s. 182).

Tillgångsvärderingen (eng. *asset- or cost approach*) används främst i situationer där ett företags värde huvudsakligen är kopplat till dess tillgångar, snarare än dess förmåga att generera framtida avkastning (Koller m.fl., 2015, s. 265). Metoden baseras på att värdet av ett företag motsvarar summan av dess individuella tillgångar, antingen till bokförda värden eller justerade marknadsvärden, minus eventuella skulder. Puca (2020, s. 301) hävdar att metoden är särskilt relevant vid förvärv där köparens huvudsakliga mål är att kontrollera specifika tillgångar, exempelvis vid uppköp av företag med stora materiella tillgångar eller verksamheter med betydande överflödiga tillgångar. Eftersom denna metod utgår från värdet på enskilda tillgångar snarare än företagets framtida lönsamhet, används den främst i situationer där köparens huvudsakliga syfte är att förvärva specifika materiella eller immateriella tillgångar. Den är även relevant när målföretagets värde i huvudsak baseras på dess materiella tillgångar, vilket enligt Gaughan (2015, ss. 551–553) gör den relevant i situationer där en avkastnings- eller marknadsbaserad värdering inte är motiverad. Tillgångsvärderingen innefattar bland annat Metoden för justerat bokfört värde (eng. *Adjusted Book Value Method*), där balansräkningens tillgångar och skulder justeras till marknadsvärden, samt Likvidations metoden (eng. *Liquidation Value Method*), där värdet baseras på de intäkter som kan erhållas vid en försäljning av tillgångarna separat (Mellen & Evans, 2018, s. 199).

Valet av värderingsmetod är avgörande för att säkerställa en rättvisande uppskattning av ett företags värde. De tre huvudsakliga värderingsmetoderna, avkastnings-, marknads- och tillgångsvärdering, erbjuder olika perspektiv på värde och har varierande relevans beroende på företagets egenskaper och tillgången till data. Avkastningsvärderingen betonar framtida kassaflöden och diskonteringsräntor, marknadsvärderingen jämför företaget med liknande transaktioner, medan tillgångsvärderingen fokuserar på nettotillgångarnas värde. Ingen metod är heltäckande på egen hand, och en genomtänkt kombination eller noggrann analys av metodernas styrkor och svagheter är avgörande för en trovärdig och försvarbar värdering (Black & Zyla, 2018, s. 59). Slutligen är det viktigt att kritiskt granska de antaganden och beräkningar som ligger till grund för värderingen, då små avvikelser kan leda till betydande förändringar i det slutliga värdet. (Mellen & Evans, 2018, ss. 116–130)

### 2.3.1 Värdering av immateriella tillgångar

Immateriella tillgångar som kundrelationer, kompetens, varumärken och systemlösningar är särskilt viktiga vid företagsvärdering inom kunskapsintensiva branscher. Dessa tillgångar kan bidra till hög framtida lönsamhet, men syns ofta inte i balansräkningen (Vallejo-Alonso m.fl., 2015). Enligt Puca och Zyla (2019) uppfyller många av dem inte redovisningskraven, trots att de kan ha ett betydande ekonomiskt värde för ägaren.

När man värderar immateriella tillgångar fokuserar man på värdet av en enskild resurs snarare än på hela företaget. Det kräver särskilda metoder och professionella bedömningar, bidrag till kassaflöden och rättsliga förutsättningar (AICPA, 2012, ss. 3–4). Puca och Zyla (2019) lyfter fram fem huvudsakliga metoder för värdering av immateriella tillgångar som faller under avkastnings-, marknads- och tillgångsvärderingen. Dessa metoder är Befrielse från royalty-metoden, Multipelperiodens överskottsintäktsmetoden, Med och utan-metoden, Real options-modellen samt Ersättningskostnadsmetoden [egen översättning].

Befrielse från royalty-metoden (eng. *Relief from Royalty Method*) bygger på tanken att företaget sparar pengar genom att äga tillgången i stället för att licensiera den. Värdet beräknas genom att uppskatta en marknadsbaserad royaltysats och applicera den på tillgångens intäcksströmmar, vilka sedan diskonteras till nuvärde (Black & Zyla, 2018, s. 57). Metoden är vanlig för varumärken, mjukvara och domännamn (Hitchner, 2017, s. 949).

Multipelperiodens överskottsintäktsmetoden (eng. *Multiperiod Excess Earnings Method*) används när en viss tillgång, till exempel ett kundregister, står för en stor del av företagens värde (Black & Zyla, 2018, s. 54). Genom att uppskatta företagets totala framtida intäkter och dra bort värdet av övriga tillgångars bidrag kan man fastställa det ekonomiska värdet på den aktuella tillgången. (Hitchner, 2017, ss. 953–957)

Med och utan-metoden (eng. *With and Without Method*) jämför företagets kassaflöden med och utan en viss tillgång (Puca & Zyla, 2019). Skillnaden mellan dessa två scenarier visar tillgångens värde. Denna metod används ofta för tillgångar som inte direkt genererar egna intäkter, till exempel konkurrensbegränsande avtal eller särskild nyckelpersonal (Hitchner, 2017, s. 957).

Real options-modellen används för immateriella tillgångar som kan bli värdefulla i framtiden, men som ännu inte ger några intäkter (Koller m.fl., 2015, ss. 177–178). Det kan till exempel vara ett patent eller ett pågående utvecklingsprojekt. Metoden går ut på att uppskatta värdet av att ha möjlighet att använda tillgången längre fram, om det visar sig vara lönsamt (Hitchner, 2017, s. 1045). Ju större osäkerhet och framtida potential, desto högre blir värdet enligt denna modell (Puca & Zyla, 2019).

Ersättningskostnadsmetoden utgår från vad det skulle kosta att återskapa en liknande tillgång idag. Därefter görs avdrag för teknisk, funktionell eller ekonomisk föråldring (Puca & Zyla, 2019). Den används främst för tillgångar som inte genererar direkta kassaflöden, såsom internutvecklade system, dokumenterade rutiner eller personalstruktur (Hitchner, 2017, s. 948).

För att ge vägledning i metodval har The Association of International Certified Professional Accountants (AICPA) (2012) i rapporten "Three Approaches to Valuing Intangible Assets" tagit fram en tabell (Tabell 1) som visar vilka värderingsmetoder som vanligtvis används för olika typer av immateriella tillgångar.

**Tabell 1. Rekommenderade värderingsmetoder för olika immateriella tillgångar [egen översättning] (AICPA, 2012)**

TILLGÅNG	PRIMÄR	SEKUNDÄR	TERITÄR
Patent	Avkastnings	Marknads	Tillgångs/substans
Teknik	Avkastnings	Marknads	Tillgångs/substans
Upphovsrätt	Avkastnings	Marknads	Tillgångs/substans
Sammanställd personalstyrka	Tillgångs/substans	Avkastnings	Marknads
Internutvecklad mjukvara	Tillgångs/substans	Marknads	Avkastning
Varumärken	Avkastnings	Marknads	Tillgångs/substans
Kundrelationer	Avkastnings	Tillgångs/substans	Marknads

Sammanfattningsvis visar detta avsnitt att värdering av immateriella tillgångar kräver mer än enbart traditionella finansiella nyckeltal. Eftersom dessa tillgångar sällan syns i balansräkningen, men ofta utgör en stor del av ett företags faktiska värde, behöver värderaren använda metoder som fångar deras ekonomiska betydelse. De fem modeller som presenteras, Befrielse from royalty-metoden, Multipelperiodens överskottsintäktsmetoden, Med och utan-metoden, Real options-modellen samt

Ersättningskostnadsmetoden, erbjuder olika sätt att uppskatta värdet beroende på tillgångens egenskaper och tillgången till data. Som Puca och Zyla (2019) lyfter fram är det viktigt att anpassa metoden till den specifika tillgången för att få ett tillförlitligt resultat. Detta kräver bredare användning av både data och analysmodeller, särskilt i branscher där immateriella resurser är avgörande för företagets konkurrenskraft och långsiktiga värde.

## **2.4 Sammanfattning av teorikapitel**

Det teoretiska kapitlet har gett en samlad bild av tre huvudområden som är centrala för denna studie: fusioner och förvärv, immateriella tillgångar och företagsvärdering. Tillsammans skapar dessa områden en grund för att förstå hur företag köper andra företag och hur värdet på immateriella tillgångar kan bedömas i samband med det. Teorierna om fusioner och förvärv förklarar hur förvärv går till, vilka typer som förekommer och vilka strategiska motiv som ligger bakom. Avsnittet om immateriella tillgångar visar varför sådana resurser ofta är avgörande för ett företags långsiktiga värdeskapande, men samtidigt svåra att identifiera och redovisa. Värderingsdelen presenterar tre huvudsakliga ansatser för att uppskatta ett företags värde samt fem modeller som är särskilt relevanta för att värdera icke-redovisade immateriella tillgångar i praktiken.

## **3 Metod**

I detta kapitel presenteras studiens metoder. Syftet med metodkapitlet är att beskriva tillvägagångssättet för primärdatainsamlingen och hur den insamlade informationen används i analysen. Målet med studien är att öka förståelsen för hur icke-redovisade immateriella tillgångar påverkar värdet av en redovisningsbyrå vid ett företagsköp. Eftersom icke-redovisade immateriella tillgångar ofta är svåra att kvantifiera och fångas dåligt i traditionell finansiell rapportering, bedöms semistrukturerade intervjuer vara en lämplig metod för att fånga nyanserade insikter kring deras påverkan vid företagsförvärv.

### **3.1 Metodval**

Kännetecknet för kvalitativa studier är att tonvikten oftast ligger på ord och språk i stället för på siffror (Ahrne & Svensson Peter, 2015, ss. 9–11). Enligt Patel & Davidson (2019, s. 55)

är den kvalitativa forskningsstrategin till betydligt högre grad induktiv<sup>4</sup>, med forskningsfrågor som är öppna och förändras eller specificeras under forskningsprocessen. Den kvalitativa forskningsstrategin möjliggör en djupare förståelse av fenomen genom tolkning och analys av respondenternas beskrivningar. En kvalitativ metod är lämplig eftersom denna studie syftar till att analysera vilka faktorer som påverkar värderingen av redovisningsbyråer vid företagsköp, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar. Dessa faktorer är ofta komplexa, subjektiva och svåra att kvantifiera, vilket gör att en kvalitativ ansats ger bättre möjligheter att fånga deras innebörd och betydelse i en specifik kontext.

Intervjuer är ett effektivt verktyg för att få insikt i olika aktörers perspektiv och erfarenheter kring ett fenomen (Ahrne & Svensson, 2015, s. 77). Patel och Davidson (2019, s. 105) framhåller att syftet med en kvalitativ intervju är att upptäcka och identifiera egenskaper hos ett fenomen, snarare än att fastställa objektiva sanningar. Genom att använda semistrukturerade intervjuer säkerställs att relevanta teman behandlas, samtidigt som respondenterna ges frihet att utveckla sina svar (Bryman & Bell, 2013, s. 475). Respondenternas svar jämförs sedan med varandra och med teorin. Detta skapar en balans mellan struktur och flexibilitet och möjliggör en djupare analys av respondenternas synsätt.

### **3.2 Datainsamling**

Datainsamlingen bygger på en kvalitativ metod och består av tre semistrukturerade intervjuer med experter inom området för fusioner och förvärv. För att besvara studiens forskningsfrågor och belysa hur redovisningsbyråer värderas vid företagsförvärv har intervjupersoner valts utifrån tre centrala perspektiv: köpare, säljare och förmedlare. De semistrukturerade intervjuerna utgick från en frågeguide med teman kopplade till värderingsaspekter, immateriella tillgångar och utmaningar i förvärvsprocessen. Den fullständiga frågeguiden återfinns i bilaga 1. Dessa tre aktörer spelar centrala roller i förvärvsprocessen och har olika drivkrafter, prioriteringar och uppfattningar om vad som utgör ett företags värde.

---

<sup>4</sup> Induktiv analys innebär att forskaren låter datan forma analysen utan förutbestämda antaganden (Bryman & Bell, 2013, ss. 32, 34–35).

Intervjupersonerna har valts för att spegla olika perspektiv på värderingsprocessen och därigenom bidra till en djupare förståelse för hur icke-redovisade immateriella tillgångar beaktas vid företagsförvärv. Köparens perspektiv bidrar med förståelse för hur värderingsbeslut fattas i praktiken och vilka överväganden som ligger till grund vid ett företagsförvärv. Säljarens synvinkel ger svar på hur företagare själva uppfattar sitt företags värde och vilka faktorer de anser vara viktiga i försäljningsprocessen. Förmedlarens erfarenhet ger en bredare förståelse för transaktionsprocessen och kan identifiera kritiska faktorer som påverkar genomförandet av ett företagsförvärv. Genom att kombinera dessa tre perspektiv kan studien bidra med en mer heltäckande bild av värderingsprocessen och de utmaningar som kan uppstå vid företagsförvärv av redovisningsbyråer.

Intervjuernas struktur följer en semistrukturerad modell, det vill säga att frågorna är standardiserade men ger också utrymme för öppna och djupgående svar. För att uppnå en hög jämförbarhet mellan intervjuerna har frågorna delats in i skilda rubriker, nämligen värderingsaspekter, bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar, utmaningar i förvärvsprocessen.

Även om majoriteten av intervjufrågorna fokuserade på icke-redovisade immateriella tillgångar inleds samtalen med bredare frågor om företagsvärdering och avslutas med mer öppna frågor om utmaningar i förvärvsprocessen. Syftet med detta tillvägagångssätt var att ge respondenterna möjlighet att fritt formulera sina tankar, utan att direkt ledas in på det huvudsakliga temat. Genom att först närma sig ämnet ur ett allmänt perspektiv kunde jag undersöka om immateriella tillgångar nämndes spontant, vilket i sig kan ge en indikation på hur betydelsefulla de upplevs vara. Samtidigt syftade denna struktur till att få fram vad respondenterna själva betraktar som de mest centrala faktorerna och utmaningarna i ett företagsförvärv. För att få en mer heltäckande bild av förvärvsprocessen ställdes även kompletterande frågor till förmedlaren om hur förvärvsprocessen typiskt sett genomförs.

Intervjuerna genomförs via Microsoft Teams, spelas in och uppskattas vara mellan 30 och 40 minuter. Intervjusvaren analyseras tematiskt och kopplas till relevant teori kring företagsvärdering och immateriella tillgångar. Som nämnt representerar intervjupersonerna tre olika roller vid ett företagsförvärv, nämligen köparen, säljaren och förmedlaren.

### **3.2.1 Köparen**

Bjørn Erik Dahl representerar köparens perspektiv i studien. I sin roll som Head of M&A Norway på Rantalainen Oy arbetar han med att identifiera och genomföra företagsförvärv inom redovisningsbranschen. Dahl har mångårig erfarenhet av transaktioner och värderingsfrågor, vilket gör honom väl insatt i de faktorer som är avgörande vid köp av redovisningsbyråer. Hans tidigare bakgrund som vd för en byrå som genomgått en försäljningsprocess bidrar med ett breddat perspektiv.

### **3.2.2 Säljaren**

Cedric Frostdahl intervjuades i egenskap av säljare. Han var tidigare delägare och Operating Director på redovisningsbyrån Norlic Oy Ab, som vid försäljningstillfället våren 2023 hade cirka 190 anställda. Företaget såldes till Rantalainen Oy, som är en av de större aktörerna på marknaden. Frostdahl valde att stanna kvar i det nya ägarbolaget och arbetar idag som Head of M&A Sweden. Hans perspektiv är särskilt värdefullt eftersom han har erfarenhet av att både sälja en större byrå och delta i företagsförvärv ur köparens synvinkel.

### **3.2.3 Förmedlaren**

För att belysa förmedlarens roll i förvärvsprocesser intervjuades Jarmo Sassali, anställd av AO Partners Oy, som är specialiserad på att bistå små och medelstora företag vid företagsöverlåtelser. Sassali har flerårig erfarenhet av företagsförvärv, både som rådgivare och som tidigare företagare. Han grundade och drev tidigare ett nischat redovisningsföretag som senare såldes till Aallon Group Oy. Efter försäljningen arbetade han vidare i olika ledarroller, bland annat med CFO-tjänster och utveckling av koncerttjänster. Idag är han verksam som rådgivare i förvärvsprocesser, ofta med uppdrag från både köpar- och säljarsidan. Hans perspektiv bidrar med en unik helhetsbild av hur värdering sker i praktiken och hur olika aktörer uppfattar immateriella tillgångars betydelse vid företagsförvärv.

## **3.3 Validitet och reliabilitet**

Begreppen validitet och reliabilitet är traditionellt förknippade med kvantitativ forskning, men används även inom kvalitativa metoder för att bedöma en studies trovärdighet (Bryman & Bell, 2013, ss. 400–401). I kvalitativ forskning syftar validitet på hur väl forskaren

lyckas fånga och återge det som undersöks, medan reliabilitet handlar om hur tydlig och konsekvent forskningsprocessen är (Patel och Davidson, 2019, s. 27).

I studien har kvalitativa intervjuer genomförts med tre aktörer för att fånga olika perspektiv på företagsförvärvsprocessen, nämligen en köpare, en säljare och en förmedlare. Denna metod ger möjlighet att få fram nyanserade och detaljerade beskrivningar, men kräver också eftertanke i hur svaren tolkas. Eftersom intervjuer bygger på människors erfarenheter och uppfattningar är det viktigt att vara medveten om forskarens roll i analysen. Ahrne och Svensson (2015, s. 77) lyfter fram att man inte kan ta för givet att det människor säger alltid motsvarar hur de faktiskt agerar, vilket gör det särskilt viktigt att närma sig materialet med ett kritiskt förhållningssätt.

En deduktiv ansats har tillämpats i studien, vilket innebär att analysen utgår från teorier och tidigare forskning. Den deduktiva ansatsen kan bidra till att öka objektiviteten i studien, eftersom det innebär att analysen i mindre grad påverkas av forskarens egna tolkningar. Samtidigt finns det en risk att man fokuserar för mycket på det som passar in i teorin, och därmed går miste om nya perspektiv (Patel & Davidson, 2019, s. 27).

Inom kvalitativ forskning talar Bryman och Bell (2017, s. 401) om intern och extern reliabilitet. Intern reliabilitet handlar om att flera forskare tolkar materialet på liknande sätt. Eftersom analysen i detta fall genomförts av en enskild forskare har det varit särskilt viktigt att arbeta konsekvent och systematiskt. Extern reliabilitet, det vill säga möjligheten att upprepa studien i en annan kontext med liknande resultat, är begränsad inom kvalitativ forskning. Detta begränsar möjligheten att replikera studien, eftersom resultaten i hög grad formas av det specifika sammanhanget och samspelet mellan forskaren och deltagarna.

Begreppet extern validitet handlar om överförbarhet. Eftersom denna studie omfattar tre olika perspektiv inom samma bransch kan vissa resultat vara relevanta också i andra förvärvssituationer, men syftet är inte att generalisera. Målet är snarare att ge en djupare förståelse för hur icke redovisade immateriella tillgångar kan uppfattas och hanteras i praktiken. Detta är särskilt relevant i denna studie, då förståelsen för hur immateriella tillgångar värderas formas av de olika aktörernas positioner i förvärvsprocessen. En närmare reflektion kring hur validitet och reliabilitet faktiskt uppnåtts i studien förs i det avslutande diskussionskapitlet.

### **3.4 Sammanfattning av metodkapitel**

Detta metodkapitel har redogjort för studiens kvalitativa ansats, urvalet av intervjupersoner samt det praktiska genomförandet av datainsamlingen. Genom semistrukturerade intervjuer med tre erfarna aktörer inom företagsförvärv, det vill säga en köpare, en säljare och en förmedlare, har ett omfattande och mångfacetterat datamaterial samlats in. Dessa tre perspektiv möjliggör en djupare förståelse för hur icke-redovisade immateriella tillgångar beaktas i värderingsprocessen av redovisningsbyråer och skapar goda förutsättningar för att besvara studiens forskningsfrågor. Kapitellet har även kort diskuterat validitet och reliabilitet i relation till den valda metoden. I nästa kapitel presenteras resultaten från intervjuerna.

## **4 Resultat**

I detta kapitel presenteras resultaten från studien, baserade på insikter från intervjuer med köpare, säljare och förmedlare av redovisningsbyråer. De intervjufrågor som låg till grund för samtalen finns återgivna i bilaga 1. Syftet är att redogöra för hur icke-redovisade immateriella tillgångar identifieras, värderas och påverkar prissättningen vid företagsförvärv inom redovisningssektorn. Med icke-redovisade immateriella tillgångar avses i denna studie resurser som inte syns i balansräkningen, men som ändå anses ha ett värde i en företagsöverlåtelse. Exempel på sådana tillgångar är datorprogramvara, personalens kompetens, kundlojalitet, varumärken, kundrelationer, patent, licenser, användarrättigheter, filmer och importkvoter. Resultaten struktureras utifrån tre teman: värderingsaspekter, bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar samt utmaningar i förvärvsprocessen. Varje perspektiv presenteras separat och jämförs samt analyseras i nästa kapitel.

### **4.1 Köparens perspektiv**

I denna sektion presenteras köparens perspektiv på företagsvärdering vid förvärv av en redovisningsbyrå. Fokuset ligger på vilka faktorer som är avgörande vid värderingen, hur icke-redovisade immateriella tillgångar hanteras och bedöms samt vilka utmaningar som kan uppstå under förvärvsprocessen. Svar och insikter i denna sektion baseras på en intervju med en köpare som arbetar med företagsköp inom redovisningsbranschen.

#### **4.1.1 Värderingsaspekter**

På frågan om vilka faktorer som är mest avgörande vid värderingen av en redovisningsbyrå betonar köparen att de mest centrala faktorerna är finansiella nyckeltal, såsom EBITDA, årliga intäkter och omsättning per anställd. Dessa nyckeltal ger köparen en tydlig indikation på företagets lönsamhet och effektivitet, vilket gör dem till en grundläggande utgångspunkt i värderingsprocessen. Köparen beskriver dessa nyckeltal som ett ramverk snarare än en exakt formel för prissättning, vilket han sammanfattar med orden: "värderingsmetoder ger ett bra ramverk men ofta inte det faktiska värdet eller transaktionspriset."

Köparen framhåller dock att värderingsmetoden kan variera beroende på företagets storlek och köparens strategi. Mindre aktörer tenderar att lägga större vikt vid byråns interna kultur och arbetsprocesser, medan större köpare prioriterar skalbarhet och finansiell stabilitet. Köparen uppfattar att digitaliseringsgrad har fått ökad betydelse i värderingssammanhang, särskilt i samband med effektivisering och automatisering av redovisningstjänster. Utöver de finansiella faktorerna anser köparen att kundbasens struktur har en betydande inverkan på värderingen. En byrå med stora, långvariga kundrelationer ses som mer värdefull än en byrå där kunderna är mer rörliga och knutna till enskilda medarbetare.

#### **4.1.2 Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar**

På frågan om hur icke-redovisade immateriella tillgångar bedöms i samband med företagsförvärv lyfter köparen fram att dessa tillgångar ofta har en stor påverkan på företagets framtida värde men att de ofta inte kvantifieras i värderingen. Köparen betonar särskilt tre faktorer: kundrelationer, personalens kompetens och digitaliseringsgrad.

En av de viktigaste aspekterna enligt köparen är att avgöra om kundrelationerna är kopplade till företaget som helhet eller till enskilda anställda. "Jag vill se om kunderna är kunder av redovisningsbyrån eller den anställda," förklarar köparen och påpekar att detta kan ha stor påverkan på byråns intäktsbas efter ett förvärv.

Vidare ser köparen digitalisering som en alltmer central faktor vid värdering av redovisningsbyråer. En hög grad av digitalisering innebär ofta effektivare arbetsflöden och enklare integration i en större organisation. Om en byrå saknar digitala system kan det innebära att köparen måste investera i modernisering efter förvärvet, vilket kan påverka

priset negativt. Slutligen nämner köparen att företagskultur och ledarskap kan vara viktiga immateriella faktorer att beakta, särskilt i mindre förvärv där en smidig integration är avgörande.

#### **4.1.3 Utmaningar i förvärvsprocessen**

Vid företagsförvärv uppstår ofta utmaningar kopplade till både värdering och integration av verksamheten. På frågan om vilka svårigheter som kan uppstå vid köp av en redovisningsbyrå framhåller köparen att en av de största riskerna är att nyckelpersoner inom företaget väljer att lämna efter försäljningen, vilket kan påverka kundrelationer och därmed byråns framtida intäkter.

Ett annat problem som köparen ofta ställs inför är att vissa säljare har orealistiska prisförväntningar. Köparen säger att "det händer att säljare överskattar värdet på exempelvis certifierade redovisningskonsulter. Men jag brukar säga: om de är så duktiga borde de också ha ett bättre resultat" och syftar på avvikelsen mellan upplevd kompetens och faktisk lönsamhet. Han lyfter också fram att i vissa fall kan säljaren överskatta värdet på icke-redovisade immateriella tillgångar, exempelvis genom att anta att en kundbas har ett högre framtida värde än vad köparen anser vara realistiskt. Detta kan försvåra förhandlingsprocessen och i vissa fall leda till att affären inte genomförs.

Köparen återkommer till betydelsen av starka kundrelationer, men understryker särskilt risken med att dessa relationer är knutna till enskilda medarbetare. Om nyckelpersoner lämnar efter förvärvet kan det leda till kundtapp, vilket direkt påverkar framtida intäkter. Därför framhåller han vikten av att i ett tidigt skede analysera kundstrukturen och bedöma graden av personberoende för att bättre förutse eventuella intäktsrisker vid ett ägarbyte.

#### **4.1.4 Sammanfattning av köparens perspektiv**

Sammanfattningsvis beskriver köparen finansiella nyckeltal, såsom EBITDA och intäkt per anställd, som centrala i värderingen av en redovisningsbyrå. Samtidigt framhålls att immateriella tillgångar, särskilt kundrelationer, personalens kompetens och digitaliseringsgrad, har en avgörande inverkan på företagets långsiktiga värde. Dessa tillgångar bedöms ofta kvalitativt och kan påverka prissättningen beroende på hur väl de passar in i köparens strategi och möjligheter till integration.

Köparen pekar också på flera praktiska utmaningar vid företagsförvärv. Särskilt problematiskt är när nyckelpersoner lämnar efter affären eller när säljare har orealistiska förväntningar på värdet av exempelvis kundrelationer. Detta kan försvåra förhandlingsprocessen och i vissa fall äventyra affären. Köparens perspektiv bidrar därmed med viktiga insikter om hur icke-redovisade immateriella tillgångar påverkar både värdering och genomförande, vilket ligger i linje med studiens syfte. Hur dessa uppfattningar skiljer sig från säljarens och förmedlarens beskrivs vidare i analyskapitlet.

## **4.2 Säljarens perspektiv**

I denna sektion presenteras säljarens perspektiv på företagsvärdering vid försäljning av en redovisningsbyrå. Fokuset ligger på vilka faktorer som är avgörande vid värderingen, hur icke-redovisade immateriella tillgångar hanteras och vilka utmaningar som kan uppstå under försäljningsprocessen. Svar och insikter i denna sektion baseras på en intervju med en säljare som nyligen gjort en företagsförsäljning inom redovisningsbranschen.

### **4.2.1 Värderingsaspekter**

På frågan om vilka faktorer som är mest avgörande vid värderingen av en redovisningsbyrå betonar säljaren att den centrala grunden för värderingen utgörs av företagets lönsamhet och finansiella nyckeltal, som EBITDA. Enligt säljaren ger dessa nyckeltal en tydlig bild av verksamhetens ekonomiska stabilitet och framtida potential, vilket gör dem till en avgörande faktor för köpare.

Säljaren upplever att organisationsstruktur och företagsstorlek har stor betydelse i värderingsprocessen. Enligt säljaren uppfattas en större och mer välorganiserad byrå generellt som mer attraktiv för köpare, eftersom det underlättar ett framtida företagsförvärv. Dock påpekar säljaren att värderingsmetoder och prioriteringar kan variera beroende på affärens omständigheter. I vissa fall kan andra faktorer väga tyngre, exempelvis kundbasens stabilitet och personalens kompetens. Säljaren beskriver värderingen av icke-redovisade immateriella tillgångar som en subjektiv process där individuella preferenser väger in, vilket han beskriver som att: "Värderingen går mera ut på att sätta plus på sådana faktorer man gillar och minus på sådant man gillar mindre."

#### **4.2.2 Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar**

När det gäller hur icke-redovisade immateriella tillgångar bedöms i värderingen anser säljaren att efterfrågan på marknaden i stor utsträckning styr priset. Enligt säljaren har byråägare ofta en tydlig uppfattning om vad deras verksamhet är värd, baserat på tidigare transaktioner eller erbjudanden, samt branschens generella värderingsnormer.

På frågan om vilka icke-redovisade immateriella tillgångar som har störst betydelse i en försäljningsprocess framhåller säljaren att organisationsstrukturen är en av de viktigaste faktorerna. En väletablerad och välfungerande struktur gör att en byrå lättare kan överlåtas och integreras i en ny verksamhet, vilket ökar attraktiviteten för köpare. Säljaren nämner att digitalisering och teknikutveckling har blivit allt viktigare vid värderingar och att dessa aspekter sannolikt kommer att få ännu större betydelse i framtiden. Han förutspår att "icke-redovisade immateriella tillgångar kommer att få ännu större påverkan på företagsförvärv."

Säljaren menar att programvara spelar en mindre avgörande roll än vad han upplever att vissa köpare och förmedlare tillskriver den. Så länge systemen är moderna och uppdaterade ser säljaren inte vilket specifikt program som används som en avgörande faktor. Detta kan skilja sig från köparens perspektiv, där tekniska lösningar ofta bedöms mer noggrant.

#### **4.2.3 Utmaningar i förvärvsprocessen**

Vid ett företagsförvärv kan flera utmaningar uppstå, beroende på affärens specifika förutsättningar. Enligt säljaren är en av de största utmaningarna att köpare och säljare delar samma framtidsvision. Skillnader i strategisk inriktning kan enligt honom skapa problem i förhandlingarna och i vissa fall leda till att affären inte genomförs.

Säljaren nämner även att due diligence-processen är en tidskrävande och omfattande del av företagsförvärvet. För att köparen ska kunna genomföra en grundlig granskning av byråns verksamhet krävs att säljaren har ordning på sin dokumentation och kan redogöra för både finansiella och operativa aspekter. Detta kan bli en utmaning om det saknas tydliga rutiner eller om verksamheten inte är tillräckligt systematiserad.

Utöver detta pekar säljaren på svårigheten att få alla ägare att enas om försäljningen och det slutliga priset. I vissa fall kan det finnas olika uppfattningar om byråns värde, vilket gör att förhandlingarna drar ut på tiden. Säljaren ser detta som en av de största utmaningarna vid en försäljning, särskilt i situationer där flera delägare är involverade.

#### **4.2.4 Sammanfattning av säljarens perspektiv**

Sammanfattningsvis beskriver säljaren lönsamhet och finansiella nyckeltal som de mest avgörande faktorerna vid värdering av en redovisningsbyrå, även om strukturella och organisatoriska aspekter också lyfts fram som betydelsefulla. När det gäller icke-redovisade immateriella tillgångar betonas särskilt organisationsstrukturens betydelse för en smidig överlåtelse. Digitalisering och teknikutveckling ses som framtida värdedrivare, medan val av programvara har en mer begränsad inverkan enligt säljaren.

Säljaren pekar även på flera utmaningar i försäljningsprocessen, framför allt vikten av att dela en gemensam framtidsvision med köparen samt att ha god ordning inför due diligence. Att få samtliga ägare att enas om försäljningsvillkor och pris beskrivs som en särskilt svår utmaning i situationer med flera delägare. Sammantaget ger säljarens perspektiv viktig inblick i hur icke-redovisade immateriella tillgångar hanteras och vilka faktorer som påverkar prissättningen, vilket direkt relaterar till studiens syfte. Hur detta skiljer sig från köparens och förmedlarens syn diskuteras vidare i analyskapitlet.

#### **4.3 Förmedlarens perspektiv**

I denna sektion presenteras förmedlarens perspektiv på företagsförvärv inom redovisningsbranschen. Fokus ligger på hur värderingsprocessen genomförs, hur immateriella tillgångar bedöms samt vilka utmaningar som kan uppstå i en företagsaffär. Till skillnad från köpare och säljare som har direkt ekonomiskt intresse i transaktionen, fungerar förmedlaren som en mellanhand med insyn i båda parterns prioriteringar och förhandlingsstrategier. Svaren i denna sektion baseras på en intervju med en förmedlare som har erfarenhet av att hantera förvärvsprocesser inom redovisningsbranschen.

### 4.3.1 Övergripande processperspektiv

På frågan om hur en företagsförsäljning vanligtvis går till beskriver förmedlaren att processen inleds med en informationsinsamling där säljarens verksamhet analyseras. En viktig del av detta arbete är att skapa en realistisk bild av företagets värde och identifiera potentiella risker.

Förmedlaren framhåller att processen kan vara antingen köparstyrd eller förmedlarstyrd, beroende på affärens upplägg. I vissa fall har köparen en aktiv roll genom hela processen och driver värderingsdiskussionerna, medan det i andra fall är förmedlaren som hanterar förhandlingarna och skapar en bro mellan parterna.

Vidare betonas vikten av transparens i ett tidigt skede. Om säljaren från början ger en ärlig bild av företagets ekonomiska situation och operativa förhållanden kan processen effektiviseras och risken för missförstånd längre fram i förhandlingarna minimeras.

### 4.3.2 Värderingsaspekter

På frågan om vilka faktorer som är mest avgörande vid värderingen av en redovisningsbyrå betonar förmedlaren att "EBITDA ja liikevaihto per työntekijä ovat tärkeimpiä mittareita, mutta myös asiakaskunnan rakenne ja henkilöstön osaaminen vaikuttavat arvonnäaritykseen." Det vill säga, finansiella nyckeltal såsom EBITDA och omsättning per anställd utgör enligt honom en objektiv grund för prissättning, samtidigt som kundstruktur och personalens kompetens också påverkar värdet.

Förmedlaren beskriver att en byrå med ett fåtal större kunder ofta upplevs som mer attraktiv än en med många små kunder, eftersom större kunder tenderar att bidra med stabilare och mer långsiktiga intäkter. Samtidigt är personalens kompetens en nyckelfaktor, då kundrelationer och specialistkunskap i hög grad kan vara knutna till enskilda medarbetare.

Förmedlaren påpekar dock att säljare ibland har orealistiska värderingsförväntningar. Förmedlaren upplever att många säljare antar att en stark kundbas och lång historik automatiskt innebär ett högt försäljningsvärde, trots att byråns faktiska lönsamhet är en mer avgörande faktor för köparen.

### 4.3.3 Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar

På frågan om hur immateriella tillgångar bedöms i värderingsprocessen betonar förmedlaren att kundrelationer, personal och tekniska system är de mest kritiska faktorerna. Kundlojalitet är en central aspekt eftersom köpare vill säkerställa att befintliga kunder stannar kvar även efter ägarbytet.

Förmedlaren lyfter även fram att personalens ålder och kompetens kan påverka byråns värde. Om en stor del av personalen närmar sig pensionsålder kan det innebära en risk att byrån förlorar nyckelpersoners kunskap, vilket kan göra den mindre attraktiv för en köpare. Som förmedlaren beskriver det: "Henkilöstön ikäräkenne voi olla kriittinen tekijä arvonmäärittämisessä. Jos kaikki työntekijät ovat kuusikymppisiä, eläköitymisriski voi vaikuttaa yrityksen houkuttelevuuteen."

Vidare framhåller förmedlaren att tekniska system och digitaliseringsgrad spelar en roll i värderingsprocessen. En byrå med moderna, välfungerande system är lättare att integrera i en större verksamhet, medan en byrå som fortfarande arbetar manuellt kan kräva omfattande investeringar i uppdaterad teknik efter förvärvet.

Förmedlaren påpekar dock att köparens perspektiv ofta avgör vilka immateriella tillgångar som anses mest värdefulla. En köpare som är inriktad på tillväxt kan exempelvis värdera en stark kundbas högre, medan en köpare som söker effektivisering kan prioritera digitaliseringsgraden. Förmedlaren själv beskriver det som: "Me ei määritetä arvoa immateriaalisille hyödykkeille, vaan tuodaan ne esiin ostajalle, joka päättää, onko niillä merkitystä."

### 4.3.4 Utmaningar i förvärvsprocessen

Vid företagsförvärv uppstår ofta utmaningar kopplade till prissättning, förhandlingar och integration. På frågan om vilka hinder som är vanligast i förvärvsprocessen framhåller förmedlaren att en av de största utmaningarna är att hantera säljares prisförväntningar. Många säljare utgår från att deras byrå har ett högre värde än vad marknaden faktiskt är villig att betala. Detta formulerar förmedlaren så här: "Suurin haaste on usein se, että myyjät odottavat saavansa korkeamman hinnan kuin mitä yrityksen taloudellinen tilanne oikeuttaa. He ajattelevat, että asiakassuhteet ja historia tuovat lisäarvoa, vaikka yritys ei tekisi kunnollista voittoa."

En annan utmaning är att skapa en smidig övergång mellan säljare och köpare. Förmedlaren påpekar att köpare ofta vill att säljaren ska vara kvar under en övergångsperiod för att säkerställa kontinuitet och minska risken för kundtapp. Dock är det inte alltid säljaren är villig att stanna kvar efter försäljningen, vilket kan skapa osäkerhet i affären.

Vidare lyfter förmedlaren fram att skillnader i företagskultur mellan köpare och säljare ibland kan försvåra integrationsprocessen. Om köparen vill implementera nya arbetsmetoder eller förändra företagets struktur kan det skapa motstånd bland anställda, vilket i vissa fall kan påverka produktiviteten och arbetsmiljön negativt.

#### **4.3.5 Sammanfattning av förmedlarens perspektiv**

Sammanfattningsvis beskriver förmedlaren finansiella nyckeltal, såsom EBITDA och omsättning per anställd, som de mest centrala faktorerna i värderingen av redovisningsbyråer. Samtidigt framhålls att kundstruktur och personalens kompetens har stor betydelse, särskilt när kundrelationer och specialistkunskap är knutna till enskilda medarbetare. Förmedlaren lyfter även fram immateriella tillgångar som viktiga i värderingsprocessen, där digitaliseringsgrad och tekniska system påverkar hur attraktiv byrån är för potentiella köpare.

De största utmaningarna enligt förmedlaren gäller säljares värderingsförväntningar, behovet av en fungerande övergångsfas samt risken för kulturkrockar vid integration. Dessa faktorer kan påverka både affärens utformning och dess långsiktiga resultat. Förmedlarens perspektiv ger därmed en bredare förståelse för hur immateriella tillgångar och förväntningar hanteras mellan parterna i en företagsaffär. Hur detta skiljer sig från köparens och säljarens synsätt analyseras närmare i nästa kapitel.

## **5 Analys**

I detta kapitel analyseras och jämförs resultatet från de tre intervjuerna med utgångspunkt i studiens teoretiska referensram. Syftet är att identifiera mönster, skillnader och samband mellan aktörernas perspektiv på företagsvärdering, med särskilt fokus på icke-redovisade immateriella tillgångar.

## 5.1 Värderingsaspekter

Ett tydligt mönster som framträder i intervjuerna är att alla tre aktörer betraktar finansiella nyckeltal som grundläggande vid företagsvärdering, i synnerhet EBITDA. Detta ligger i linje med teorin om avkastningsbaserad värdering, där förväntade framtida intäkter diskonteras till ett nuvärde. Som bland annat Mellen och Evans (2018, s. 121) och Hitchner (2017, s. 147) lyfter fram, fungerar EBITDA som en central indikator på lönsamhet och kassaflödespotential. Även Koller m.fl. (2015, s. 177) framhåller detta i sin beskrivning av den avkastningsbaserade värderingsmodellen.

Utöver detta uppstår dock vissa skillnader i hur respektive aktör bedömer vilka faktorer som är mest avgörande. Köparen och förmedlaren lyfter båda fram omsättning eller intäkt per anställd som viktiga effektivitetstal, vilket inte nämns av säljaren. Det kan tyda på att köparens och förmedlarens perspektiv har ett starkare fokus på operativ effektivitet och skalbarhet. Enligt Ibrahim (2018, ss. 69–70) och Gaughan (2015, ss. 139–142) är detta typiskt för synergimotiv vid horisontella och strategiska förvärv där effektivitet och skalbarhet är centrala mål. Säljaren lägger i stället större vikt vid strukturella aspekter såsom organisationsstruktur och företagets storlek. Dessa är faktorer som inte alltid syns i nyckeltalen men som kan påverka hur smidigt ett ägarbyte genomförs. En översikt av de mest framträdande värderingsfaktorerna enligt respektive aktör presenteras i Tabell 2 nedan.

Tabell 2. Viktiga värderingsfaktorer enligt aktör

Värderingsfaktor	Säljaren	Köparen	Förmedlaren
EBITDA	+	+	+
Omsättning/intäkt per anställd		+	+
Organisationsstruktur	+	±	+
Kundrelationer	±	+	+
Personalens kompetens	±	+	+
Digitalisering	+	+	+
Programvara	–	±	±
+ = Tydligt betonad ± = Nämns indirekt eller i viss mån – = Anges som mindre viktig eller mindre relevant			

Som framgår av tabellen är det endast ett begränsat antal värderingsfaktorer som samtliga aktörer tydligt betonar. Två faktorer utmärker sig särskilt, EBITDA och digitalisering. EBITDA framhålls uttryckligen av alla tre respondenter och framstår därmed som en central, gemensam referenspunkt i värderingsprocessen. Digitalisering betonas tydligt av alla tre aktörer, vilket understryker dess växande betydelse i värderingsprocessen. Effektivitet, i form av intäkt per anställd, betonas tydligt av både köparen och förmedlaren, medan säljaren inte nämner denna aspekt överhuvudtaget. Ett liknande mönster finns i synen på programvara; köparen och förmedlaren anser att den har viss relevans, medan säljaren uttryckligen nedtonar dess betydelse. Att förmedlaren har flest markeringar i tabellen kan tolkas som en följd av dennes mer övergripande roll i transaktionen, där insyn i både köparens och säljarens prioriteringar ger upphov till ett bredare spektrum av identifierade faktorer, även sådana som endast nämns i viss mån.

Särskilt intressant är att samtliga respondenter i studien på olika sätt beskriver företagsvärdering som en subjektiv process snarare än en strikt kalkyl. Säljaren menar exempelvis att värderingen mer liknar ett helhetsintryck, där köparen "sätter plus på det man gillar och minus på det man gillar mindre". Köparen uttrycker liknande tankar och betonar att vissa immateriella tillgångar inte explicit värderas, men att de ändå påverkar betalningsviljan vid förvärvet. Även förmedlaren bekräftar detta perspektiv genom att förklara att icke-redovisade immateriella tillgångar sällan ges ett direkt värde, utan snarare lyfts fram för köparen, som själv avgör deras betydelse.

Detta praktiska synsätt står delvis i kontrast till traditionell värderingsteori, där det antas att samtliga värdeskapande tillgångar bör kvantifieras och inkluderas i den slutliga värderingen (Gaughan, 2015, ss. 551–553; Puca & Zyla, 2019). Teorin betonar vikten av att använda strukturerade och systematiska metoder som säkerställer att alla relevanta tillgångar beaktas, snarare än att förlita sig på subjektiva intryck eller informella bedömningar. Här uppstår en tydlig spänning mellan teori och praktik. Teorin förespråkar heltäckande värderingsmodeller, medan praktiken ofta kännetecknas av förenklingar, intuition och förhandlingar.

Förmedlaren bidrar med ytterligare nyanser, särskilt genom att påpeka att vissa säljare överskattar värdet på sin byrå på grund av historik eller långvariga kundrelationer, trots att dessa inte nödvändigtvis återspeglas i aktuell lönsamhet. Dessutom framgår det att slutliga

priset också av kostnader kopplade till transaktionsstruktur, finansiering och extern rådgivning. Dessa faktorer aktualiseras ofta först i slutförhandlingen (PWC, 2022).

## 5.2 Icke-redovisade immateriella tillgångars bedömning och hantering

Alla tre aktörer i studien framhåller att icke-redovisade immateriella tillgångar spelar en viktig roll i företagsvärdering, men vilka tillgångar som anses mest värdefulla varierar beroende på respondentens roll i transaktionen. Köparen och förmedlaren lyfter särskilt fram kundrelationer och personalens kompetens, resurser som enligt Black och Zyla (2018, ss. 1–2) samt Parr (2018, ss. 3–5) är avgörande för framtida intäktsflöden och operativ stabilitet. För köparen är det dessutom centralt att bedöma graden av personalberoende; om kunderna främst är knutna till enskilda anställda snarare än till byrån som helhet, kan det utgöra en risk vid ägarbyte. Detta ligger i linje med Puca och Zyla (2019), som betonar att kundrelationer och kompetens kan ha betydande ekonomiskt värde trots att de inte redovisas i balansräkningen.

Förmedlaren betonar i sin tur vikten av att identifiera riskfaktorer kopplade till just dessa icke-redovisade immateriella tillgångar. Personalens ålder är en riskfaktor som han nämner, vilket kan påverka köparens vilja att investera i en verksamhet där många står nära pension. Detta är i enlighet med teorier som betonar vikten av immateriella tillgångars påverkan på ett företags värde och lönsamhet (se t.ex. Puca & Zyla, 2019; Black & Zyla, 2018, ss 2–3; Parr, 2018, ss. 3–5; Vallejo-Alonso m.fl., 2015). Förmedlaren pekar också på att kundstruktur, teknikinivå och digitaliseringsgrad påverkar hur väl en byrå kan integreras i en större organisation. Dessa faktorer påverkar inte bara värderingen i sig, utan även framtida investeringsbehov och potentiella integrationskostnader längre fram i processen (Baker, m.fl., 2010, ss. 519–520).

Säljaren har en något annorlunda syn. Han lägger större vikt vid interna strukturer såsom tydlig arbetsfördelning, effektiv organisation och ett högt digitaliseringsstöd. Fokus ligger på att byrån ska vara enkel att ta över och driva vidare, snarare än på styrkan i enskilda kund- eller personalrelationer. Programvarans specifika typ anses inte vara avgörande, så länge systemen är fungerande och anpassade till verksamheten. Denna syn går i linje med köparens och förmedlarens uppfattning om att en hög digitaliseringsgrad bidrar till minskad risk och ökat värde vid förvärv.

Skillnaderna i hur aktörerna bedömer immateriella tillgångar visar att dessa resurser inte bara är svåra att värdera, utan också tolkas olika beroende på roll i förvärvsprocessen. Säljaren lyfter främst fram struktur, stabilitet och övertagandets smidighet som värdeskapande faktorer, medan köparen och förmedlaren i högre grad fokuserar på framtida risker och förmågan att generera intäkter. Dessa skilda perspektiv påverkar vad som anses vara värdefullt i byrån, och därmed också hur aktörerna motiverar sina värderingar i en förhandling.

### **5.3 Utmaningar i förvärvsprocessen**

De utmaningar som uppstår i samband med ett företagsförvärv varierar beroende på aktörens roll i processen. Säljaren betonar vikten av att ha en gemensam framtidsvision med köparen och framhåller detta som avgörande för en lyckad affär. En brist på samsyn kring strategi, mål eller värderingar kan enligt honom skapa osäkerhet som försvårar förhandlingarna och i värsta fall stoppar affären.

Köparen lyfter i stället fram praktiska och relationella risker. Ett återkommande exempel är risken att nyckelpersoner lämnar företaget efter förvärvet, vilket kan hota stabiliteten i verksamheten. Förlorade kundrelationer eller intern kompetens innebär i praktiken minskad intäktpotential, något som i hög grad påverkar den faktiska nyttan av förvärvet (Black & Zyla, 2018, s. 59). Köparen framhåller också att vissa säljare har orealistiska prisförväntningar, vilket försvårar processen att nå ett gemensamt avtal. Denna typ av förväntningsgap är något som även förmedlaren lyfter som en av de vanligaste utmaningarna. Det framgår alltså att värderingsdiskussioner inte enbart styrs av nyckeltal och ekonomiska modeller, utan också av hur varje part uppfattar värdet av olika tillgångar.

Förmedlaren bekräftar båda dessa utmaningar, men tillför också ett bredare perspektiv. Han nämner att kulturella skillnader mellan organisationer kan skapa problem vid integrationen. Dessa kan till exempel vara olika arbetssätt, värderingar och system som riskerar att krocka efter förvärvet. En sådan kulturell friktion kan påverka både medarbetarnas trivsel och hur väl nya strukturer kan implementeras (Gaughan, 2015, ss. 10–15). Han pekar även på att säljarens ovilja att stanna kvar under övergångsperioden ofta utgör ett hinder i förvärvsprocessen. Detta är ofta en viktig fråga för köparen, som

förväntar sig kontinuitet och stöd för att säkerställa en smidig överlämning och bibehålla kundrelationer.

Förutom dessa kvalitativa faktorer lyfter säljaren även fram mer konkreta och kostnadsrelaterade hinder. Exempelvis kostnader för due diligence, extern rådgivning, juridiska processer och teknisk integration. Dessa aspekter aktualiseras ofta först i slutskedet av processen men kan ändå en betydande roll för prissättningen (PWC, 2022; Gaughan, 2015, ss. 566–570). Sammanfattningsvis pekar analysen på att utmaningarna i förvärvsprocessen rör både strategisk samsyn, relationella faktorer och operativa risker. Detta speglar teorin om att företagsförvärv inte enbart handlar om finansiell bedömning, utan även om kulturell och mänsklig integration (PWC, 2022).

#### **5.4 Sammanfattning av analysen**

Analysen visar att företagsvärdering inom redovisningsbranschen är en komplex och mångfacetterad process, där aktörernas olika perspektiv påverkar vad som betraktas som värdefullt i en transaktion. Alla tre respondenter betonar vikten av finansiella nyckeltal, särskilt EBITDA, vilket bekräftar teorins fokus på avkastnings- och marknadsbaserad värdering. Samtidigt framkommer tydliga skillnader i vad som anses vara avgörande för värdet: köparen och förmedlaren prioriterar effektivitet, skalbarhet och framtida intäktspotential, medan säljaren fäster större vikt vid struktur och stabilitet i den befintliga organisationen.

Även när det gäller icke-redovisade immateriella tillgångar varierar bedömningarna. Köparen och förmedlaren fokuserar främst på kundrelationer, personalens kompetens och risker kopplade till personberoende, medan säljaren i stället lyfter fram interna arbetsrutiner och digitaliseringsgrad som nyckelfaktorer. Dessa skillnader speglar att immateriella tillgångar inte bara är svåra att värdera i praktiken, utan också tolkas olika beroende på aktörens roll och framtidsplan.

Slutligen visar analysen att utmaningar i förvärvsprocessen uppstår både på ett strategiskt, relationellt och praktiskt plan. Säljaren framhåller behovet av samsyn för att affären ska lyckas, köparen oroar sig för kompetenstapp och orealistiska prisförväntningar, och förmedlaren lyfter fram kulturella skillnader och integrationsproblem som vanliga hinder. Därtill uppmärksammas konkreta kostnadsdrivare som due diligence, rådgivning och

systemanpassning, vilka ofta aktualiseras först sent i processen men ändå beaktas i det slutliga förvävspriset. Slutligen visar analysen att förståelsen för motpartens utgångspunkter och ett transparent informationsutbyte är avgörande för att nå framgång i ett företagsförvärv, särskilt i branscher där värdet till stor del bygger på människor, relationer och kompetens.

## 6 Diskussion och kritisk granskning

Syftet med denna studie var att analysera vilka faktorer som påverkar värderingen vid företagsförvärv inom redovisningsbyråer i allmänhet och de icke-redovisade immateriella tillgångarnas betydelse i värderingsprocessen i synnerhet. Specifikt ämnade studien söka svar på vilka faktorer som påverkar företagsvärderingen mest, vilken roll icke-redovisade immateriella tillgångar har i värderingsprocessen och vilka hinder som kan uppstå i förvävsprocessen.

Resultaten visar att finansiella nyckeltal, i synnerhet EBITDA, utgör en gemensam utgångspunkt i samtliga aktörers värderingsprocesser. Däremot är det tydligt att icke-redovisade immateriella tillgångar har en väsentlig men ofta indirekt påverkan på det faktiska förvävspriset. Dessa tillgångar utvärderas i praktiken snarare kvalitativt än kvantitativt, och deras betydelse beror i hög grad på köparens strategiska prioriteringar.

Ett viktigt resultat är att uppfattningen om vad som skapar värde skiljer sig åt mellan aktörerna. Köpare och förmedlare tenderar att fokusera på framtida avkastning och effektivitet, medan säljaren framhåller struktur, stabilitet och överlåtbarhet som centrala värde drivare. Denna diskrepans kan skapa förhandlingsutmaningar, särskilt när säljarens prisförväntningar grundar sig på historik snarare än aktuell lönsamhet.

Studien bekräftar och nyanserar de teoretiska perspektiv som presenteras av Black och Zyla (2018) samt Puca och Zyla (2019), nämligen svårigheterna att redovisa och värdera immateriella tillgångar på ett tillförlitligt sätt. Den visar också att det finns en tydlig klyfta mellan teoretiska modeller och praktisk tillämpning, där teorin efterfrågar systematiska värderingsmetoder medan verkligheten ofta präglas av subjektiva bedömningar och affärsmässiga överväganden.

Denna skillnad mellan teori och praktik gör det särskilt viktigt att förstå motpartens perspektiv och att ha en öppen och tydlig kommunikation. I en bransch där värdet till stor del bygger på människor, relationer och interna arbetssätt är det nödvändigt att köpare ser bortom balansräkningen och även tar hänsyn till de dolda faktorerna som ofta avgör verksamhetens framtida bärkraft.

## **6.1 Kontribution och förslag på fortsatt forskning**

Studien bidrar med praktisk kunskap om hur värderingsprocesser hanteras inom redovisningsbranschen, med särskilt fokus på tillgångar som inte syns i bokföringen men som är avgörande för affärens utfall. Genom att kombinera tre olika aktörsperspektiv, nämligen köpare, säljare och förmedlare, belyser studien de ofta motstridiga uppfattningarna om vad som faktiskt skapar värde i ett företag. Detta helhetsperspektiv är relativt ovanligt i tidigare studier och utgör därmed ett konkret bidrag till forskningsfältet.

Eftersom immateriella tillgångar blir allt viktigare i kunskapsintensiva branscher, finns det ett tydligt behov av vidare forskning. Framtida studier kunde omfatta fler intervjupersoner och inkludera kvantitativa element, exempelvis enkätstudier bland förvärvsaktörer. Ett annat möjligt fokus är att jämföra värderingspraxis i olika branscher eller att undersöka hur ny teknik, till exempel AI-baserade värderingsverktyg, kan synliggöra dolda tillgångar i samband med företagsförvärv.

## **6.2 Kritisk granskning**

Semistrukturerade intervjuer med tre erfarna aktörer i olika roller valdes som metod för att fånga in fördjupade och nyanserade perspektiv. Denna metod har visat sig särskilt lämpad för att undersöka subjektiva uppfattningar om komplexa och svåråttbara fenomen som icke-redovisade immateriella tillgångar.

En möjlig begränsning är att urvalet är litet. Även om respondenterna bedöms som mycket relevanta, går det inte att dra generella slutsatser om alla aktörer inom företagsförvärv. Studien fokuserar dessutom enbart på redovisningsbyråer, vilket begränsar dess överförbarhet till andra branscher. Syftet har dock inte varit att uppnå statistisk generaliserbarhet, utan att skapa en fördjupad förståelse för hur värderingsprocesser hanteras i praktiken.

Två av respondenterna, säljare och köparen, har en koppling till samma företag, Rantalainen Oy. Det här skulle kunna uppfattas som en begränsning i urvalets bredd, men jag bedömer dock att detta inte har en betydande påverkan på studiens resultat. Säljaren var nämligen inte anställd vid Rantalainen Oy vid tidpunkten för företagsförvärvet, utan blev det först i ett senare skede. Köparen representerar en mer generell köparposition snarare än företagets specifika förvävsstrategi, vilket innebär att även hans svar kan betraktas som oberoende av arbetsgivaren. Respondenterna ombads dessutom att reflektera utifrån sina respektive roller snarare än sin nuvarande arbetsgivare, vilket minskar risken för partiskhet och stärker deras funktion som representanter för olika aktörsperspektiv.

Validiteten stärks av att intervjuerna fokuserat på faktiska erfarenheter från konkreta företagsförvärv, och att analysen utgått från tidigare forskning och etablerad teori. Reliabiliteten har hanterats genom en tematiskt strukturerad analys av intervjumaterialet, i kombination med jämförelser mot teori och mellan intervjupersonerna. Flera teman återkom i samtliga intervjuer, vilket tyder på en viss konsistens i hur aktörerna uppfattar de centrala värdedrivarna. Det är dock värt att nämna att inspelningen av säljarens intervju misslyckades av tekniska skäl, vilket innebar att analysen där baserades på anteckningar och nedtecknade citat snarare än fullständig transkribering.

En deduktiv forskningsansats har tillämpats, vilket innebär att analysen styrts av befintliga teorier. Det har bidragit till struktur och vetenskaplig förankring, men samtidigt finns en risk att nyanser eller oväntade mönster förbises om de inte passar in i det teoretiska ramverket. Medvetenhet om detta har varit viktig i analysarbetet.

Sammanfattningsvis har studien bedrivits med god vetenskaplig noggrannhet och metodmedvetenhet, även om viss försiktighet krävs vid tolkningen av resultaten. På så vis erbjuder studien inte bara en beskrivning av hur immateriella tillgångar hanteras i förvävsprocesser, utan också en förståelse för vad som faktiskt driver värde i en modern kunskapsintensiv ekonomi.

## 7 Källor

- Ahrne, G., & Svensson Peter. (2015). *Handbok i kvalitativa metoder*. Liber.
- AICPA. (2012). *Three approaches to valuing intangible assets*. Chartered Global Management Accountant.
- Baker, K. H., Anderson, R., & Kolb, R. W. (2010). *Corporate Governance : A Synthesis of Theory, Research, and Practice*. John Wiley & Sons, Incorporated .
- Black, E. L., & Zyla, M. L. (2018). *Accounting for Goodwill and Other Intangible Assets*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Stockholm: Liber.
- Bäck, J., Karsio, T., Markkula, E.-M., & Palmu, M. (2009). *Due diligence : onnistuneen yrityskaupan edellytys*. KHT-Media.
- Chen, J. (den 12 7 2024). *What Is a Multiple? Calculation and Types*. Hämtat från Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/multiple.asp>
- Financial Accounting Standards Board. (2021). *Business Combinations (Topic 805) - Accounting for Contract Assets and Contract Liabilities from Contracts with Customers*. Financial Accounting Standards Board.
- Finlex. (den 21 7 2006). *Aktiebolagslag 624/2006*. Hämtat från Finlex: <https://www.finlex.fi/sv/laki/ajantasa/2006/20060624#O5L16P1>
- Gaughan, P. A. (2015). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley & Sons, Incorporated .
- Grant Thornton. (2013). *Intangible assets in a business combination - Identifying and valuing intangibles under IFRS 3*. Grant Thornton International Ltd.
- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2012). *Financial markets and corporate strategy. Second European edition*. McGraw-Hill.
- Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation : Applications and Models*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Hjelström, T., Isaksson, A., & Nilsson, H. (2022). *Företagsvärdering: med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.
- Ibrahimi, M. (2018). *Mergers and Acquisitions : Theory, Strategy, Finance*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- IFRS. (2021). *IAS 38 Intangible Assets*. Hämtat från ifrs.org: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ias-38-intangible-assets.pdf>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels David. (2015). *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons, Incorporated.

- Konkurrens- och konsumentverket. (den 17 2 2020). *Marknadsdomstolen förbjöd företagsförvärvet mellan Kesko och Heino Tukku* . Hämtat från kvv.fi: <https://www.kkv.fi/sv/aktuellt/meddelanden/marknadsdomstolen-forbjod-foretagsforvarvet-mellan-kesko-och-heino-tukku/>
- KPMG. (2021). *Identifying intangible assets*. Hämtat från KPMG: <https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/pdf/2022/identifying-intangible-assets-workflow.pdf>
- KPMG. (2024). *IFRS® compared to US GAAP*. KPMG.
- Levy, B. (den 25 7 2024). *PWC*. Hämtat från Global M&A industry trends: 2024 mid-year outlook: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>
- Mellen, C. M., & Evans, F. C. (2018). *Valuation for M&a : Building and Measuring Private Company Value*. John Wiley & Sons, Incorporated .
- Parr, R. L. (2018). *Intellectual Property : Valuation, Exploitation, and Infringement Damages*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Patel, R., & Davidson, B. (2019). *Forskningsmetodikens grunder : att planera, genomföra och rapportera en undersökning* . Studentlitteratur.
- Puca, A. (2020). *Early Stage Valuation : A Fair Value Perspective*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Puca, A., & Zyla, M. (2019). *The Intangible Valuation Renaissance: Five Methods*. CFA Institute. Enterprising Investor.
- PWC. (10 2022). *Mergers & Acquisitions: The 5 stages of an M&A transaction*. Hämtat från PWC: <https://www.pwc.com/mt/en/publications/tax-legal/mergers-and-acquisitions-5-stages-of-MA-transaction.html>
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment Banking Focus Notes*. John Wiley & Sons, Incorporated .
- Savolainen, H. (den 18 1 2023). *Tiltoimistot konsolidaation murroksessa – Ratkaisuna yrityskauppa?* . Hämtat från Lecklé: <https://leckle.fi/leckle-media/artikkelit/tiltoimistot-konsolidaation-murroksessa-ratkaisuna-yrityskauppa/>
- Segall, L. N., & Miller Jr, E. L. (2017). *Mergers and Acquisitions : A Step-By-Step Legal and Practical Guide*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Sherman, A. (2010). *Mergers and Acquisitions from a to Z*. AMACOM.
- Talouhallintoliitto. (den 16 1 2024). *Rahanpesulain noudattaminen vaatii tilitoimistoilta opiskelua ja toimintamallien kehittämistä*. Hämtat från Talouhallintoliitto: <https://talouhallintoliitto.fi/rahanpesulain-noudattaminen-vaatii-tilitoimistoilta-opiskelua-ja-toimintamallien-kehittamista/>
- Vallejo-Alonso, B., García-Merino, J. D., & Arregui-Ayastuy, G. (2015). Motives for Financial Valuation of Intangibles and Business Performance in SMEs. *Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 25(56), 113-127.

White & Case. (den 19 2 2025). *M&A Explorer*. Hämtat från White&Case:

[https://mergers.whitecase.com/?year\\_start=2010&quarter\\_start=Q4&year\\_end=2020&quarter\\_end=Q4&annual\\_only=1&chart=ma-activity&value\\_or\\_volume=value&deal\\_sizes%5B0%5D=Megadeals&deal\\_sizes%5B1%5D=Large&deal\\_sizes%5B2%5D=Upper+mid-market&deal\\_sizes%5B3%5D=Low](https://mergers.whitecase.com/?year_start=2010&quarter_start=Q4&year_end=2020&quarter_end=Q4&annual_only=1&chart=ma-activity&value_or_volume=value&deal_sizes%5B0%5D=Megadeals&deal_sizes%5B1%5D=Large&deal_sizes%5B2%5D=Upper+mid-market&deal_sizes%5B3%5D=Low)

## Bilagor

### Bilaga 1 Intervjufrågor

#### Köparen

Värderingsaspekter:

1. Vilka faktorer anser du vara de mest avgörande när du värderar en redovisningsbyrå vid företagsköp, och varför?
2. Hur prioriterar du olika aspekter, exempelvis finansiella nyckeltal jämfört med immateriella tillgångar eller värdering av icke-redovisade immateriella tillgångar, i din värderingsprocess?

Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar:

3. Hur bedömer du betydelsen av icke-redovisade immateriella tillgångar i värderingsprocessen? Till exempel personalens kompetens, kundrelationer och företagsrykte.
4. Hur säkerställer du att icke-redovisade immateriella tillgångar inkluderas i värderingen? Vilka metoder eller verktyg använder du för att identifiera och uppskatta deras värde?
5. Hur prioriteras dessa icke-redovisade immateriella tillgångar sinsemellan? Blir alla potentiella immateriella tillgångar värderade? Vilka anses vara mest värdefulla? Vilka kan anses att ofta vara undervärderade? Vilka är svårast att pålitligt värdera?
6. Kan du ge ett exempel där icke-redovisade immateriella tillgångar hade en avgörande roll i ett förvärv? Påverkade det förhandlingen, förvärvspriset, avtalsvillkoren eller affärens utfall?
7. Tror du att immateriella tillgångar kommer att få en större eller mindre roll i framtida M&A-transaktioner? Varför?

Utmaningar i M&A-processen:

8. Vilka specifika utmaningar stöter du på vid köp av en redovisningsbyrå, särskilt när det gäller att bedöma icke-redovisade immateriella tillgångar?
9. Hur hanterar du situationer där säljaren har en annan uppfattning om värdet på icke-redovisad immateriella tillgångar än du som köpare?
10. Hur upplever du säljares prissättning av sin byrå? Finns det vanliga missuppfattningar eller utmaningar?

## **Säljaren**

### Värderingsaspekter:

1. Vilka faktorer anser du vara mest avgörande vid värdering av din redovisningsbyrå inför en företagsförsäljning, och varför?
2. Hur prioriterar du olika aspekter i din värderingsprocess? Exempelvis finansiella nyckeltal jämfört med immateriella tillgångar eller värdering av icke-redovisade immateriella tillgångar.

### Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar:

3. Hur bedömer du betydelsen av icke-redovisade immateriella tillgångar i värderingsprocessen? Till exempel personalens kompetens, kundrelationer och företagsrykte.
4. Hur säkerställer du att icke-redovisade immateriella tillgångar inkluderas i värderingen? Vilka metoder eller verktyg använder du för att identifiera och uppskatta deras värde?
5. Hur prioriteras dessa icke-redovisade immateriella tillgångar sinsemellan? Blir alla potentiella immateriella tillgångar värderade? Vilka anses vara mest värdefulla? Vilka kan anses att ofta vara undervärderade? Vilka är svårast att pålitligt värdera?

6. Kan du ge ett exempel där icke-redovisade immateriella tillgångar hade en avgörande roll vid försäljning av din byrå? Påverkade det förhandlingen, förvärvspriset, avtalsvillkoren eller affärens utfall?
7. Tror du att immateriella tillgångar kommer att få en större eller mindre roll i framtida M&A-transaktioner? Varför?

Utmaningar i M&A-processen:

8. Vilka specifika utmaningar stötte du på under processen att sälja din byrå, särskilt när det gäller att bedöma icke-redovisade immateriella tillgångar?
9. Hur hanterar du situationer där köparen har en annan uppfattning om värdet på icke-redovisad immateriella tillgångar än du som köpare?
10. Hur upplevde du köparens förhandlingsstrategi och vilka delar av processen ansåg du vara svårast?

### **Förmedlaren**

Övergripande processperspektiv:

1. Kan du beskriva hur hela M&A-processen ser ut ur ditt perspektiv, från initial kontakt till slutförd affär?
2. Vilka är de viktigaste faserna eller milstolparna i processen där värderingen av redovisningsbyråer särskilt påverkas?
3. Hur balanserar du din roll som förmedlare när det gäller att vara neutral gentemot att ibland representera en av parterna i transaktionen, och hur påverkar detta dina råd?
4. Hur påverkar din roll som förmedlare de faktiska förhandlingarna? Påverkar du förvärvspriset direkt, eller är din roll mer rådgivande?

#### Värderingsaspekter:

5. Vilka aspekter anser du vara mest kritiska vid värdering av redovisningsbyråer i M&A-processen?
6. Hur prioriterar du olika aspekter i din värderingsprocess? Exempelvis finansiella nyckeltal jämfört med immateriella tillgångar eller värdering av icke-redovisade immateriella tillgångar.

#### Bedömning och hantering av icke-redovisade immateriella tillgångar:

7. Hur bedömer du betydelsen av icke-redovisade immateriella tillgångar i värderingsprocessen? Till exempel personalens kompetens, kundrelationer och företagsrykte.
8. Hur prioriteras dessa icke-redovisade immateriella tillgångar sinsemellan? Blir alla potentiella immateriella tillgångar värderade? Vilka anses vara mest värdefulla? Vilka kan anses att ofta vara undervärderade? Vilka är svårast att pålitligt värdera?
9. Vilka metoder eller verktyg rekommenderar du för att identifiera och värdera icke-redovisade immateriella tillgångar, och hur väl fungerar dessa i praktiken?
10. Kan du ge ett exempel där icke-redovisade immateriella tillgångar hade en avgörande roll i ett förvärv? Påverkade det förhandlingen, förvärvspriset, avtalsvillkoren eller affärens utfall?
11. Tror du att immateriella tillgångar kommer att få en större eller mindre roll i framtida M&A-transaktioner? Varför?

#### Utmaningar i M&A-processen:

12. Vilka specifika utmaningar observerar du ofta på vi företagsförvärv, speciellt när det gäller att bedöma icke-redovisade immateriella tillgångar under företagsförvärv?
13. Hur upplever du kommunikationen mellan köpare och säljare? Finns det vanliga missuppfattningar eller utmaningar?

14. Hur hanterar du situationer där köparen och säljaren har olika uppfattningar om värdet på sin byrå? Speciellt vid oöverenskommelser kring icke-redovisad immateriella tillgångar? Vilka utmaningar möter du i denna process?