



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Fusioner & Förvärv –

Finns det några vinnare? En studie av två bolags förvärv

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Externredovisning
Höstterminen 2013

Handledare: Professor Thomas Polesie

Författare: Jacob Avellan
Per Åhlander

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Externredovisning, Kandidatuppsats, HT 13

Författare: Jacob Avellan och Per Åhlander

Handledare: Professor Thomas Polesie

Titel: Fusioner & Förvärv – Finns det några vinnare? En studie av två bolags förvärv

Bakgrund och problem: Marknaden för fusioner & förvärv har växt rekordartat sedan 90-talet mycket på grund den ökade globaliseringen som tvingar företag att konkurrera globalt, vilket gör att bolag tvingas växa genom förvärv för att skapa hållbara konkurrensfördelar. Att genomföra ett förvärv är en riskfylld process där en mängd omständigheter kan påverka utgången. Det finns en mängd anledningar till att ett bolag väljer att förvärva ett annat bolag, men oavsett vilket motiv ett bolag har finns det ofta en grundläggande vilja att förvärvet ska skapa synergier, d.v.s. generera värde. Ett förvärv föregås av en noggrann planering för att hitta och analysera ett lämpligt bolag, men det läggs inte lika mycket tid på att utvärdera förvärvet.

Syfte: Att beskriva förvärvsprocessen utifrån teorin och undersöka om Totals samt Old Mutuals förvärv var värdeskapande.

Avgränsningar: Uppsatsen kommer endast att undersöka Total och Old Mutuals förvärv. Vidare har vi valt att endast använda oss av en värdemodell och eventuellt värdeskapande eller förstöring kommer endast att konstateras utifrån den modellen. Lyckade förvärv i den här uppsatsen innebär att förvärvet har skapat värde, vi bortser således från om förvärvet har uppnått motiven vilka budbolaget ställde upp från början

Metod: Uppsatsen är utformad som en deskriptiv fallstudie med både kvalitativa och kvantitativa inslag. Det empiriska materialet har analyserats utifrån en teoretisk referensram om motiv till förvärv, olika omständigheter som kan påverka utgången samt en analys av eventuellt värdeskapande utifrån värdemodellen.

Resultat och slutsatser: Båda förvärven lyckades skapa värde genom positiva synergieffekter, Total var dock mer framgångsrikt. En likhet vid båda förvärven var att bolagen valde att förvärva en konkurrent i samma bransch, vilket gjorde att bolagen kunde utnyttja sin kunskap på området för att hitta ett lämpligt bolag som både kunde tillföra synergier och hade dolda värden. En skillnad som kan förklara Totals framgång var att bolag valde att genomföra en fusion med de uppköpta bolagen.

Förslag till fortsatt forskning: På grund av den i uppsatsen uppmärksammade vikten av integrationsprocessen skulle en studie av vilka omständigheter vid integreringen som skapar värde vara intressant. Motsvarande studie om förvärv men där förvärven analyseras utifrån hur väl bolagen uppnår sina motiv med förvärvet, kan också ge förklaringar till framgångsfaktorer.

Förord

Vi vill tacka vår handledare Professor Thomas Polesie för hans vägledning och engagemang under uppsatsens gång som har fått oss att tänka själva och förbli kritiska. Vi vill även tacka vår opponentgrupp för smarta och konstruktiva synpunkter.

Göteborg den 16 januari 2014

Jacob Avellan

Per Åhlander

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1. Bakgrund	7
1.2. Problem	8
1.3. Syfte	8
1.4. Avgränsningar	8
2. Metod	10
2.1. Förhållningssätt	10
2.2. Utformning	10
2.3. Metod	10
2.4. Datasamling	11
2.5. Upplägg	11
2.6. Trovärdighet	12
2.6.1. Reliabilitet	12
2.6.2. Validitet	12
2.6.3. Källkritik	12
2.7. Praktiskt tillvägagångssätt	13
3. Teoretisk referensram	15
3.1. Varför uppstår förvärv?	15
3.1.1. Omvärdsförändringar	15
3.1.2. Psykologiska faktorer	15
3.1.3. Värdeskapande faktorer	16
3.2. Varför misslyckas förvärv?	16
3.2.1. Negativa synergier	17
3.2.2. Framgångsfaktorer	18
3.3. Synergieffekter	19
3.3.1. Gemensamma resurser	19
3.3.2. Större kunskapsbank	19
3.3.3. Mer makt	20
3.4. Fientliga förvärv	20
3.5. Värdemodell	21
3.5.1. Value capturing	23
3.5.2. Value creating	23
3.5.3. Indirekt value creating	24

4.1. Totals förvärv av PetroFina och Elf.....	26
4.1.1. Historia Total	26
4.1.2. Historia PetroFina	27
4.1.3. Historia Elf Aquitaine.....	28
4.1.4. Totals förvärv av PetroFina	29
4.1.5. Skäl till förvärv av PetroFina.....	30
4.1.6. TotalFinas förvärv av Elf Aquitaine.....	30
4.1.7. Skäl till förvärv av Elf Aquitane.....	31
4.2. Old Mutuals förvärv av Skandia	32
4.2.1. Old Mutual historia	32
4.2.2. Skandia historia	33
4.2.3. Old Mutuals förvärv av Skandia	34
4.2.4. Skäl till förvärv av Skandia.....	35
5. Analys och diskussion.....	37
5.1. Totals förvärv.....	37
5.1.1. Motiv	37
5.1.2. Förvärvs- och försvarstaktiker.....	37
5.1.3. Framgångsfaktorer	38
5.2. Var Totals förvärv värdeskapande?.....	38
5.3. Old Mutuals förvärv.....	39
5.3.1. Motiv	39
5.3.2. Förvärvs- och försvarstaktiker.....	40
5.3.3. Framgångsfaktorer	40
5.4. Var Old Mutuals förvärv värdeskapande?.....	41
6. Slutsats och avslutande diskussion	43
6.1. Förslag till fortsatt forskning	44
7. Källförteckning.....	45
Bilaga 1	48

Ordförklaringar

Budbolag - Det bolag som förvärvar eller förväntas förvärva ett annat.

Målbolag - Det bolag som blir eller förväntas bli uppköpt av ett annat bolag.

Vertikala förvärv - Innebär att ett bolag förvärvar antingen en leverantör eller en kund, på så sätt kan ett led i förädlingskedjan reduceras.

Horisontella förvärv - Innebär att ett bolag förvärvar en konkurrent.

Downstream - Innefattar raffinering och förädling av olja och naturgas.

Upstream - Innefattar sökning efter och upptagning av olja och naturgas.

Petroleummarknad - Innefattar all upstream- och downstreamverksamhet.

Skalbolag - Ett skalbolag är ett bolag utan vare sig kapital eller aktivitet och kan förenklat sägas användas för uppsamling av diverse skulder. Ansvarig för bolaget är oftast en person utan tillgångar vilket gör det i det närmaste omöjligt att kunna få ut något från bolaget vid anspråk.

1. Inledning

1.1. Bakgrund

Marknaden för fusioner och förvärv har växt rekordartat sedan 1990-talet (French 2007). Anledningar till detta är den ökade globaliseringen vilket har minskat investeringsbarriärer mellan marknader och underlättat för kapital att förflyttas mellan länder. Bolag konkurrerar inte längre enbart på sin hemmamarknad utan måste även vara globalt konkurrenskraftiga. För att uppnå tillräcklig konkurrenskraft måste de växa, antingen organiskt eller genom förvärv. Få bolag har kapacitet och tid att växa organiskt vilket betyder att förvärv blir enda lösningen. På grund av att konkurrensen mellan bolagen blir hårdare blir också företagsklimatet tuffare och små aktörer blir snabbt ”slukade” av större koncerner samt konkurrenter försöker förvärva varandra för att nå konkurrensfördelar.

På grund av den globala konkurrensen blir bolagens grundläggande motiv till fusioner och förvärv att skapa hållbara konkurrensfördelar vilka därigenom ökar värdet på bolaget. Ett bolag kan till exempel uppnå högre försäljning och marknadsandelar och lägre kostnader eller andra synergieffekter för att stärka sin konkurrenskraft. Det förvärvande bolaget kan även planera att införa sitt egna sätt att styra en verksamhet i målbolaget i en förhoppning att den är mer effektiv och kommer förbättra lönsamheten.

Många förvärv som genomförs är även s.k. fientliga förvärv d.v.s. att styrelsen i målbolaget motsätter sig att bli uppköpta av budbolaget. Vid sådana fientliga förvärv uppstår ofta konflikter vilket som budbolaget måste lösa för att det nya sammanslagna bolaget ska kunna arbeta vidare och skapa hållbara konkurrensfördelar. Det har även utvecklats olika förvärvs- och försvarstaktiker att använda sig av under en förvärvsprocess eftersom budbolaget vill att förvärvsprocessen ska vara så snabb och billig som möjligt. Målbolaget vill däremot försöka förhindra att en affär kommer till stånd eller i alla fall få priset att bli så högt som möjligt.

När ett bolag funderar på att förvärva ett annat bolag ställs budbolaget inför en rad utmaningar där det kan vara svårt att alltid hitta en optimal lösning. Dels måste budbolaget använda sin kunskap och kontakter för att hitta ett lämpligt målbolag att förvärva samt närmare undersöka det potentiella målbolaget. Förvärv föregås också av förhandling om pris, planering för hur uppköpet ska gå till, undersökning av marknaden, finansiell potential samt utveckling av en strategi för integrationen etc.

Dock lägger inte budbolaget ner lika mycket tid och kraft för att utvärdera sitt köp när man vet vad resultatet blev. Detta har forskningen till viss del tagit till sig och man kan se en trend i att forskning alltmer undersöker förvärv i efterhand för att ta reda på vilka framgångsfaktorer som finns (French 2007). En anledning till att förvärv inte uppmärksammas lika mycket i efterhand är att många förvärv på grund av alla svårigheter som uppstår ofta misslyckas.

1.2. Problem

Företagsförvärv är en komplicerad och riskfull process där motiv samt omständigheter kan skilja sig kraftigt från fall till fall. Detta gör förvärv svåra att lyckas med och eftersom varje förvärv är unikt kan man inte dra några generella slutsatser, så man kan inte tillämpa omständigheterna från ett lyckat förvärv på ett nytt rakt av. Istället måste företagen använda sin kunskap, erfarenhet och känsla när ett nytt förvärv planeras och genomförs för att även det skall lyckas. Vi har valt att studera två uppmärksammade fall; Totals förvärv av PetroFina och Elf Aquitaine samt Old Mutuals (OM) förvärv av Skandia.

I båda fallen finns det likheter, t.ex. har i både Totals och OM:s fall ett bolag köpt upp ett annat bolag i samma bransch för att kunna konkurrera globalt mot de allra största bolagen i branschen. OM:s köp av Skandia tog nästan sex månader och var fientligt. Totals köp av PetroFina och Elf Aquitaine var också det en utdragen process och föregicks även dem av mycket konflikter och vilket bolag som skulle förvärva vilket var länge osäkert.

Det finns dock även stora skillnader, i Totals fall valde man att fusionera med de båda förvärvade bolagen medan man i OM:s fall valde att köpa och behålla Skandia som ett dotterbolag. Total valde även att förvärva bolag vilka fanns geografiskt närmare medan OM valde att köpa ett bolag i ett annat land med en helt annan kultur.

Eftersom förvärv genomförs på grund av olika motiv med en rad olika förutsättningar och företagen själva ofta är väldigt optimistiska inför ett förvärv genomförs väldigt sällan en utvärdering av en genomförd affär. I OM:s och Totals fall uppmärksammades dessa mycket innan och under förvärvsprocessen av media, mycket beroende på de konflikter respektive bud skapade. Dock skedde inte samma bevakning efter förvärven så utvärderingen om det var ett bra köp offentliggjordes inte. Därför är det intressant att få en förståelse för vad som ligger bakom ett förvärv, hur det går till samt vad som kännetecknar ett värdeskapande förvärv.

Så vår frågeställning är:

Vid vilka motiv och under vilka förutsättningar är ett förvärv värdeskapande?

1.3. Syfte

Syftet med denna uppsats är att skapa en förståelse för hur förvärv går till samt närma oss verkliga förvärv från teorin genom att undersöka Totals förvärv av Petrofina och Elf Aquitaine samt Old Mutuals förvärv av Skandia för att se om dessa verkligen var värdeskapande för respektive koncern. För att kunna göra en djupare analys har vi även försökt utreda motiven till förvärven samt förutsättningar för värdeskapande alternativt värdeförstörande.

1.4. Avgränsningar

Vi har avgränsat oss till att enbart använda oss av OM:s förvärv av Skandia samt Totals förvärv av PetroFina och Elf Aquitaine. Vi har även valt att enbart titta på information som avser motiv och omständigheter innan samt under förvärvsprocessen. Vi kommer endast att

använda oss av siffror för att jämföra företagen före och efter förvärvet. Vi bortser således från av bolagen publicerad information om deras åsikter och åtgärder efter förvärvet. Detta eftersom vi avser undersöka hur värde skapas i förhållande till omständigheter som inträffar innan och under förvärvet. Så vi vill inte påverkas av eventuella anledningar eller ursäkter från företagen själva till varför det inte blev så bra som det var planerat.

Vi har även avgränsat oss genom att endast diskutera värdeskapande utifrån vår modell, övriga nyckeltal som t.ex. Re och Rt bortser vi från. Vi har valt att endast använda en värdemodell på grund av uppsatsens begränsade omfattning. Lyckade förvärv i den här uppsatsen innebär att förvärvet har skapat värde, vi bortser således från om förvärvet har uppnått motiven vilka budbolaget ställde upp från början.

Ytterligare en avgränsning är att vi inte kommer att titta på hur integrationen har gått till. Integrationsprocessen är avgörande för hur lyckat ett förvärv blir och hur väl budbolaget lyckas driva målbolaget vidare efter förvärvet. Problematiken kring integrationen kommer att nämnas men inte diskuteras djupare på grund av uppsatsens begränsade omfattning.

2. Metod

2.1. Förhållningssätt

Vid val av metod under vetenskaplig forskning gäller det att först bestämma vilket förhållningssätt man har till vetenskapen för att kunna uppnå ett bra resultat. I detta fall finns det främst två viktiga förhållningssätt; positivism och hermeneutik.

Positivism handlar oftast om precisa och kvantitativa metoder vilka är ämnade att förklara företeelser. Ursprungligen skulle kunskapen man sökte vara verklig och tillgänglig för ens sinne och förnuft. Den skulle också vara nyttig och kunna förbättra samhället genom att vara logisk och prövbar. Motsatsen till positivism kallas hermeneutik och står istället för en mer kvalitativ och förstående metod, avsedd att tillåta en öppen och subjektiv tolkning där det viktiga inte handlar om att förklara utan om att förstå. Från att tidigare ha varit en existentiell filosofi menad att förstå mänsklighetens existens har hermeneutiken utvecklats till att idag tillämpas inom flera olika vetenskaper (Patel & Davidsson 2011).

Eftersom vi med den här uppsatsen avser att skapa en förståelse för problematiken rörande företagsförvärv och dess eventuella värdeskapande effekter är uppsatsen till stor del av hermeneutisk ansats. Dock finns inslag av positivism då vi använder oss av finansiell information vid mätningarna av de eventuella värdeförändringarna.

2.2. Utformning

En studie eller undersökning går att göra på flera sätt och kan klassificeras olika. Om man inte har den fulla kunskapen om ämnet görs en explorativ, utforskande, undersökning. Syftet är att samla in så mycket kunskap som möjligt om ämnet. Om det redan finns en viss kunskap om ämnet blir undersökningen deskriptiv, beskrivande. Beskrivningarna kan röra dåtid eller nutid och man begränsar sig till att undersöka valda delar av det aktuella ämnet. Om en stor mängd information har insamlats och teorier har utvecklats kan undersökningen vara hypotesprovande. Här krävs så pass mycket kunskap att man från teori kan härleda antaganden om verkliga förhållanden (Patel & Davidsson 2011).

Inom ämnet fusioner och förvärv finns det ett stort utbud av litteratur samt forskningsartiklar vilket talar för att vår studie är deskriptiv. Ytterligare motiv till att denna studie är deskriptiv är att vi använder oss av redan existerande material som t.ex. årsredovisningar, publicerad information om företagen samt befintlig teori om fusioner och förvärv.

2.3. Metod

Det finns även två olika metoder för att bearbeta och analysera den insamlade informationen; den kvalitativa och den kvantitativa metoden. Vid kvalitativ informationsinsamling fokuseras det på så kallad mjuka data som t.ex. intervjuer och tolkande textanalyser, oftast i verbal form (Patel & Davidsson 2011). Man vill ta reda på hur människor upplever sin värld, målet är djupare förståelse av ett ämne snarare än statistisk analys där man drar generella slutsatser (Bell 2006).

Kvantitativ undersökning däremot, innebär mätningar av datainsamling och statistiska bearbetnings- och analysmetoder för att mäta en population (Patel & Davidsson 2011). Man använder vetenskapliga tekniker och gör mätningar vilka kan ge kvantifierbara och även generaliserbara slutsatser (Bell 2006).

Vår uppsats har lite av en både kvalitativ och kvantitativ utgångspunkt där vi försöker analysera händelser för att förklara vår problemformulering med hjälp av både hårda och mjuka data. Med hjälp av kvalitativa egenskaper kan vi få en djupare förståelse för ämnet. Dessutom har vi endast valt att analysera två företag vilka tillsammans genomför tre förvärv vilket är för få undersökningsobjekt för en kvantitativ undersökning. Med hjälp av kvantitativa egenskaper kan vi dock göra en finansiell analys av företagen före och efter förvärven.

2.4. Datainsamling

Informationen kan samlas in från två typer av källor. Data från primära källor är originaldata vilka forskaren själv har samlat in, några exempel är officiell statistik, riksdagstryck och protokoll. Primärkällor kan också delas upp i två kategorier. Avsiktliga källor skapas för att andra i framtiden ska uppmärksamma och läsa dem, t.ex. memoarer och dagböcker. Oavsiktliga källor används av forskare i annat syfte än vad källans upphovsman tänkt sig. Sekundära källor innebär en tolkning av någonting tidigare inträffat och som baseras på en primär källa (Bell 2006).

I denna uppsats har vi uteslutande använt oss av sekundärdata genom årsredovisningar, forskningsartiklar, böcker samt avhandlingar. På grund av avståndet samt uppsatsens begränsade omfattning har inte primärkällor prioriterats.

2.5. Upplägg

Även undersökningens upplägg kan skilja sig åt, de vanligaste är surveyundersökning, fallstudie och experiment. Survey innebär att man undersöker en större avgränsad grupp genom t.ex. intervjuer eller frågeformulär. Vid experiment undersöker man några enstaka variabler och försöker få kontroll över annat som kan påverka dessa variabler (Patel & Davidsson 2011).

En fallstudie innebär att man undersöker en mindre avgränsad grupp, t.ex. två organisationer. Man utgår från ett helhetsperspektiv och försöker få en så heltäckande bild som möjligt vilket passar bra när man vill studera processer och förändringar (Patel & Davidsson 2011). Man behöver alltså inte beskriva allt utan kan på ett begränsat utrymme ändå ge läsaren en uppfattning om hur det ser ut (Ejvegård 2009).

Vår uppsats kan därmed betraktas som en fallstudie då vi undersöker förändringar i ett fåtal företag och försöker skaffa oss en övergripande bild av värdeskapande vid förvärv. En fördel vi ser med att genomföra en fallstudie är att man kan få en djupare förståelse för förvärv och därmed ges ett bättre helhetsperspektiv. Vi är dock medvetna om att de förvärv vi ska studera

kan vara unika i förhållande till andra förvärv, vilket gör att vi inte kommer kunna dra några generella slutsatser.

2.6. trovärdighet

Kvalitén på en studie hänger på graden av säkerhet i den insamlade informationen. För att uppnå så hög säkerhet som möjligt måste ett antal aspekter rörande reliabilitet, validitet och källkritik beaktas vid insamlandet av informationen (Patel & Davidsson 2011).

2.6.1. Reliabilitet

Tillförlitligheten eller reliabiliteten är ett mått på i vilken utsträckning ett instrument eller tillvägagångssätt ger samma resultat vid olika tillfällen under i övrigt lika omständigheter. Det är viktigt att man inte godtar en källa på ett ytligt sätt. För att bedöma en källas pålitlighet gäller det att bedöma i vilket avseende källan är pålitlig. Är författarens förklaring av åsikter i en viss fråga hållbar? En förklaring behöver nödvändigtvis inte förmedla sanningen men kan ändå vara ett sanningsenligt och därför mer pålitligt uttryck för författarens åsikter om ämnet (Bell 2006).

Eftersom uppsatsen har kvalitativa egenskaper och baseras på subjektiva tolkningar blir det därför svårt för en ny studie att ge samma resultat, all litteratur går dock att återfinna i källförteckningen. Den finansiella analysen av bolagen före och efter förvärven är dock baserad på publicerad information och har hög reliabilitet.

2.6.2. Validitet

Giltigheten eller validiteten är ett mått på om en viss fråga mäter eller beskriver det man vill att den skall mäta eller beskriva. En fråga som saknar reliabilitet, saknar också validitet, samtidigt behöver inte hög reliabilitet innebära hög validitet. En fråga kan ge samma eller nästan samma svar vid olika tillfällen men ändå inte mäta vad den är avsedd att mäta (Bell 2006). Därför är det viktigt att ha en väldefinierad frågeställning så man vet vad som skall mätas. Kan inte resultatet av studien i undersökningen svara på frågeställningen har man haft en låg grad av validitet (Patel & Davidsson 2011).

Frågeställningen i denna uppsats går att mäta men kan utifrån ordalydelsen vara för bred för att uppnå hög validitet, eftersom den fångar in alla motiv samt omständigheter som kan uppkomma vid ett förvärv. Uppsatsen har dock hög validitet eftersom avgränsningarna klargör vilka områden som har studerats samt vad som har bortsetts från, vilket definierar vad frågeställningen ska mäta.

2.6.3. Källkritik

Vid en analys av källmaterialet kan granskningen delas upp i en intern del och en extern del. Extern granskning syftar till att upptäcka om en källa är äkta och inte förfälskad, att materialet inte utger sig vara något annat än vad det avser vara, ger en sann bild av det den skildrar samt att den angivne författaren verkligen är upphovsmannen. Förfälskningar är mycket svårupptäckta men man ska ändå försöka avgöra äktheten av materialet (Bell 2006).

Vid en intern granskning granskas källans innehåll noggrant. Vilken typ av källa det handlar om, när och under vilka omständigheter den skapades, om källan är typisk eller ovanlig för ämnet och om den är fullständig är frågor vilka behöver besvaras. Man behöver även ta ställning till hur noggrann upphovsmannen varit samt kritiskt granska själva upphovsmannen genom att bl.a. undersöka om personen är känd för att vara objektiv eller kanske känd för att ofta överdriva (Bell 2006).

Merparten av våra källor kommer från avhandlingar och vetenskapliga artiklar vilka sedan tidigare är granskade av andra forskare och därför anser vi dessa vara tillförlitliga. Flera källor har dessutom samma åsikt vilket också styrker tillförlitligheten. Vi har använt både europeisk och amerikansk litteratur och av vad vi kan se skiljer sig inte teorin om förvärv nämnvärt mellan kontinenterna. Därför tror vi inte att validiteten påverkas i någon större utsträckning.

När vi studerade förvärvsprocesserna samt företagens motiv använde vi oss bland annat av det ”exchange offer” vilket offentliggjordes i samband med budet på Skandia samt information inhämtad från respektive bolags egna officiella hemsidor och årsredovisningar. Eftersom vi har använt oss av information företagen själva har publicerat kan tillförlitligheten ifrågasättas, denna information har dock hjälpt oss förstå de motiv och omständigheter vilka ledde fram till förvärven. Dock har vi sedan utgått från siffror samt vår värdemodell för att utvärdera förvärven. Detta kan öka tillförlitligheten eftersom vi inte har utgått från företagens egna åsikter om hur förvärven har gått till utan dragit våra egna slutsatser. Vi är dock medvetna om att tillförlitligheten i siffrorna genom eventuell kreativ redovisning också kan ifrågasättas, all information kopplad till något av företagen har därför granskats kritiskt.

Vi har även använt nyhetsartiklar för att skapa oss en bild av hur förvärvsprocesserna har gått till. Trovärdigheten för nyhetsartiklar är lägre därför har vi försökt få fram flera artiklar vilka säger samma sak för att styrka tillförlitligheten. Dessutom har vi hämtat artiklarna från nyhetsbolag vi anser trovärdiga, främst The Financial Times och New York Times.

2.7. Praktiskt tillvägagångssätt

För att kunna undersöka om en fusion av två bolag skapar värde började vi med att studera tidigare genomförda förvärv samt äldre uppsatser om förvärv för att få en någorlunda god bild av hur ett förvärv går till och hur komplex processen är. Det studerade materialet tilldelades vi av vår handledare och i nästa steg valde vi i samråd med vår handledare ut några lämpliga bolag att studera. Efter att ha granskat olika förvärv valde vi ut två förvärv att jämföra med varandra. Det första var Totals förvärv av PetroFina och Elf Aquitaine vilka vi som en förenkling väljer att se som en enda förvärvsprocess då förvärven skedde väldigt nära inpå varandra. Det andra förvärvet vi valde var OM:s förvärv av Skandia. Dessa bolag valdes bl.a. för att både Totals och OM:s förvärv var väldigt uppmärksammade och därför är väldigt väl dokumenterade. Anledningen till varför vi inte inkluderade fler förvärv i vår jämförelse var på grund av att det skulle bli ett allt för omfattande arbete.

Det studerade materialet till denna uppsats har hämtats från böcker, artiklar, avhandlingar, uppsatser, årsredovisningar samt bolagens officiella hemsidor och baseras uteslutande på sekundärdata. Materialet har vi dels fått oss tilldelade av vår handledare eller hämtat från

Ekonomiska biblioteket vid Handelshögskolan i Göteborg. Några handlingar har vi lånat från biblioteket och övriga har vi tagit fram genom sökningar i bibliotekets nationella söktjänst LIBRIS samt databaserna Business Source Premier, Science Direct och Emerald. Exempel på sökord vi använt är "fusioner", "förvärv", "mergers & acquisitions", "value creation in mergers & acquisitions" och "hostile takeovers". Vidare har vi även lyckats hitta intressanta artiklar genom att leta i källhänvisningarna i några av de böcker, avhandlingar och uppsatser vi studerat.

Den här uppsatsen bygger också vidare på två tidigare uppsatser; TOTAL S.A. (Holm & Jönsson 2004) och Fusioner och förvärv (Rapp & Svensson 2007). Dessa uppsatser har hjälpt oss skapa en bild av hur framförallt Totals förvärv har gått till samt hjälpt oss få fram en del siffror och annan information.

I uppsatsens teoridel försökte vi starta med en bred ingång till förvärvsprocessen och började med att ta upp motiv till varför förvärv sker, vilka problem som kan uppkomma och varför de flesta förvärv misslyckas samt framgångsfaktorer vid förvärv. Teorin har vi hämtat från boken "The social side of mergers and acquisitions: Cooperation relationships after mergers and acquisitions" skriven av Florian Frensch. Vi går sedan över till att diskutera mer specifikt hur värde skapas vid förvärv och tar framförallt upp synergieffekter samt presenterar en värdemodell för förvärv. Värdemodellen återfinns i artikeln "Understanding value generation in buyouts" skriven av Achim Berg och Oliver Gottschalg. I värdemodellen används en värdemultipel som en komponent, vi har valt att använda oss av börsvärdet som värdemultipel. Då värdemultipeln speglar prisobalanser på olika marknader, d.v.s. köpa billigt och sälja dyrt, går börskursen att använda eftersom eventuella dolda värden hos målbolaget kommer att speglas i budbolagets börskurs efter förvärvet. I en senare del jämför vi även hur värdet på bolagen enligt värdemodellen förändras under tiden för förvärvsprocesserna.

I empiriavsnittet har vi tagit den finansiella informationen från respektive bolag och år och sammanställt denna för att kunna presentera en överskådlig bild av företagens finansiella situation under den valda tidsperioden. Med hjälp av våra nya inhämtade samt befintliga kunskaper analyserar vi sedan empirin med hjälp av teorin. I analysen har vi valt att analysera OM:s och Totals förvärv i varsitt separat avsnitt och varje avsnitt är uppdelat i två delar. Till en början närmar vi oss hur förvärvet har gått till och motiven till förvärven utifrån teorin för att skapa en bild av förvärven. Vi går sedan över till att analysera siffrorna utifrån vår värdemodell samt avsnittet om synergieffekter i teorin, för att undersöka om förvärven har skapat värde.

Värdemätningen har gått till som så att vi har jämfört finansiella siffror från de fem studerade bolagen under en viss tidsperiod. Vi har valt att använda oss av tre årsredovisningar före förvärvet samt tre stycken efter, i Totals fall har vi använt oss av sju års siffror eftersom det skedde två förvärv utspjätt på två år. Anledningen till varför vi inte har valt en längre tidsperiod är av den anledningen att vi anser att synergieffekterna från förvärven borde framträda inom en tämligen kort tid efteråt. Dessutom är det så att desto längre tid som förflutit efter förvärvet, desto osäkrare blir värdemätningen eftersom det uppkommer åtskilliga andra faktorer och omständigheter vilka kan påverka värdet.

3. Teoretisk referensram

3.1. Varför uppstår förvärv?

Det finns flera olika förklaringar och motiv till varför ett bolag väljer att förvärva ett annat bolag. En anledning är att bolaget anser att det skulle kunna bli mer framgångsrikt tillsammans med ett eller flera andra bolag, t.ex. genom att bolaget kan öka sina marknadsandelar, minska sina kostnader eller se skattemässiga fördelar. Det kan också vara så att ledningen i budbolaget anser sig kunna leda målbolaget bättre än dess nuvarande ledning eller att budbolaget värderar målbolaget högre än vad marknaden gör (Frensch 2007).

Enligt Frensch (2007) finns det tre anledningar till varför ett förvärv uppstår; förändringar i omvärlden, psykologiska faktorer samt värdeskapande mål och nedan följer en djupare redogörelse av dessa.

3.1.1. Omvärldsförändringar

Förändringar i omvärlden påverkar företagen i allra högsta grad. Teknisk utveckling, ökad konkurrens på befintliga marknader, ökad globalisering, ny ägarstruktur i bolagen, nya marknader eller politiska förändringar är bara några faktorer vilka påverkar företagen. Alla dessa förändringar tvingar mer eller mindre företagen att vidta åtgärder för att överleva på marknaden. Om företagen överlever förändringen eller inte beror på hur bra företagen är på att ställa om sig efter rådande förhållanden samt hur mycket de båda företagens befintliga marknader klarar av att växa (Lubatkin 1983).

Frensch (2007) skriver att vidtagna åtgärder på grund av omvärldsförändringar inte är ett eget frivilligt beslut utan snarare en nödvändig och tvingande åtgärd för att verksamheten ska kunna överleva. Därför hävdar han att omvärldsförändringar är en anledning till varför förvärv uppstår men att det inte kan anses vara ett motiv till dem då åtgärderna med största sannolikhet inte hade vidtagits om förändringarna i omvärlden inte hade inträffat.

3.1.2. Psykologiska faktorer

Den psykologiska faktorn handlar däremot om att företagsledningen vill genomföra förvärv för att öka sin makt. Det kan till och med vara så att företaget i sin jakt på mer makt och bättre anseende vill växa oavsett om förvärven skapar något värde för aktieägarna (Malatesta 1983).

Här kan det då handla om hybris, d.v.s. övermod hos ledningen. Om dessutom ägarskap och ledarskap är separerat i bolaget kan konflikter uppstå. Företagsledare med hybris engagerar sig i förvärv då de anser att de själva kan skapa mer värde av ett annat företag än någon annan, framförallt mer värde än den nuvarande ledningen i det andra bolaget. En ledare med stark hybris betalar också ofta mer för ett företag än vad som är nödvändigt, framförallt om den övriga ledningen är svag och har svårt att kontrollera ledaren (Frensch 2007).

3.1.3. Värdeskapande faktorer

Den tredje och största anledningen till varför förvärv uppstår är för att skapa värde. När förvärv uppstår på grund av omvärldsförändringar eller företagsledares egna mål är motivet inte i första hand ökat värde utan istället anpassning för överlevnad eller mer makt till företagsledaren. Dock är det värt att poängtera att en ledare med hybris på sätt och vis också söker en värdeökning men för egen vinning istället för att den ska omsättas i företaget. Värdeskapande faktorer handlar alltså om att företagsledningen tar ett eget initiativ när den ser en möjlighet att öka företagets värde genom att gå ihop med eller överta ett annat företag.

Det finns enligt Frensch (2007) tre sätt för att skapa värde vid förvärv: Köpa det andra bolaget billigt, skapa synergier eller att leda det andra bolaget bättre än nuvarande ledning.

Värdeskapande genom att köpa billigt är mer att betrakta som en engångsföreteelse då det främst är vid själva förvärvet en vinst görs. Vill man ha en mer långvarig effekt handlar det om att uppnå synergieffekter genom förvärvet. Motiv till förvärvet är att man tror att bolagen tillsammans kommer att ha ett större värde än vad dem skulle ha var och en för sig.

Det sammanslagna bolaget kan använda sig av flera olika strategier för att försöka öka värdet. Företaget kan växa internt genom organisk tillväxt eller externt genom fler förvärv av andra bolag. Tillväxt kan ske då företaget satsar på att öka försäljningen av en produkt på deras befintliga marknader eller utvecklar nya produkter på deras befintliga marknader. Företaget kan också växa då man lanserar sin produkt på nya marknader eller till och med utvecklar nya produkter att lansera på nya marknader.

Huvudmålet för ett förvärv är således att skapa värde genom synergieffekter. En synergi är när två plus två är lika med fem eller mer (Frensch 2007). Synergier uppstår när två operationella enheter kan styras mer effektivt tillsammans än åtskilda genom lägre kostnader eller bättre utnyttjande av knappa resurser (Lubatkin 1983).

3.2. Varför misslyckas förvärv?

Att köpa och förvärva företag är en riskfull affär och de flesta förvärv misslyckas. Frågan om varför vissa förvärv misslyckas när andra lyckas, d.v.s. att identifiera framgångsfaktorer är därför en fråga som har fascinerat forskare under lång tid.

En av de främsta anledningarna till att förvärv misslyckas är bristande planering av integrationsprocessen och integrationsproblem. Planeringen måste vara noggrant genomförd så att man så långt det går förstår innebörden och konsekvenserna av förvärvet men ändå genomförs snabbt eftersom köpmöjligheten annars kan hinna försvinna. Kulturen i bolagen ser olika ut och styrningssätt och arbetsrutiner varierar. För att det sammanslagna bolaget ska kunna arbeta effektivt krävs att man enas om ett visst sätt att arbeta efter.

En annan orsak till misslyckande är att budgivaren betalar för mycket för målbolaget, d.v.s. svårigheten med att värdera synergieffekter kan leda till en övervärdering av dessa och budbolaget betalar då ett pris högre än vad de förväntade synergierna kan kompensera för.

Alternativt kan det pga. konkurrens med andra bolag krävas en väldigt hög köpsumma som kanske dessutom till stor del består av lån och som visar sig vara för hög för att framtida intäkter ska kunna kompensera för denna.

Tidigare studier kom fram till att misslyckandena ofta berodde på omvärldsfaktorer och val av strategi samt mer strukturella faktorer så som storlek på bolag och grad av integration. Senare studier har däremot pekat ut sociala och individuella faktorer vid integrationen som orsaken. Ett misslyckat förvärv resulterar alltså i att de förväntade positiva effekterna av förvärvet uteblir (Frensch 2007).

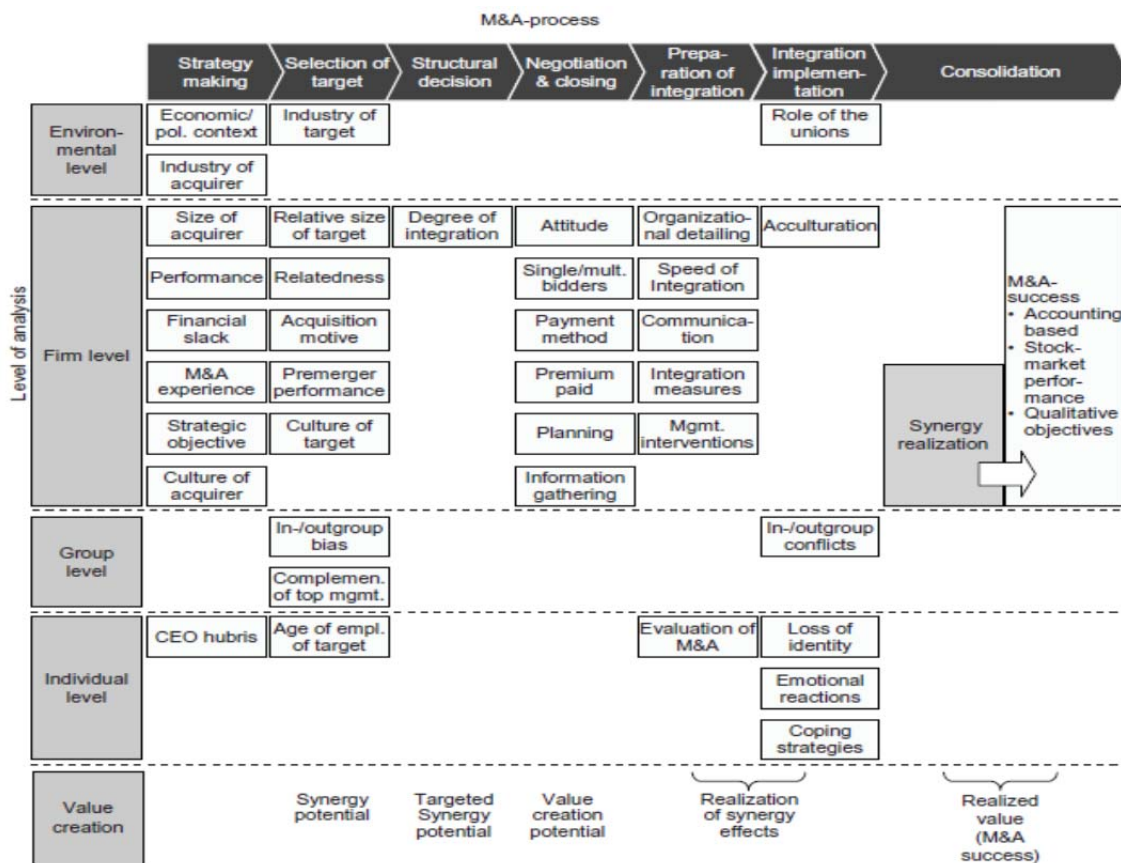
3.2.1. Negativa synergier

Om ett förvärv har misslyckats har inga positiva synergier bildats, bolagen har istället tagit skada av förvärvet, eller som Frensch (2007) väljer att kalla det; negativa synergier har uppstått. Ett exempel är höga integrationskostnader vilket lätt uppstår då olika bolag skall smältas samman till en enda fungerande enhet. Desto större bolagen är desto mer skall fusioneras ihop och är bolagen internationella blir transaktionskostnaderna än större på grund av bland annat kulturella och eventuellt språkliga skillnader och stora avstånd.

Fusioner kan också leda till lägre produktivitet och arbetsmoral hos de anställda på grund av minskad motivation eller avsaknad av samhörighet i det nya bolaget. Tidigare inarbetade trygga rutiner kanske behöver ändras, kontoret kanske flyttas till annan ort och hot om uppsägning på grund av rationaliseringar kan föreligga hos personalen.

Även vinstmarginalen kan sjunka på grund av färre kunder. Några kunder kanske inte känner igen det nyskapade varumärket och byter till annat eller så består delar av den förvärvade kundbasen av redan befintliga kunder vilket gör att intäkterna inte kan matchas mot alla tillgångar.

Nya rutiner, lokaler och personal kan ge högre produktionskostnad då man inte klarar av att hålla normal produktionstakt. Dessutom kan flexibiliteten i bolaget påverkas då en större organisation kan ge en trögare beslutsprocess eftersom det kanske är fler personer involverade eller att konflikter uppstår vid beslutsfattandet på grund av att vem som bestämmer vad från början inte tillräckligt tydligt har bestämts (Frensch 2007).



Sammanfattning av framgångsfaktorer vid olika stadier i en förvärvsprocess och på olika nivåer (French 2007)

3.2.2. Framgångsfaktorer

Övergången från före till efter förvärv samt från omvärlds- och företagsnivå till individuella faktorer har gett insikt i lyckade förvärv. Ovanstående bild visar att ett lyckat förvärv är beroende av ett antal olika aktiviteter i en förvärvsprocess. Förvärvsprocessen delas upp i sju olika steg; utveckling av strategi, val av målbolag, strukturella beslut, förhandling, förberedelse för integration, genomförandet av integrationen samt konsolidering. För varje steg i förvärvsprocessen är värdeskapandet illustrerat, man kan därmed se att valet av målbolag bestämmer den totala synergipotentialen för ett förvärv (French 2007).

Strukturella beslut bestämmer vilken del av den potentiella synergien man siktar på. Om det finns en anledning att inte utnyttja all synergipotential blir den potential man siktar in sig på mindre än den totala synergipotentialen. Genom att betala en premie är den värdeskapande potentialen för ett förvärv bestämd. Prestationen av ett förvärv är beroende av synergipotentialen, premien som betalas och på integrationsprocessen. Om premien är högre än synergipotentialen är värdeskapandet för förvärvet negativt. Realisationen av synergieffekter är beroende av hur effektiv integrationen är efter köpet. Det realiserade värdet motsvarar då den värdeskapande potentialen subtraherat de synergieffekter vilka ej har genererats (French 2007).

3.3. Synergieffekter

Vid förvärv sker alltid en viss integration mellan bolagen, om än i olika grad. Integrationen skapar ett konkurrenskraftigt övertag vilket kallas för en synergieffekt. Empiriska studier visar också ett positivt samband mellan graden av integration och skapandet av synergieffekter. Desto bättre bolagen smälter samman, desto större blir synergieffekterna.

Synergier handlar framförallt om skalfördelar, mer kan produceras med mindre resurser. Frensch (2007) delar upp dessa synergieffekter i tre kategorier; resurser, transaktioner och ekonomi. De resursbaserade effekterna handlar om att utnyttja resurser som t.ex. produktionsutrustning och personal bättre. Transaktionskostnadsbaserade effekter handlar om att ett större bolag kan skaffa sig större inflytande över bl.a. kunder, leverantörer och borgenärer och på så sätt minska transaktionskostnaderna. I slutändan grundar sig dessa på de ekonomiska effekterna vilka handlar om att kostnader kan minskas och intäkter kan ökas.

3.3.1. Gemensamma resurser

Efter ett förvärv kan kapacitetsutnyttjandet förbättras vilket är positivt eftersom stillastående maskiner kostar pengar. Istället för att två fabriker går på halvfart kan en köras på helfart. Samtidigt finns möjligheten att ha vissa avdelningar gemensamt mellan bolagen. Försäljning, administration, produktion samt forskning och utveckling är exempel på avdelningar bolagen kan ha gemensamt. Koncernen skulle också kunna producera flera olika produkter mer kostnadseffektivt istället för att bara vara specialiserade på en enda vilket sprider riskerna (Frensch 2007).

Personal är en annan resurs vilken skulle kunna delas mellan bolagen. Bolagen kan ha en vikariepool där avdelningar i behov av extra hjälp kan hyra in mer personal. Grundtanken med gemensamma resurser är att spara pengar och en konsekvens av att rationalisera verksamheterna på detta sätt är att inte lika mycket personal krävs. Dock skall det tilläggas att tanken också är att specifika tillgångar från de olika bolagen tillsammans ska kunna skapa nya bättre tillgångar vilket resulterar i fler synergier och detta kan i sin tur leda till att fler verksamheter startas upp vilket skapar fler arbetstillfällen.

3.3.2. Större kunskapsbank

Med nya tillgångar följer ny också kunskap. Ett ökat kunnande i företaget gör att produktionskostnaden minskar då man lär sig tillverka produkter snabbare eller på ett mer effektivt sätt. Det kan t.ex. vara så att man får tillgång till kunskap för en helt ny typ av produkt, tjänst, tillverkningsmetod eller marknadsföringsstrategi som kan revolutionera hela branschen. Givetvis kan det också vara så att kunskapen funnits i båda bolagen men att bolagen enskilt saknat tillräckliga resurser utan först som en större enhet kunnat utnyttja den till fullo.

3.3.3. Mer makt

Genom horisontella förvärv, alltså förvärv av liknande bolag på marknaden, minskar konkurrensen och bolagets makt på marknaden ökar. Detta innebär att bolaget kan sälja mer och dessutom till ett högre pris.

Med vertikala förvärv får bolaget mer kontroll över leverantörer och kunder vilket bl.a. innebär att bolaget kan förhandla fram bättre priser och lättare kan se till att råvaror alltid finns tillgängliga. Kontroll i produktionskedjan är viktigt då en transaktion är ett osäkerhetsmoment. Större kontroll sänker transaktionskostnaderna då man inte behöver lägga lika mycket resurser på att kontrollera motparten och behöver inte göra lika stora avsättningar för eventuella uteblivna betalningar. Oron minskar helt enkelt för om kunden kan betala eller om leverantören kan leverera rätt varor av rätt kvalitet på bestämd tid (Lubatkin 1983).

Ett större bolag kan också lättare bredda sig med fler produkter eller satsa på fler marknader vilket som sagt sprider riskerna. Dessutom kan en större firma ge ett mer förtroendeingivande intryck gentemot alla parter som t.ex. kunder, leverantörer och borgenärer. Samtidigt kan fler tillgångar skapa en stabilare ekonomisk grund. Detta gör det lättare för företaget att få tag på kapital och till en lägre kostnad. Mer makt kan man också tala om då ledningen i budbolaget har möjlighet att byta ut ledningen i målbolaget. Anledningen kan vara att de anser att målbolagets ledning inte får ut fullt värde ur bolaget eller att målbolaget hellre vill styra bolaget själva (Lubatkin 1983).

Det finns många olika typer av effekter som skulle kunna uppstå vid ett förvärv, både positiva och negativa. Ett stort team av människor arbetar i månader med att planera och förbereda ett förvärv, trots ett gediget arbete kan förvärvet ändå misslyckas. Det kan t.ex. vara ganska naturligt att ett budbolag vill ha kontroll över det förvärvade bolaget men att byta ut dess ledning är att kratta gången för konflikter och det är bara en i raden av aspekter i en förvärvsprocess.

3.4. Fientliga förvärv

Mycket viktigt att poängtera i detta sammanhang är att det är väldigt ovanligt att alla de involverade bolagen i förvärvet är med av egen fri vilja. I själva verket är de flesta köp så kallade fientliga förvärv d.v.s. när styrelsen i målbolaget motsätter sig att bli uppköpta av budbolaget. Vid ett fientligt förvärv går det inte att komma från att konflikter uppstår och om det sammansmälta bolaget ska kunna arbeta vidare effektivt och skapa eventuella synergier krävs det av budbolaget att man löser dessa konflikter så fort som möjligt.

För budbolaget finns det flera olika strategier för att lyckas förvärva målbolaget. Budbolaget kan t.ex. erbjuda att köpa bolaget till ett mycket högre belopp än vad det är värt på marknaden vilket blir svårt för ledningen i målbolaget att motstå. Bolaget kan också kringgå ledningen och istället rikta in sig direkt mot aktieägarna och erbjuda dem bra betalt för aktierna och på så sätt få kontroll över bolaget (Brown & Bird 2001).

Budbolaget kan även under stark sekretess via olika skalbolag köpa aktier i målbolaget. Om det skulle framkomma att ett och samma bolag försöker köpa en stor del av aktierna i ett bolag är risken stor att marknadspriset på aktierna stiger och en eventuell framtida affär blir då mycket dyrare. Lyckas bolaget under diskretion köpa en stor andel av målbolagets aktier får det ett större inflytande i bolaget till ett lägre pris eftersom en offentlig affär lätt trissar upp aktiepriset (Brown & Bird 2001).

Det finns också olika sätt för ett företag att skydda sig från att bli uppköpt. Taktiken går oftast ut på att trissa upp köpsumman och komplicera och förhala förvärvsprocessen. Bolagen kan t.ex. teckna speciella kompensationer som utfaller till ledningen vid en eventuell uppsägning. Detta gör att om ett budbolag vill köpa bolaget och byta ut dess ledning blir kostnaden för detta mycket hög vilket sänker attraktiviteten för en affär (Gaughan 2011).

Ett annat sätt är att köpa upp andra bolag vilka ett eventuellt budbolag inte vill ha i sin portfölj och därmed måste göra sig av med vid förvärvet vilket kräver extra resurser. Målbolaget kan också försöka att dra ut på processen så mycket som möjligt genom att bl.a. fördröja svar och överklaga till domstol. Ytterligare en taktik är att då ett budbolag försöker köpa bolaget söka upp andra företag vilka skulle kunna tänka sig att köpa bolaget och som man hellre skulle vilja samman med (Gaughan 2011).

Det här är några av de förvärvs- och försvarstaktiker vilka bolagen kan använda sig av. Budbolaget vill att förvärvsprocessen ska gå så snabbt som möjligt och priset vara så lågt som möjligt. Målbolaget vill däremot helst undvika en affär och om det inte är möjligt se till att köpsumman blir så hög som möjligt, t.ex. genom att få in fler intresserade budbolag i budprocessen vilket kan trissa upp priset.

Studier har visat att en fusion vilken har föregåtts av ett fientligt förvärv oftare tenderar att bli misslyckad än en fusion av mer vänskaplig karaktär. Detta är på sätt och vis ganska självklart eftersom det vid ett fientligt förvärv uppstår konflikter och om inte dessa konflikter reds ut vid samgåendet kommer bolaget ej kunna få ut den fulla potentialen från organisationen och resultaten försämras. Det kan också vara så att båda bolagen har intentioner att gå samman men att båda också vill vara förvärvaren och inte den förvärvade för att själva kunna ställa villkoren. Kan bolagen dock komma överens om ett pris båda parter är nöjda med skulle samgåendet ändå kunna bli lyckat.

Det är oerhört svårt att förstå all den komplexitet som omgärdar processen att förvärva ett annat bolag. Nedan följer en så kallad värdemodell vilken ger en något bättre bild över hur en lyckad förvärvsprocess kan gå till. Det finns flera olika typer av värdemodeller, vissa mer komplexa och utförligare än andra. Modellen vilken vi har valt är skapad av forskarna Achim Berg & Oliver Gottschalg.

3.5. Värdemodell

Berg och Gottschalg (2005) delar upp processen som ett budbolag går igenom i tre faser: köp-, förvaltnings- och exitfasen. Distinktionen mellan de olika faserna kan göras beroende på när

relevanta värdeskapande beslut fattas eller och under vilken fas värdeskapande slutligen inträffar. Köpfasen inleds med due diligence och förhandlingar d.v.s. att budbolaget undersöker målbolaget för att lära sig mer om verksamheten. Budbolaget måste sedan utveckla en affärsplan för målbolaget och planera för hur förvärvet ska gå till. Nästa fas är förvaltningsfasen, då budbolaget måste implementera de organisatoriska, strategiska och operationella förändringar vilka man tog fram i affärsplanen. Den sista fasen, exitfasen, är vilken metod budbolaget väljer för att lämna ifrån sig målbolaget t.ex. börsintroducering eller försäljning.

Enligt Berg och Gottschalg (2005) är den viktigaste typen av värdeskapande vid förvärv baserad på förändringar i värdet för eget kapital. Denna bedömning bestäms av fyra faktorer: värdemultipl, omsättning, vinstmarginal och nettoskulder. Vilket ger följande ekvation:

$$\text{Värdet av eget kapital} = \text{värdemultipl} * \text{omsättning} * \text{vinstmarginal} - \text{nettoskulder}$$

Förändringar i värdet för eget kapital måste vara kopplad till förändringar i en av dessa fyra faktorer. Värdeskapande och dessa fyra faktorer kan man också enligt författarna (Berg & Gottschalg 2005) dela upp i value capturing- och value creation-mekanismer.

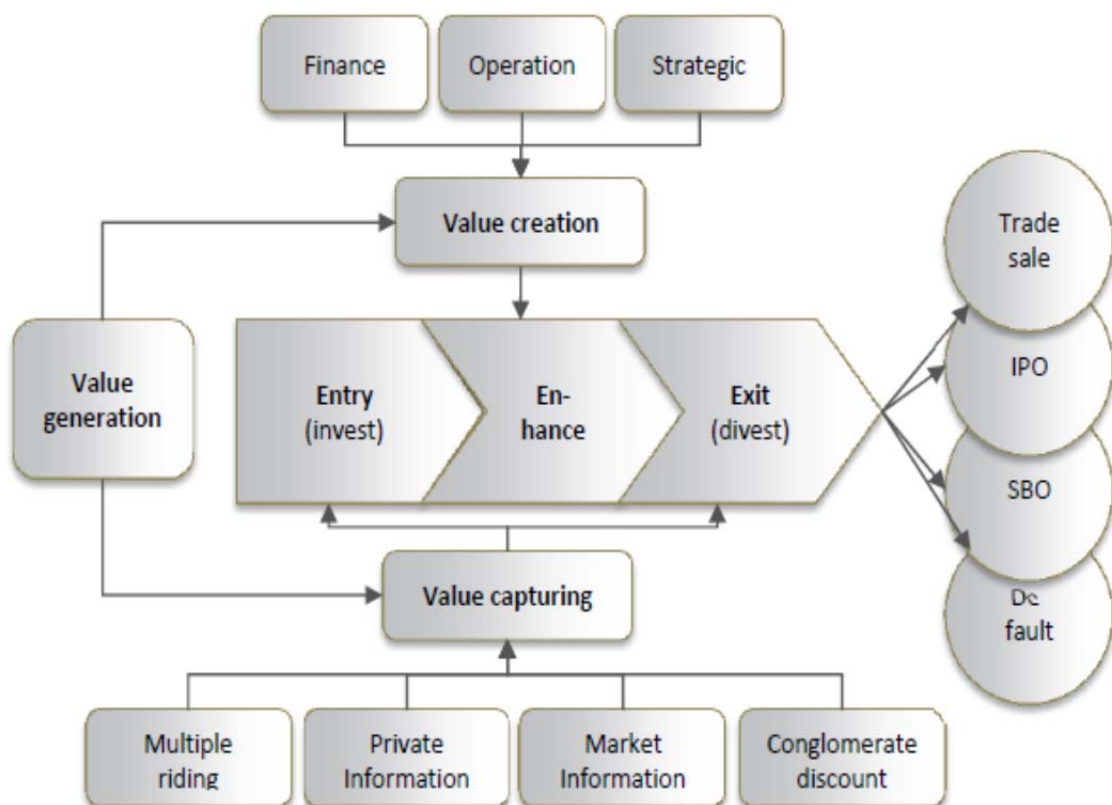


Bild som visar värdeskapandeprocessen och dess mekanismer (Laskowski 2012)

3.5.1. Value capturing

Berg och Gottschalg (2005) menar att värdeökningar vilka kan inträffa utan förändringar i de underliggande tillgångarnas prestation beror på value capturing. Dessa mekanismer är framförallt aktiva i processens första och sista fas. Mekanismerna är kopplade till värdemultiplern i formeln. En ökning av multiplern ger ett högre värde för eget kapital genom vad som kallas financial arbitrage, vilket är prisobalans på samma tillgång på två marknader och där man får en värdeökning genom att köpa billigt och sälja dyrt.

3.5.1.1. Utnyttja förändringar i marknadsvärderingen

Värdet på ett bolag kan påverkas av förändringar i marknadens värderingsmultiplar för jämförbara företag. Investerare kan utnyttja denna effekt om de lyckas förutse förändringar i marknadens värderingsmultiplar.

3.5.1.2. Insideinformation

Flera författare (Berg & Gottschalg 2005, Laskowski 2012) argumenterar för att insideinformation är en viktig faktor för att fånga värde, detta är framförallt aktuellt vid s.k. management buyouts d.v.s. när ledningen ensam eller tillsammans med en investerare köper målbolaget. Insideinformation kan vara en viktig faktor eftersom det ofta finns en informationsasymmetri mellan insiders, t.ex. ledningen i målbolaget, och utomstående, t.ex. marknaden och investerare i målbolaget.

3.5.1.3. Marknadsinformation

Eftersom bolag som förvärvar andra bolag ofta består av individer med ingående industriell och finansiell erfarenhet har de ofta byggt upp ett stort nätverk (Laskowski 2012). Detta gör det möjligt för budbolaget att skapa branschkunskap och upprätthålla en ström av möjliga investeringsmöjligheter, vilket ökar chansen att hitta ett värdegenererande målbolag. Detta nätverk tillhandahåller hela tiden budbolaget med en stor mängd information. God förhandlings- och analytisk förmåga därför är också förmågor vilka krävs för att bli framgångsrik. Det är således många faktorer som kan påverka köpriset och indirekt det finansiella arbitraget.

3.5.1.4. Sälja tillgångar var för sig

Att ”stycka” upp ett målbolag är den sista och historiskt mest diskuterade value capturing-mekanismen (Berg & Gottschalg 2005). Anledningen till att budbolag gör det är att man anser att målbolaget är värt mindre än sina tillgångar var för sig.

3.5.2. Value creating

Medan value capturing leder till värde utan förbättringar i målbolagets finansiella prestation leder value creating till förädling av bolagets prestation och är aktiv i processens mittenfas (Berg och Gottschalg 2005). Den största skillnaden mellan de båda är effekten de har på målbolagets prestation. Value capturing har ingen effekt på bolaget till skillnad från value

creation vilket förändrar prestationen både direkt och indirekt genom att påverka omsättningen, marginaler och kapitalstrukturen.

3.5.2.1. Finansieringslösningar

Finansieringslösningar handlar om att budbolaget utnyttjar sin kunskap, information och erfarenhet om kapitalmarknaden för att optimera målbolagets kapitalstruktur och minska skattekostnaden (Laskowski 2012). Budbolag har ofta erfarenhet från lånemarknaden, tillsammans med god förhandlingsförmåga, nätverk och kunskap om kapitalmarknaden kan budbolaget därför förhandla fram bättre finansieringslösningar än målbolaget.

3.5.2.2. Operationell effektivitet

Om finansieringslösningar fokuserar på kapitalstrukturen och kostnaden för kapital riktar operationell effektivitet in sig på balansräkningens vänstra sida, marginaler och cash-flow (Berg & Gottschalg 2005). Det uppnås genom åtgärder vilka förbättrar den generella produktiviteten och verksamhetens effektivitet, d.v.s. hur olika tillgängliga resurser används och förändras. Enligt författarna (Berg & Gottschalg 2005) kan man bryta ner mekanismer vilka ökar den operationella effektiviteten i kostnadsreducering och marginalförbättring, minskat kapitalbehov och minskning av ledningens ineffektivitet.

3.5.2.4. Strategisk position

Berg och Gottschalg (2005) menar att förvärv kan skapa värde och förbättra bolagets prestation utöver den operationella effektiviteten. Ofta leder förvärv till en förändring av viktiga strategiska beslut som t.ex. vilken marknad bolaget ska agera på, vilka produkter att satsa på och hur bolaget ska bemöta kunder. Med detta följer ofta en förändring i vilka resurser bolaget använder sig av.

3.5.3. Indirekt value creating

I tillägg till ovan nämnda value creating-mekanismer vilka direkt påverkar målbolagets finansiella prestation, finns det även indirekta mekanismer. Dessa indirekta faktorer förändrar värdeskapande genom att påverka de direkta mekanismerna; finansieringslösningar, operationell effektivitet och strategisk position. Dessa indirekta mekanismer kan kopplas till antingen agentkostnaden eller föräldraeffekten (Berg & Gottschalg 2005).

3.5.3.1. Minska agentkostnaden

I litteraturen är en av de mest beskrivna faktorerna för värdeskapande vid förvärv att minska agentkostnaden (Berg & Gottschalg 2005). Dock har minskningen ingen direkt effekt på bottom-line resultatet utan faktorer vilka leder till minskad agentkostnad kan istället förbättra de direkta value creating-mekanismerna. Några av de faktorer vilka har identifierats och som påverkar agentkostnaden är: (i) incitamentsanpassningen mellan ledning och ägare, (ii) graden av självständighet, (iii) handlingsfrihet i chefers beslutfattande samt ägares förmåga att övervaka och kontrollera (Berg & Gottschalg 2005). Vid förvaltningsfasen förändras flera

strategiska och operationella komponenter t.ex. förändringar i organisationsstrukturen. Dessa förändringar underlättar för budbolaget att kunna minska agentkostadstendenser.

3.5.3.2. Föräldraeffekten

Budbolag strävar efter att etablera en miljö inom sin portfolio som karaktäriseras av entreprenörskap och kreativitet. När målbolaget blir en del av ett större företag eller koncern ändras ofta målbolagets fokus från före förvärvet. En trolig konsekvens är att de gamla ägarna har haft ett kostnadsfokus snarare än tillväxtfokus, vilket har hämmat ledningens entreprenörskap och motivation (Laskowski 2012). Precis som i den andra indirekta value creating-mekanismen kan införandet av entreprenörsanda och inflytande också indirekt påverka prestationen, framförallt genom mekanismerna strategisk position och operationell effektivitet 4. Empiri

4.1. Totals förvärv av PetroFina och Elf

4.1.1. Historia Total

Nedan följer en redogörelse över historien bakom Total, PetroFina och Elf Aquitaine. Informationen är hämtad från Totals officiella hemsida (www.total.com)

Efter första världskriget såg flera länder vinstmöjligheter inom petroleumindustrin och verksamheter startades upp runtom i världen. I Frankrike grundades Compagnie française des pétroles (CFP) år 1924 av den franska staten. Den främsta anledningen var att man ville ha kontroll över sin egen oljeproduktion. Som nystartat bolag tilldelades bolaget 25 % av Turkish petroleum company (TPC) verksamma i Mesopotanien, nuvarande Irak, av Deutsche Bank. Detta var en del av Tysklands kompensation efter bombningar under kriget. CFP noterades på börsen i Paris 1927 och fick senare rätten av den franska staten att raffinera 25 % av den råolja som marknaden behövde.

Under 1930-talet växte företaget stadigt, man utökade verksamheten till fler länder och byggde flera raffinaderier. Detta fortskred fram till 1940-talet då andra världskriget kom att påverka hela petroleumindustrin väldigt mycket. CFP:s raffinaderier i Frankrike förstördes efter order från den franska militären så att de inte skulle kunna utnyttjas av tyskarna. Dessutom sänktes CFP:s första oljetanker Émile Miguet av en tysk ubåt och merparten av bolagens övriga tillgångar ockuperades.

Efter kriget fick bolaget tillträde till sina tillgångar igen och började då en febril återuppbyggnads- och expansionsfas. Gruvor och infrastruktur hade tagit stor skada och för att inte behöva köpa oljebaserade produkter från USA uppmanade de europeiska regeringarna de europeiska bolagen att bygga egna raffinaderier. På så sätt behövde man endast köpa råolja från utlandet. 1954 samlade CFP hela sin verksamhet under namnet Total för att lättare kunna marknadsföra sig i andra länder i Europa och Afrika men även i Australien. Under tiden utökade också man oljeutvinningen i Mellanöstern och Kanada.

Under 1960-talet var tillgången på olja väldigt god och samtidigt blev produktionen allt billigare. Man försökte därför hålla tillbaka produktionen för att kunna hålla upp priset, organisationen OPEC bildades av de oljerika länderna i ett försök att nationalisera oljan och på så sätt öka sitt inflytande. Total motsatte sig detta kraftigt då man utvann mycket olja i bland annat Algeriet. Detta priskrig resulterade senare i oljekriserna på 1970-talet.

Under 1970-talet försökte Total ta sig in på den amerikanska marknaden då man bildade bolaget Total Petroleum North America (TOPNA) och under samma period hittade man också olja i Nordsjön. I början av 1980-talet började man även utvinna olja och gas i Argentina för att år 1991 köpa det amerikanska oljebolaget CSX Oil and Gas vilket leder till att Total också noteras på New York-börsen. Fem år senare säljer man dock hela sitt innehav i TOPNA och drar sig tillbaka från den amerikanska marknaden. Ungefär samtidigt säljer den franska staten merparten av sitt innehav i Total.

I slutet av 1990-talet var Total ett av de snabbast växande bolagen inom petroleumbranschens upstreamverksamhet, alltså produktion av olja och gas. Man ville utöka sin produktion och göra sig mer motståndskraftiga mot förändringar i råoljepriset genom att förbättra sin kostnadsstruktur. Downstreambranschen, alltså raffinering, präglades av stark konkurrens och man jobbade mycket med att förbättra lönsamheten för raffinaderierna.

Kemikalieverksamheten var vid tillfället mycket lönsam för Total och branschen förväntades växa mycket under de kommande åren bland annat tack vare att det forskades fram nya produkter med hög vinstmarginal.

Total före förvärv enligt värde modellen (Berg & Gottschalg 2005)

	1996	1997	1998	1999
Börskurs	40,25	55,75	49,75	69,25
Omsättning	26 919	29 131	24 333	75 035
Rörelsemarginal	3,20 %	3,98 %	4,30 %	4,66 %
Nettoskulder	-2 210	-636	-69	-1 157
Värde eget kapital	36 882	65 273	52 123	243 299

4.1.2. Historia PetroFina

År 1920, efter första världskriget, startades Compagnie financière belge des pétroles av några banker och investerare i Antwerpen, Belgien, efter att dem tillsammans köpt en grupp rumänska bolag av några tyska banker. Bolagen var verksamma inom oljeindustrins alla områden, från utforskning och utvinning, raffinering och tillverkning vidare till lagring och transporter.

Bolaget startade också ett samarbete med Pure Oil of Delaware från USA. Tillsammans skapade man företaget Purfina under vilket namn man sålde varor förpackade i flaskor, främst fotogen, i livsmedelsbutiker i Belgien, Holland och Luxemburg. 1921 noterades Compagnie Financiere Belge des Petroles på börsen i Antwerpen och byter året efter namn till PetroFina. Två år senare blir PetroFina ensam ägare till Purfina. Under 1850-talet ökade bilkonsumtionen vilket genererade många försäljningsställen för drivmedel med stora inkomster för PetroFina.

Under 1930-talet fram till andra världskriget expanderade PetroFina också till flera länder i Afrika men även Kanada och Mexico. Under kriget förstördes även PetroFinas raffinaderier i Frankrike och bolagets övriga tillgångar ockuperades. Efter kriget började man åter igen expandera sin verksamhet. Man satsade på downstreambranschen och startade upp verksamheter i ett antal afrikanska länder och hittade dessutom mer olja i bland annat Mexico och Kanada.

Även PetroFina gör ett försök att ta sig in på den amerikanska marknaden under 1970-talet då man förvärvar kemikaliebolaget Cosden Chemicals. PetroFina är vid den här tidpunkten ett av de första petroleumbolagen som gör en satsning på kemikaliebranschen. En starkt växande bransch tack vare marknadens ökade efterfrågan på plastprodukter. Man började också satsa på att tillverka färg. Samtidigt utökade man verksamheten i Nordsjön där man sedan 1960-talet hade utvunnit gas. Denna verksamhet drog man för övrigt i gång efter det att man hade förlorat rättigheterna till att utvinna olja i Afrika eftersom Algeriet nationaliserat sina oljerättigheter.

1988 köpte man Société industrielle belge des pétroles (SIBP) och lät sedan detta utgöra kärnan i den europeiska verksamheten. 1997 noterades PetroFina på börsen i New York. I slutet av 1990-talet hade PetroFina sin upstreamverksamhet spridd över stora delar av världen, bland annat Nord- och Mellanamerika, Afrika, Mellanöstern och Sydostasien. Med spridda verksamheter ville man sprida sina risker. Inom downstream producerade, sålde och transporterade man råolja och flera olika sorters bränslen, bland annat bil- och jetbränslen.

I Antwerpen hade PetroFina ett raffinaderi vilket man hade moderniserat och gjort till ett av branschens mest effektiva och lönsamma raffinaderier. Inom kemikaliebranschen var man en av marknadsledarna med ett flertal produkter i sin portfölj och på färgområdet hade man också en utbredd verksamhet med tillverkning och försäljning av flera olika sorters färg, bland annat marina och antikorrosiva färger.

4.1.3. Historia Elf Aquitaine

1937 bildades det som senare skulle bli Elf Aquitaine då bolaget Centre de recherches du pétrole du midi upptäckte Saint-Marcet gasfältet i Aquitaineregionen i sydvästra Frankrike. Régie autonome des pétroles (RAP) bildades för driften av gasfältet och gasen levererades genom rör ägda av CFR, CFP:s dotterbolag. 1941 bildades société nationale des pétroles d'aquitaine (SNPA) för utökad utvinning i sydvästra Frankrike och skulle komplettera RAP:s utvinning. Några av ägarna var franska staten (50 %) och CFP (14 %).

1945 bildades också Bureau de recherches de pétrole (BRP) efter en sammanslagning av flera små bolag. BRP blir då det ledande oljebolaget i Frankrike och målet är att på sikt skapa en tekniskt och finansiellt oberoende industri som utan statligt stöd skulle kunna konkurrera på de internationella marknaderna. Det skulle visa sig ta 20 år att nå detta mål. 1965 slogs BRP och RAP ihop och bildade Enterprise de recherches et d'activités pétrolières (ERAP). Det samlade bolaget hade nu tillgångar i alla produktionssteg inom oljeindustrin och två år senare samlade man bolagens varumärken under varumärket Elf.

Konkurrensen på plast- och kemikaliebranschen tättade under 1970-talet då Elf grundade Ato Chimie i Frankrike. Man förvärvade samtidigt läkemedels- och kosmetikaföretaget Sanofi och började utvinna gas i Nordsjön efter det att man förlorat oljerättigheterna i Afrika då Algeriet som sagt nationaliserat dessa. 1976 gick Elf samman med Société nationale des pétroles d'Aquitaine (SNPA) och bildade Société nationale Elf Aquitaine (SNEA) vilket senare bytte namn till Elf Aquitaine.

Under 1980-talet fortsatte expansionen genom köp av brittiska RTZ Oil, amerikanska Pennwalt samt andelar i brittiska Enterprise Oil. 1991 noterades Elf på New York-börsen. 1994 påbörjades också en privatiseringsprocess då den franska staten sålde alla aktier utom en i bolaget, denna enda aktie gav dem rätten att neka köp i Elf större än 10 % av bolaget.

I slutet av 1990-talet var Elf ett av de största bolagen inom petroleumindustrin och bedrev prospektering i 25 olika länder. Man hade verksamhet inom hela petroleumindustrin men var framför allt stora inom olja och gas genom downstreamverksamhet. Under 1990-talet utvidgade man raffineringen från enbart Frankrike till fler europeiska länder som t.ex. Spanien, England och Tyskland.

Elf var även väldigt framstående inom kemikaliebranschen med bolaget Elf Autochem och inom läkemedelsbranschen bedrev man också verksamhet med viss framgång genom bolaget Sanofi.

4.1.4. Totals förvärv av PetroFina

Nedan följer en redogörelse över händelseförloppet och skäl till Totals förvärv av Petrofina och Elf. Informationen är hämtad från olika nyhetsartiklar publicerade av New York Times och Financial Times i samband med förvärven.

Under 1990-talet ökade konkurrensen på petroleummarknaden, samtidigt var oljepriset väldigt lågt och valutakurserna skiftade kraftigt. Detta gjorde det mycket svårt för mindre bolag i branschen att klara sig, bolagen tvingades mer eller mindre till att gå samman och bilda större bolag. Elf var vid tillfället världens åttonde största petroleumbolag och Total världens tionde största och båda la bud om att få köpa PetroFina. Elf förväntades från början vara det företag som skulle köpa men Total lyckades buda över.

PetroFinas vd **Albert Frère** gick i augusti 1998 ut och sa att PetroFina behövde gå samman med något bolag för att överleva. Efter förhandlingar med både Elf Aquitaine och italienska ENI S.p.A kunde man i december meddela att Total gått med på att förvärva bolaget för 12,9 miljarder dollar. Total köpte 41 % av aktierna i PetroFina och fick i slutändan betala 37 % mer för varje aktie än den aktuella aktiekursen. Även om många kritiker ansåg att detta pris var alldeles för högt var nog priset högst nödvändigt för att affären överhuvudtaget skulle lyckas. Att Total mer eller mindre kunde ta PetroFina framför näsan på det större bolaget Elf berodde troligtvis på att Total riktade sitt bud direkt till aktieägarna i PetroFina och att budet dessutom var betydligt högre än marknadsvärdet.

Det sammanslagna bolaget var nu tillgångsmässigt världens sjätte största petroleumbolag. Samma dag som Total meddelade att man lagt ett bud på PetroFina, meddelade också Exxon och Mobile, att dem skulle gå samman. Tillsammans skulle de två bolagen bli världens största i branschen. Detta var den tredje stora fusionen i branschen under året eftersom även British Petroleum köpt upp amerikanska Amoco (American Oil Company), tidigare under året.

4.1.5. Skäl till förvärv av PetroFina

Total och PetroFina nämnde flera olika skäl till varför dem beslutade att gå samman. Total skulle få lättare att genomföra sin strategi om tillväxt och produktivitetsförbättringar samt stärka sin verksamhet inom raffinering. PetroFina skulle nu ingå i en större internationell grupp och på så sätt bli starkare på produktion och prospektering. Fusionen väntades ge stora kostnadsbesparingar även om effekten av dessa troligtvis skulle dröja något på grund av den höga köpsumman vid fusionen. De främsta anledningarna till minskade kostnader var att bolagen kunde komplettera varandras raffineringsverksamheter och kunna slå ihop vissa enheter som t.ex. logistik- och inköpsavdelningar. Däremot skulle båda bolagen ha kvar sina respektive huvudkontor. Kritiker hävdade samtidigt att Total dock frångick sin strategi om att strömlinjeforma sin verksamhet när man förvärvade PetroFina då detta mer sågs som en diversifiering.

Det var således främst omvärldsförändringar som låg bakom fusionen, på marknaden var det att äta eller ätas som gällde och de franska samt belgiska petroleumbolagen såg hellre att gå samman med mer lokala bolag än att bli uppköpta av internationella koncerner. Båda bolagen sökte bolag att gå samman med då man genom en fusion ville värna om den inhemska produktionen. Fusionen ansågs av bolagen själva som passande då deras verksamheter skulle komplettera varandras och förbättra respektive bolags svagheter. Den geografiska närheten och de kulturella likheterna förenklade även det samgåendet.

4.1.6. TotalFinas förvärv av Elf Aquitaine

Kort efter att Total förvärvat PetroFina och under tiden bolagen höll på att integrera sina verksamheter, följde också en kamp mellan det nya sammanslagna TotalFina och Elf Aquitaine. Båda parter försökte förvärva motparten och ryktena flödade vilt om bolagens nästa drag. Endast dagar efter att affären mellan Total och PetroFina helt och hållet var slutförd meddelade TotalFina att man hade lagt ett bud på Elf Aquitaine.

Även om Elf hade dragit sig ur förvärvsprocessen med PetroFina var det ingen hemlighet att man gärna hade lyckats förvärva bolaget. TotalFinas vd sa i media att han inte trodde att processen med PetroFina skulle påverka en framtida affär mellan bolagen. TotalFina försökte heller inte förbigå ledningen i Elf genom ett bud riktat till aktieägarna utan vände sig direkt till ledningen och gav dem ett bud. Trots det räknade nog ändå Total enligt vissa medier med att Elf skulle streta emot så någon form av strategi använde sig nog bolaget av ändå.

Elf tog dock budet som fientligt och såg som ett alternativ att leta efter andra bolag att gå samman med istället. Den franska staten med sin vetorätt meddelade dock att man ej skulle godkänna utländska ägare i bolaget vilket kraftigt begränsade Elf:s möjligheter att hitta ett nytt budbolag. Som en motåtgärd beslutade då Elf att istället attackera med ett motbud i ett försök att förvärva TotalFina. Från TotalFinas ursprungliga bud på 44 miljoner på Elf kontrade Elf med att lägga ett bud 53 miljoner och gick även förbi TotalFinas ledning genom att istället rikta budet direkt mot aktieägarna.

Enligt vissa källor var inte ledningen i Elf särskilt optimistisk till att lyckas förvärva TotalFina utan såg sitt motbud mer ett försök till att trissa upp priset på sitt eget bolag. Då TotalFina hade ytterligare resurser kunde man också, två månader efter första budet, höja sitt bud till 54 miljoner dollar vilket Elf till slut godkände. Efter en inledande fientlig process kunde parterna till slut enas men till fördel för Total eftersom förvärvet genomgåtts på deras villkor

4.1.7. Skäl till förvärv av Elf Aquitaine

Den franska staten som med sin ensamma aktie i Elf hade rätten att neka större köp i bolaget var en ivrig påhejare till affären. Tidigare hade man varit väldigt fokuserad på att staten skulle ha ett stort inflytande i den franska petroleumindustrin men hade nu övergett denna strategi i takt med den ökade globaliseringen och den allt starkare konkurrensen i branschen. Nu i slutet av 1990-talet ansågs det istället högst nödvändigt att slå samman bolag för att dem genom effektiviseringar och kostnadsbesparingar överhuvudtaget skulle kunna överleva i petroleumbranschen.

Det sammanslagna bolaget skulle bli Frankrikes näst största privata företag efter France Telecom och världens fjärde största inom petroleumbranschen. De andra jättarna var ungefär dubbelt så stora som TotalFinaElf vilket spädde på ryktena om att bolaget ville värva fler företag för att växa ytterligare. I och med förvärvet av Elf hade nu Total i alla fall tagit stora marknadsandelar inom den växande kemikaliebranschen vilket i stor grad stärkte bolaget.

Totals bud på PetroFina hade tagits emot negativt av marknaden men efterföljande prisökningar på oljan gjorde affären mycket lönsam. TotalFinas bud på Elf togs också emot negativt till en början då Elf hade rykte om sig att vara trögt och byråkratiskt och dessutom tidigare hade varit involverade i en rad stora skandaler under bolagets förra vd.

Genom förvärvet av Elf skulle bolaget få en god geografisk spridning av sin verksamhet och stora kostnadsbesparingar skulle möjliggöras, främst inom raffinering och försäljning. Av bolagets totalt 65 000 anställda världen över förväntades 4 000 få lämna sina jobb och man räknade med att stänga minst ett raffinaderi i Frankrike. Trots de förväntade protesterna som skulle följa ansåg ledningen i TotalFinaElf det högst nödvändigt på grund av den starka konkurrensen.

Total efter förvärv enligt värde modellen (Berg & Gottschalg 2005)

	1999	2000	2001	2002
Börskurs	69,25	72,69	70,24	71,50
Omsättning	75 035	114 557	105 318	102 540
Rörelsemarginal	4,66 %	6,03 %	7,27 %	5,79 %
Nettoskulder	-1 157	3 772	2 530	1 618
Värde eget kapital	243 299	498 355	535 271	422 882

4.2. Old Mutuals förvärv av Skandia

4.2.1. Old Mutual historia

Nedan följer en redogörelse över Old Mutuals och Skandias historia, informationen är hämtad från respektive bolags officiella hemsidor (www.oldmutual.com, www.skandia.se).

År 1831 startar vad som senare skulle bli en del av Nedbank, Cape of Good Hope Bank, sin verksamhet i Sydafrika. Fjorton år senare grundar också skotten John Fainbairn The Mutual Life Assurance Society of the Cape of Good Hope, där försäkringstagarna var delägare. År 1885 byter man namn till South Africa Mutual Life Assurance Society men på grund av den ökande konkurrensen i branschen börjar bolaget kalla sig för Old Mutual för att påpeka att man var det första sydafrikanska bolaget i branschen.

Under första halvan av 1900-talet expanderar OM till fler afrikanska länder och 1956 står Mutualpark i Cape Town klar. Det var en företagspark skapad av OM och var vid sin tid det största kontorskomplexet på hela södra halvklotet. 1973 började bolaget köpa andelar i Nedbank, ett innehav man sedan utökade. Under 1980- och 90-talet expanderade OM sin verksamhet till bl.a. England, Italien, USA och Hong Kong.

Under 2000-talet var OM en internationell koncern med huvudkontor i London och noterad på Londonbörsen. Verksamheten bestod av livförsäkringar, kapitalförvaltning, bankverksamhet och generella försäkringar. Bolaget var det största finansbolaget i Afrika och deras egen bank Nedbank och försäkringsbolaget Mutual & Federal var bland Sydafrikas största bolag inom respektive område.

Sedan 1999 när OM ombildades, från ett bolag där försäkringstagarna är delägare till ett vinstutdelande bolag och noterades på börserna i London och Johannesburg, har bolaget visat sig öppen för att internationalisera sin verksamhet. Under 2000 förvärvade OM UAM och 2001 Fidelity & Guaranty Life, vilka la grunden för OM:s verksamhet i USA och två mindre bolag i Storbritannien förvärvades, Selestia och OMAM. Vid tidpunkten för förvärvet av

Skandia härstammade ungefär 67 % av OM koncernens tillgångar från USA och Storbritannien.

Old Mutual före förvärv enligt värdemodellen (Berg & Gottschalg 2005)

	2003	2004	2005
Börskurs	92	132,5	164,75
Omsättning (M£)	14 095	11 486	14 352
Rörelsemarginal	3,14 %	9,02 %	11,19 %
Nettoskulder (M£)	-658	-558	-500
Värde eget kapital	41 376	137 833	265 087

4.2.2. Skandia historia

Under 1800-talet växte ett behov fram om ett nytt försäkringssystem. 1855 bildas Skandia och får av kung Oskar I tillstånd att bedriva brand- och livförsäkringsverksamhet. Åtta år senare noteras Skandia på Stockholms fondbörs som en av fyra aktier. Under 1870-talet grundas livförsäkringsbolaget Thule, numera Skandia Liv och en punkt i affärsmodellen är att man låter delar av vinsten tillfalla försäkringstagarna. Den ökande industrialismen bidrar till också till att bolaget utvecklar arbetet med liv- och olycksfallsförsäkringar för yrkesverksamma. Skandia och Skandia Liv kom senare att bli Sveriges största bolag för privatförsäkringar.

I början av 1900-talet inför Sverige som första land i världen allmän folkpension och obligatorisk olycksfallsförsäkring för yrkesverksamma införs. Skandia expanderar också sin verksamhet till den amerikanska marknaden. 1938 erbjuds hemförsäkringar för skydd mot brand, vattenledningsskador och inbrott. 1964 bildar Skandia en koncern då man slår samman fem bolag vilka ursprungligen varit 53 stycken svenska försäkringsbolag. Under andra halvan av 1900-talet sprider man verksamheten till bl.a. Sydamerika, Asien, Australien och flera europeiska länder för att i slutet av 1990-talet ha bolag i ett 20-tal länder världen över.

Enligt Nachemson-Ekwall (2012) ändrade Skandia riktning under 1990-talet, från ett traditionellt liv-, tillgångs- och olycksfallsförsäkringsbolag för att mer fokusera på fondanknutna livförsäkringar. Man startade också en egen bank, Skandiabanken. Utomlands mötte Skandia speciell framgång i USA och Storbritannien. Bolaget införde även en mer amerikanskorienterad aktieägarvänlig modell för bolagets styrning vilket inkluderade ett mer agentteoriinspirerat fokus avseende ledningens incitamentprogram beträffande bonus och andra aktiealternativ. Samtidigt var aktieägarnas makt utökad sedan röstrestriktioner hade övergivits.

Enligt författaren (Nachemson-Ekwall 2012), var detta välkommet hos investerare och Skandias aktiekurs steg. Kursens topp under it-bubblan i mars 2000 var 250 miljarder SEK, vilket motsvarade tolv gånger bokfört eget kapital. Efter it-bubblan 2001 var Skandias marknadsvärde nere i 11 miljarder SEK. Det var tydligt att affärsmodellen hade misslyckats när bolaget visade snedvriden redovisning, stora bonusutbetalningar och möjliga bedrägerier hos ledningen. Under 2003 byttes Skandias vd och styrelseordförande ut tillsammans med en stor del av ledningen och många juridiska problem framkom. Storägarna finska Sampo och Handelsbanken sålde sina innehav under 2004 och Skandia ägdes därefter av framförallt institutionella svenska och utländska investerare (Nachemson-Ekwall 2012).

4.2.3. Old Mutuals förvärv av Skandia

Nedan redovisas händelseförloppet och skäl till förvärv när OM förvärvade Skandia, hämtat från Nachemsson-Ekwall (2012).

Under början av 2000-talet var som sagt turbulensen stor i Skandia. Skandalerna hade orsakat en störtstyckning av bolagets marknadsvärde och den skiftande ägarstrukturen försvårade bolagsstyrelsens arbete. Bolaget blev mycket eftertraktat att överta av andra bolag.

I augusti 2004 diskuterade styrelsen i Skandia olika kostnadsbesparingsprogram, bl.a. alternativet att sälja Skandias enhet i Storbritannien, Skandia Liv UK. Senare under hösten gick styrelseordförande Bernt Magnusson bakom ryggen på delar av styrelsen när han frågade de fyra största ägarna i bolaget om deras stöd till att investmentbanken Morgan Stanley (MS) skulle fortsätta sitt arbete om att utvärdera Skandias strategi. I december gick han helt utan övriga styrelsens vetskap också ut i media och sa att han var beredd på att sälja bolaget. Ett av de bolag som visade intresse för en affär var OM. Under tiden utökades Morgan Stanleys uppdrag till att även värdera Skandia inför en eventuell framtida affär. Skandias chef Hans-Erik Andersson motsatte sig att bolaget skulle förberedas för försäljning.

I maj 2005 framkom det att OM avsåg att lägga ett bud på Skandia och betalningen skulle utgöras av både aktier och likvida pengar. Tanken bakom att blanda pengar och aktier var en strategi för att garantera att befintliga aktieägare i bolaget faktiskt skulle sälja sina andelar. Budet var värt mellan 45 och 48 miljarder SEK. Nyheten resulterade i att Skandias aktie steg med 20 %, från 33 till 41, 6 SEK. Efter utdragna förhandlingar gav styrelsen i Skandia OM och andra bolag tillåtelse att inleda en due diligence av bolaget, d.v.s. en närmare granskning av bolaget.

Under sommaren startade MS upp en budgivningsprocess men OM verkade vara det enda bolaget som ville köpa hela Skandia och till högst pris dessutom. Under tiden fortsatte styrelsen och ledningen i Skandia att vara oense om vad man skulle göra med bolaget.

I augusti gav OM ett nytt bud, denna gång på 42 MSEK vilket var lägre än det förra. Budet möttes av kalla händer av både vd:n och styrelseordföranden i Skandia. Då delar av styrelsen ändå ville godta budet kunde inte styrelsen enas vilket ledde till att budet gick vidare till Skandias aktieägare utan någon rekommendation från styrelsen.

Merparten av Skandias ledning ställde sig frågande till möjliga synergieffekter av ett samgående med OM, om bolaget skulle kunna bidra till Skandias expansion och om bolaget i framtiden fortfarande skulle styras från Stockholm eller istället London eller till och med Sydafrika. I november samtidigt som Skandia bytte styrelseordförande påbörjades ett försvarsarbete. Samarbetet med MS avslutades och istället tog man hjälp av en annan investmentbank, Goldman Sachs.

I september visade det sig att många av aktieägarna under sommaren hade tröttnat på att Skandia aldrig kom med någon rekommendation och istället utnyttjat det höjda aktiepriset, sålt och säkrat en vinstaffär. Skiftningarna i ägarstrukturen gjorde att Skandia nu inte längre hade lika stort stöd mot en försäljning som tidigare. Under hösten och ända fram till slutet av januari fortsatte delar av Skandias styrelse att arbeta mot en försäljning genom att bl.a. leta efter andra bolag att gå samman med, utan att lyckas. Samtidigt godtog fler och fler aktieägare Om:s bud.

I slutet av januari ägde OM så pass många aktier i Skandia att man hade kontroll över bolaget. En starkt bidragande orsak till att man lyckades få ägarmajoritet i bolaget var på grund av att man i Sverige runt millennieskiftet ändrade regelverket för aktieägarskyddet. På så sätt kunde OM kringgå den så kallade 90 % -regeln och få kontroll över bolaget med ett betydligt mindre innehav om endast 66,7 % av aktierna. I mars 2006 hade OM fullständig kontroll över bolaget och Skandias vd byttes ut mot OM:s egen.

4.2.4. Skäl till förvärv av Skandia

OM:s egna motiv till förvärvet av Skandia går att finna i det exchange offer som publicerades i samband med budet under 2005. Där lyfte OM fram att förvärvet av Skandia var i linje med deras internationaliseringsstrategi och med övertygande industriell logik. Enligt OM:s industriella logik förväntades transaktionen producera hög tillväxt, lägre risk och klara fördelar för aktieägare, kunder och anställda. Detta eftersom Skandia och OM enligt dem själva passade perfekt ihop. Båda var internationella försäkringsbolag med liten geografisk överlappning, hade kompatibla produktsortiment och liknande affärsfilosofi. Tillsammans kunde dem skapa en internationell koncern med hög kvalitet på tillgångarna och förvaltningskapacitet att bygga och skydda klienttillgångar.

OM ville kombinera sin styrka med Skandias för att bygga regionala kundinriktade plattformar avsedda att kunna ge en konkurrensfördel gentemot traditionella bolag vilka erbjöd sparande och investeringsprodukter. Konkurrensfördelen fick man genom att erbjuda kunder ett brett utbud av investeringsval vilka kunde hanteras och rapporteras på effektiva plattformar. Koncernen skulle även få en mer balanserad utsatthet mot enstaka valutor och marknader. Detta tack vare de starka kassaflöden vilka genererades från OM:s verksamheter i Sydafrika och USA vilka också spåddes kunna stödja tillväxtmöjligheter i koncernens övriga verksamheter.

I Europa ville OM behålla Skandias namn och varumärke uppbackat av OM:s finansiella muskler. Genom att kombinera produkter och distributionskanaler hos Skandia och OM skulle

koncernen ha stora möjligheter att kraftigt kunna öka sin marknadsandel. Eftersom kunders förtroende och välstånd är en nyckel till framgång skulle den sammanslagna koncernen kunna tjäna på en ökad stabilitet och säkerhet. Kunderna skulle även kunna erbjudas ett större utbud av tjänster och resurser.

OM:s princip är att arbeta med en decentraliserad bas med ett starkt center för finansiell kontroll och riskbedömning. Inom detta ramverk drivs all verksamhet i de operationella företagen. I Storbritannien förväntades den nya koncernen kunna utnyttja Skandias liv-och sparlösningar med målet att verksamheten skulle kunna fortsätta att växa. Dessutom skulle den nya koncernen försöka att förbättra lönsamheten på Bankhall och förbättra marginalerna på annat håll.

OM identifierade också ett antal potentiella synergier vid förvärvet av Skandia vilka skulle öka värdet för ägarna. Man förväntade att omsättningen skulle öka, riktade besparingar kunna genomföras och skattefördelar uppkomma. De förväntade kostnadssynergierna skulle enligt OM uppkomma i fyra delar: i) ta bort dubbelarbetet för koncernens huvudkontor, ii) konsolidering av huvudkontorets funktioner, iii) operationella synergier i Storbritannien och iv) skattesynergier genom den accelererade förverkligandet av OM:s skatteförluster.

Old Mutual efter förvärv enligt värdemodellen (Berg & Gottschalg 2005)

	2006	2007	2008
Börskurs	174,25	167,6	55
Omsättning (M£)	19 918	16 864	47
Rörelsemarginal	8,61 %	9,89 %	1266 %
Nettoskulder (M£)	-1 275	-1 116	-567
Värde eget kapital	300 103	280 648	33 293

5. Analys och diskussion

5.1. Totals förvärv

5.1.1. Motiv

Enligt Frensch (2007) finns det tre anledningar till varför fusioner uppstår; omvärldsförändringar, psykologi och värdeskapande faktorer. Av vad vi har fått fram om Totals förvärv verkar förvärven av PetroFina och Elf Aquitaine ha föregåtts av förändringar i omvärlden. Bland annat sa talesmän för bolagen i media vid tiden för förvärven att anledningen till ett samgående var den ökade konkurrensen vilket krävde rationaliseringar. Fusionerna skulle öppna upp möjligheter till bland annat kostnadsbesparingar och större riskspridning genom diversifieringar.

Flera andra bolag i branschen hade en kort tid innan gått samman och alla de tre petroleumbolagen i Frankrike och Belgien ansåg det högst nödvändigt att växa genom att förvärva ett annat bolag för att kunna överleva. Det var dock viktigt att inte själva bli uppköpta utan istället vara det förvärvande bolaget för att själva kunna ställa förvärvets villkor. Total, PetroFina och Elf Aquitaine såg också ett hot i att bli uppköpta av ett petroleumbolag från en annan kontinent, t.ex. ett amerikanskt, då den fortsatta verksamheten i Europa i så fall skulle vara hotad.

Den franska staten hade också ett stort intresse av att verksamheten i regionen fortskred. Även om ägarandelarna bortsett från en ensam aktie i Elf var sålda sedan ett antal år tillbaka hade staten fortfarande ett visst inflytande över bolagen. Den ensamma aktien i Elf innebar som sagt att den franska staten hade rätten att neka köp större än 10 % i bolaget. Att staten gärna ville se en affär och hade ett finger med i spelet bekräftas också av att representanter från Total och den franska regeringen hade flertalet möten innan förvärvet genomfördes. Regeringen hindrade dessutom Elf från att gå samman med ett internationellt bolag och tryckte på Elf:s ledning att acceptera TotalFinas bud.

5.1.2. Förvärvs- och försvarstaktiker

Fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine föregicks av en hård kamp där båda bolagen ville vara förvärvaren. Även om bolagen till slut kom överens kan man fråga sig om alla konflikter var upplösta när samgåendet helt var genomfört. Fusionen mellan Total och PetroFina föregicks också av en hel del förhandlingar och en del konflikter lär ha uppstått men verkar trots det inte ha varit riktigt lika intensiv. PetroFina gav aldrig något motbud och verkade heller inte ha några resurser till att förvärva något annat bolag utan var p.g.a. den ökade konkurrensen tvingade till att gå samman och verkade därmed på sätt och vis ha accepterat att bli uppköpta.

Totals taktik vid förvärvet av PetroFina verkar mer ha varit utformat som ett slags blixtanfall. För att utkonkurrera Elf om en affär gav man ett högt bud, mycket högre än marknadsvärdet, direkt till ledningen i PetroFina. Kritiker ansåg köpsumman vara för hög men var nog som sagt nödvändig för att inte Elf skulle lyckas förvärva PetroFina istället.

Vid förvärvet av Elf Aquitaine verkar det som att störst resurser avgjorde. Elf tog TotalFinas bud som fientligt och svarade med ett motbud vilket TotalFina i sin tur budade över. Elf hade också försökt hitta andra bolag att gå samman med och letade febrilt efter finansiering till ett högre motbud. Statens nekande till ett internationellt samgående ströp dock flyktvägarna drastiskt för bolagsledningen.

5.1.3. Framgångsfaktorer

Totals förvärv hade goda möjligheter att bli lyckade då bolagens verksamheter låg nära varandra geografiskt vilket även innebar små kulturella och språkliga skillnader. Fusionerna ansågs även möjliggöra att bolagen skulle kunna komplettera varandras verksamheter och samtidigt kunna genomföra stora kostnadsbesparingar vilket skulle göra bolaget mycket starkare i den konkurrensutsatta branschen.

Alla tre bolagen var troligtvis beredda på att gå samman och hade nog till slut gått samman oavsett vilket bolag som hade tagit första steget. Hur bolaget hade sett ut om t.ex. Elf eller PetroFina hade förvärvat de andra bolagen går dock bara att spekulera i.

En annan avgörande faktor för ett lyckat förvärv är den premie budbolaget betalar. Är premien väldigt hög tar det längre tid för det sammanslagna bolaget att tjäna in premien. Kritiker ansåg också att det skulle ta lång tid för eventuella synergier att kompensera för den höga premien Total betalade för PetroFina.

5.2. Var Totals förvärv värdeskapande?

Enligt värdemodellen (Berg & Gottschalg 2005) finns det tre faktorer kopplade till value creating; omsättning, marginaler och nettoskulder. Totals omsättning har stigit kraftigt åren efter fusionerna med PetroFina och Elf. 2001 och 2002 sjönk omsättningen något men var fortfarande klart högre än innan förvärven. Rörelsemarginalen har utvecklats på samma sätt som omsättningen d.v.s. ökat kraftigt direkt efter förvärven för att sedan falla något 2001 och 2002 men ligger fortfarande på en klart högre nivå än innan förvärven. Nettoskulderna har däremot gått från att vara negativa till att öka kraftigt efter fusionerna. Varken PetroFina eller Elf hade stora nettoskulder året innan de blev förvärvade men Elf hade historiskt pendlat något.

Enligt värdemodellen (Berg & Gottschalg 2005) är mekanismerna kopplade till value creating; finansieringslösningar, operationell effektivitet samt strategiska beslut. Eftersom Totals rörelsemarginal har förbättrats kan man säga att den operationella effektiviteten har förbättrats. Bolaget har således lyckats skapa synergier tack vare gemensamma resurser samt smartare utnyttjande av resurser. Förmodligen har en större kunskapsbank hos företaget också underlättat förbättringen då bolagen var specialiserade på olika segment i branschen.

Att Totals omsättning har ökat kan utifrån värdemodellen bero på att bolaget tack vare förvärven tagit bättre strategiska beslut, t.ex. vilka marknader bolaget ska agera på samt vilka produkter de ska satsa på. Detta beror också på att förvärven har ökat bolagets makt på

marknaden. Ett större bolag har större förtroende hos kunder och kan satsa på fler marknader och produkter, vilket ger synergieffekter genom en högre omsättning.

Nettoskulderna har dock ökat varje år förutom under 2002, där en anledning kan vara att Total valde att lånefinansiera köpet av Elf. Det kan också vara så att Total inte har utnyttjat en optimal kapitalstruktur vilket leder till en högre risk samt högre lånekostnader.

Enligt värde modellen (Berg & Gottschalg 2005) kan värdet vid ett förvärv även bero på faktorer kopplade till value capturing vilket i modellen avspeglas i en värdemultiplikel, börskursen i vårt fall. Detta kan bolaget utnyttja om det har kunskap om branschen och kan se att ett målbolag är undervärderat på sin börs genom att köpa ut bolaget och sedan låta värdeökningen hos målbolaget speglas i sin egen börskurs. Totals börskurs steg kraftigt efter förvärvet av PetroFina men inte lika mycket efter fusionen med Elf. Detta kan tala för att Total lyckades utnyttja sin kunskap i fallet PetroFina men inte med Elf.

Enligt värde modellen (Berg & Gottschalg 2005) är Totals värdeökning totalt sett kraftig varje år efter förvärven av PetroFina och Elf förutom under 2002. Detta speglas också i analysen av beståndsdelarna i värde modellen när alla faktorer påverkas negativt under 2002 förutom nettoskulderna. Det totala värdet enligt värde modellen ökade med 711 % från 1998 till 2002, vilket får ses som att Total lyckades skapa värde. Värdet sjunker dock under 2002 vilket kan tolkas som att synergieffekter är svåra att behålla under längre tid.

5.3. Old Mutuals förvärv

5.3.1. Motiv

Vid OM:s förvärv av Skandia är det lite svårare att bestämma ett ensamt bakomliggande motiv, det är snarare flera. OM var vid förvärvstidpunkten ett stort och starkt bolag vilket medförde att bolaget inte var tvingade att gå samman med ett annat bolag som var fallet för Total. Dock ville bolaget växa för att kunna locka till sig fler investerare vilket i sin tur skulle kunna leda till ytterligare tillväxt på sikt. Om bolaget ville växa kan man tänka sig att bolaget dels ville växa genom förvärv men också strävade efter att skapa värde och med förvärvet av Skandia växte inkomspotentialen.

Om man har som mål att växa mer kan det vara svårt för bolagsledningen att veta hur mycket tillväxt bolaget behöver och samtidigt klarar av. I fallet med Skandia resulterade den rådande turbulensen i bolaget i ett mycket lågt marknadsvärde vilket gjorde bolaget attraktivt att köpa och vilket skulle kunna beskrivas som en typ av omvärldsförändring. Om bolaget vid tiden var misskött kan det tänkas vara så att OM:s ledning kände att de själva skulle kunna styra bolaget bättre vilket kan tyda på hybris men också att dem såg möjligheten att på ett relativt billigt sätt kunna bli av med en konkurrent.

Ytterligare en anledning är att det låga marknadsvärdet kunde locka till sig fler intresserade köpare vilket resulterade i att OM köpte Skandia för att ingen konkurrent skulle köpa bolaget istället. Av dessa anledningar ser vi att främst värdeskapande faktorer men även psykologiska och i viss mån även omvärldsförändringar låg bakom förvärvet.

5.3.2. Förvärvs- och försvarstaktiker

När vi studerar förvärvet kan vi se att processen bakom var späckad med konflikter. Både i Skandias styrelse och ledning fanns representanter vilka var emot att gå samman med ett annat bolag samtidigt som andra var mer positiva till ett samgående. Styrelseordföranden bad utan övriga styrelsens vetskap och stöd investmentbanken Morgan Stanley att fortsätta sitt arbete med att utvärdera bolaget inför en eventuell försäljning samtidigt som han gick ut i media och meddelade att han själv var beredd att sälja bolaget. Detta visade på en tydligt märkbar osämja i bolaget.

Delar av Skandias styrelse arbete aktivt i flera månader för att om möjligt undvika en försäljning. Bland annat försökte dem övertala aktieägare i bolaget att inte sälja, dem letade efter andra bolag att gå samman med och dem lät Morgan Stanley starta en budgivningsprocess för att locka till sig fler intresserade bolag och på så sätt också trissa upp priset på bolaget. Dem försökte även rädda bolaget genom olika kostnadsbesparingsprogram, bland annat genom att stycka av bolaget. Kostnadsbesparingarna skulle på sikt förbättra bolagets ekonomi och stärka marknadsvärdet vilket eventuellt skulle avskräcka eventuella budbolag och samtidigt hålla befintliga aktieägare kvar.

OM kunde utnyttja det låga marknadsvärdet vilket fick aktieägare att sälja. När det framkom att Skandia var på väg att bli uppköpta steg aktien med cirka 20 % på kort tid och då styrelsen inte kunde enas om en rekommendation till aktieägarna tog många aktieägare tillfället i akt och säkrade en enkel vinst genom att sälja sina innehav. På så sätt kunde OM få tillgång till allt fler aktier och hade efter några månader kontroll över hela bolaget.

5.3.3. Framgångsfaktorer

Enligt OM själva skulle Skandia passa perfekt i deras koncern då bolagens produktsortiment och affärsstrategi var snarlika. Skandia var också verksamt i länder där OM själva inte hade någon egen verksamhet vilket skulle innebära en god spridning av verksamheten utan att konkurrera med befintlig verksamhet. Dessutom var bolagen specialiserade på olika branschspecifika tjänster vilket innebar att verksamheterna skulle komplettera varandra och möjliggöra att bolaget kunde erbjuda ett bredare utbud av tjänster till kunderna vilket givetvis var bra ur bland annat konkurrenssynpunkt.

Vid Totals förvärv frångick bolaget sin strategi om att strömlinjeforma bolaget då man förvärvade PetroFina och Elf Aquitaine och därmed diversifierade verksamheten något vilket vissa ansåg som negativt medan andra hävdade att verksamheterna istället kompletterade varandra. I OM:s fall var Skandia däremot helt i linje med bolagets egen internationaliseringsstrategi vilket ger en god möjlighet att förvärvet blir lyckat.

Något som talade emot att förvärvet skulle lyckas var de stora konflikter vilka föregick uppköpet. Nyckelpersonerna i Skandias ledning och styrelse vilka var emot ett samgående kunde lätt plockas bort men övriga anställda i bolaget kan så klart också ha varit negativa. Även om förvärvet t.ex. inte var menat som en ren rationaliseringsåtgärd slog man troligtvis samman vissa administrativa enheter vilket betyder att en del personal fick sägas upp.

Kvarvarande personals drivkraft hämmades förmodligen när nedskärningar och nya arbetsrutiner genomfördes.

I fallet med Total var också bolagens verksamheter nära varandra geografiskt och kulturellt, i det här fallet var bolagens verksamheter däremot spridda över större delen av världen vilket borde försvåra och fördröja en del styrnings- och beslutsprocesser. En avslutande positiv aspekt är dock den låga köpsumman vilket resulterade i att inga större synergier egentligen behövdes skapas innan den summan kunde anses vara intjänad.

5.4. Var Old Mutuals förvärv värdeskapande?

De tre faktorer vilka enligt värdemodellen är kopplade till value creating är omsättning, marginaler och nettoskulder. OM:s omsättning har stigit sedan köpet av Skandia med 38 % under 2006 för att sedan avta åren efter och under 2008 vara lägre än innan förvärvet. Rörelsemarginalen för OM sjunker direkt efter förvärvet för att sedan öka kraftigt under 2008. Nettoskulderna pendlade lite innan köpet men har legat relativt stabilt för att sedan öka under 2008.

Enligt värdemodellen är value creating kopplade till finansieringslösningar, operationell effektivitet samt strategiska beslut. OM:s rörelsemarginal har endast marginellt förbättrats mellan 2005 samt 2006 för att sedan sjunka året efter, vilket betyder att den operationella effektiviteten inte har förbättrats. Bolaget har således inte lyckats skapa synergier genom att utnyttja gemensamma resurser eller kostnadseffektivisera verksamheten. En anledning till detta kan vara att förvärvet av Skandia var fientligt och att den dagliga verksamheten och samarbetet efter förvärvet skadades av den infekterade strid som pågick under förvärvsprocessen.

OM har endast lyckats öka sin omsättning under året efter förvärvet. Där har bolaget lyckats utnyttja den större makt en större koncern innebär, d.v.s. större marknadsandelar och större trygghet med att ta risker. Att OM:s omsättning inte har ökat betydligt mer under 2007 kan vara att man har fattat fel långsiktiga strategiska beslut. Bolaget har således inte lyckats utnyttja den nya kunskapen och erfarenhet som man har fått tillgång till för att fatta rätt beslut. Dock eftersom OM:s omsättning innan förvärvet är så pass mycket större än Skandias kan eventuella ökningarna och nedgångarna ha med andra faktorer att göra.

OM hade innan förvärvet låga nettoskulder och har efter förvärvet lyckats minska dessa ytterligare. Skandia hade relativt höga nettoskulder vilket skulle kunna ge konsekvenser vid förvärvet. Att OM har lyckats hålla nere sina nettoskulder även efter förvärvet av Skandia innebär att bolaget har lyckats arbeta med finansieringslösningar för att behålla sin kapitalstruktur.

Enligt värdemodellen kan även indirekta mekanismer påverka value creating, minskad agentkostnad samt föräldraeffekten. Enligt OM:s uttalande innan förvärvet hade man för avsikt att låta Skandia behålla mycket av sin självständighet som bolag och själva mer agera som finansiell uppbackning. Detta är omständigheter vilka kan påverka value creating indirekt genom att Skandia nu känner sig friare och mer kreativa än innan. Utifrån siffrorna är det

omsättningen och nettoskulderna som påverkats positivt, det är alltså bara där dessa indirekta mekanismer kan ha påverkat.

Enligt värde modellen kan även värdemultipln, i vårt fall börskursen vilken är kopplad till value capturing, påverka ett förvärvs värdeskapande. OM:s börskurs ökade med 24 % under 2005 när man la bud på Skandia och ytterligare 5,8 % under 2006, för att sedan dyka under 2008. Eftersom OM offentliggjorde sina avsikter att förvärva Skandia under 2005 kan ökningen i börskursen detta år bero på att Skandia var undervärderat och hade dolda värden som Om lyckades med hjälp av sin kunskap samt erfarenhet hitta.

Alla OM:s nyckeltal försämras under 2008 vilket sannolikt beror på att finanskrisen slog hårt mot bolaget. Eftersom denna försämring sannolikt inte beror på förvärvet av Skandia måste man ta hänsyn till detta när man tittar på vilket värde som förvärvet har skapat.

Totalt sett enligt värde modellen (Berg & Gottschalg 2005) har OM:s förvärv av Skandia skapat värde, om man bortser från 2008. Det totala värdet har stigit med 6 % från 2005 till 2007. Om man tar hänsyn till att förvärvsprocessen startade redan med det första budet under 2005 vilket påverkade börskursen har värdet ökat med 104 % från 2004 till 2007. Även i detta fall sjunker värdet under 2007 i förhållande till året innan, vilket betyder att det kan vara svårt att behålla värdeskapande synergier.

6. Slutsats och avslutande diskussion

Som vi kan se är förvärv av andra bolag en riskfylld affär och klimatet på den globala marknaden är hårt. I jakten på konkurrensfördelar handlar det om att förvärva andra eller själv bli förvärvad. Både Total och OM lyckades i den kontexten skapa värde enligt Berg och Gottschalg (2005) genom sina förvärv, dock var Total mer framgångsrikt i den aspekten. Intressant är dock i båda förvärven att värdet sjunker efter två år i Totals fall och tre år i OM:s fall. Detta kan tolkas som att eventuella synergieffekter som skapas genom förvärv är svåra att behålla under en längre tid.

Båda bolagen hade liknande motiv till sina förvärv nämligen att skapa konkurrensfördelar, i OM:s fall kan det även ha funnits andra skäl till förvärvet t.ex. hybris. Utifrån detta kan man dra slutsatsen att ett förvärv skapar mer värde om budbolagets motiv är att skapa konkurrensfördelar. En anledning till att Total var mer framgångsrik än OM kan förklaras med att de hade tydligare motiv med sitt förvärv jämfört med OM där man kan utläsa en rad skäl.

Förutsättningar som var lika som kan förklara att båda förvärven lyckades skapa värde kan vara att båda bolagen genomför horisontella förvärv genom att köpa upp en konkurrent i samma bransch. Ytterligare likheter som talar för detta är att båda bolagen besitter stor kunskap samt erfarenhet inom sitt område och har då lättare att hitta lämpliga målbolag vilka är undervärderade. Utvecklingen av bolagens börskurs under perioden förstärker den slutsatsen.

När det gäller förutsättningar som skiljer sig mellan de båda förvärven som skulle kunna förklara framgångsskillnaderna är ett att Total inte bara förvärvade utan också fusionerade med PetroFina och Elf, när OM endast behöll Skandia som ett dotterbolag. Detta kan tala för att värdeskapande synergieffekter lättare uppstår om bolaget genomför en fusion. En anledning till detta kan vara att de båda bolagen får samma namn och att det blir tydligare för de anställda att de kämpar mot samma mål. En fusion talar även för att det blir en närmare integrering av verksamheterna vilket skulle ge bättre förutsättningar för synergier och mer värde.

En annan förklaring till skillnaderna skulle kunna vara att Total, PetroFina och Elf mer eller mindre var menade att gå samman. Oavsett vilket bolag som hade tagit första steget hade förändringarna i omvärlden förr eller senare tvingat samman bolagen ändå. I OM:s fall utnyttjade bolaget det låga priset på Skandia och såg också till att i och med köpet hindra konkurrenter från att förvärva bolaget. Även om OM själva hävdar att Skandia passade perfekt i deras portfölj kan det vara så att man inte hann med att planera förvärvet tillräckligt då man kände sig tvingade att agera innan någon konkurrent gjorde det. Som vi tidigare nämnt är ett bolagsköp till lågt pris också att betrakta som en engångsvärdestegring. Ska något egentligt värde skapas krävs det att synergieffekter skapas av förvärvet.

Total, PetroFina och Elf ligger även nära varandra geografiskt och kulturellt sett vilket gör att företagskulturen liknar varandra i bolagen, övergången och samarbetet borde därför gå

smidigare. OM kommer från början från Sydafrika vilket kulturellt sett ligger långtifrån Sverige och t.o.m. Englands anglosaxiska företagskultur skiljer sig från Sveriges vilket kan ge samarbets- och integrationssvårigheter. Även om OM och Skandia på papperet kompletterade varandra väl och såg ut att kunna skapa stora synergieffekter nåddes inte samma framgång som i Totals fall. En av orsakerna till att det blev så var förmodligen de kulturella och geografiska skillnaderna.

Totals förvärv av PetroFina föregicks av en budstrid med Elf men själva förvärvet klassades inte som fientligt, vilket också kan ha underlättat samarbetet efter förvärvet. Även om förvärvet av Elf var fientligt hade Total ändå med sig den franska staten vilken genom sin enda aktie i Elf kunde förbjuda en försäljning. Tack vare statens godkännande av Total som nya ägare får förvärvet trots att det var fientligt en mer vänskaplig karaktär. Förmodligen insåg även alla tre bolagen att de i framtiden skulle slås samman med varandra, det var bara en fråga om vem som skulle ta det första steget. Detta betyder att bolagen var förberedda på idén och ett bud från Total kom inte som någon överraskning, vilket även det underlättar ett samarbete efter förvärvet.

OM:s bud på Skandia var däremot ett klassisk fientligt bud vilket delade Skandias styrelse i två läger. Det är rimligt att anta att ett fientligt bud samt en hård budstrid inte underlättar samarbetet efter förvärvet, vilket man kan se i att rörelsemarginalen inte förbättras åren efter förvärvet. Detta trots att OM lyfte fram kostnadsbesparingar som ett motiv till köpet av Skandia.

Vi kan också se att köpsumman inte är avgörande för hur lyckat ett förvärv blir. OM kunde köpa billigt och lyckades skapa värde. Totals förvärv av PetroFina ansågs för högt och budet på Elf fick höjas eftersom Elf gav ett motbud på Totals första bud. Trots de höga köpsummorna lyckades bolaget ändå skapa synergier av förvärven. En förklaring till detta kan vara att båda bolagen hittade ett lämpligt målbolag med dolda värden som budbolaget kunde utnyttja.

6.1. Förslag till fortsatt forskning

I den här uppsatsen har vi endast undersökt lyckade förvärv i förhållande till om värde skapas, det hade därför varit intressant att undersöka förvärv i hur väl de uppnår eventuella mål samt motiv vilka budbolaget sätter upp innan köpet. Eftersom vi under denna uppsats har uppmärksammat vilken vikt integrering samt kultur spelar efter ett förvärv hade det varit intressant att genom intervjuer med berörda personer undersöka mer noggrant vilka omständigheter utifrån dessa perspektiv som skapar värde vid ett förvärv.

7. Källförteckning

Litteratur

Bell, J. 2006. *Introduktion till forskningsmetodik*. 4:e uppl. Studentlitteratur

Berg, A. & Gottschalg, O. 2005. Understanding Value Generation in Buyouts. *Journal of Restructuring Finance*, 2(1)

Brown, M. & Bird, S. 2001. Hostile takeovers. *Banking Law Journal* 01/2001, volym 118 p. 18 – 34

Ejvegård, R. 2009. *Vetenskaplig metod*. 4:e uppl. Studentlitteratur

Frensch, F. 2007. *The Social Side of Mergers and Acquisitions : Cooperation relationships after mergers and acquisitions*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden

Gaughan, P. A. 2011. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 5. ed. Hoboken, N.J.: Wiley

Laskowski, D. A. A. 2012. *How changes in managers' sensemaking influence a strategic change: strategizing in a private equity context*. Diss. Stockholm: Stockholm School of Economics

Lubatkin, M. 1983. Mergers and the performance of the acquiring firm. *The Academy of Management Review*, 8 (2): 218 – 225

Malatesta, P. H. 1983. The wealth effects of merger activity and the objective functions of the merging firms. *Journal of Financial Economics*, 11: 155 – 181

Nachemson-Ekwall, S. 2012. *An institutional analysis of cross-border hostile takeovers: shareholder value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*. Diss. Stockholm : Handelshögskolan i Stockholm,

Patel, R & Davidson, B. 2011. *Forskningsmetodikens grunder : att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. 4:e uppl. Lund: Studentlitteratur

Årsredovisningar

Old Mutual annual report 2003 - 2008

Skandia årsredovisning 2003-2005

Uppsatser

Holm, F & Jönsson, F. 2004. *TOTAL S.A – En företagsanalys av oljebolaget TOTALs framväxt under åren 1994-2003*. Handelshögskolan Göteborg

Rapp, B & Svensson, M. 2007. *Fusioner och förvärv – En fallstudie av fusionen mellan Total och PetroFina samt TotalFina och Elf Aquitaine*. Handelshögskolan Göteborg

Övriga hemsidor

Total.com
Oldmutual.com
Skandia.se

Artiklar

Young, I. 1998. Total, Petrofina revise merger expectations. *Chemical Week*. September 12, Vol. 160 Issue 47, pg7

Buckley, N. 1998. Takeover Talk Lifts Petrofina Shares. *The Financial Times*. November 20; pg. 32

Buckley, N. 1998. Total Set to Bid for Petrofina. *The Financial Times*. December 01; pg. 1

Corzine, R. 1998. Exxon and Mobil seal \$75bn deal as oil groups agree world's biggest merger: Total confirms Petrofina takeover: sector may face more restructuring. *The Financial Times*. December 02; pg 1

Buckley, N. 1998. Questions over Price Total is Paying. *The Financial Times*. December 02; pg. 30

Martin, M. 1998. Total to Buy Petrofina, And Exxon Confirms Acquisition of Mobil : 2 Takeovers Underscore Weakness Of Oil Prices. *The New York Times*. December 2

Uchitelle, L. 1998. Big Oil: The Motives; Supply and Profits. *The New York Times*. December 2

Tagliabue, J. 1998. Big oil: The overseas rivals; Total Says It Will Pay \$13 Billion For Petrofina. *The New York Times*. December 2

Corzine, R. 1998. Total Tris to Win Support from Investors for Petrofina Deal. *The Financial Times*. December 03; pg. 23

Owen, D. 1998. Elf Aquitaine Rules out Oil Companies Alliance. *The Financial Times*. December 04; pg. 28

Tucker, E. 1998. Brussels Urges France to Scrap Share Restrictions. *The Financial Times*. December 04; pg. 3

Tagliabue, J. 1998. A French Oil Company That Doesn't Act the Part. *The New York Times*. December 13

Iskandar, S. 1999. Totalfina Launches Hostile £27bn Bid for Elf Aquitaine. *The Financial Times*. July 06; pg. 1

Owen, D. 1999. Quest for a Champion. *The Financial Times*. July 06; pg. 19

Andrews, E. L. 1999. A \$43 Billion Hostile Bid In French Oil. *The New York Times*. July 6

Owen, D. 1999. Paris Backs TotalFina Link with Elf. *The Financial Times*. July 07; pg. 30

Owen, D. 1999. Elf Plans Response to Hostile Bid by Totalfina. *The Financial Times*. July 08; pg. 26

Owen, D. 1999. Elf Counterbids for TotalFina. *The Financial Times*. July 19; pg.

Boland, V. 1999. Elf Sets up €18bn Loan for Totalfina Battle. *The Financial Times*. July 20; pg. 21

Owen, D. 1999. Totalfina Given Elf Bid Go-ahead. *The Financial Times*. July 22, pg. 30

Graham, R. 1999. Elf Challenges Totalfina Rule. *The Financial Times*. July 24, pg. 21

Andrews, E. L. 1999. French Oil Company Seeks Respite From Bidding Wars. *The New York Times*. August 25

Owen, D. 1999. TotalFina 'Open' to Mergers after Elf Link-up. *The Financial Times*. September 14, pg. 23

Andrews, E. L. 1999. Total Fina Is Victorious With Its Hostile Bid for Elf Aquitaine. *The New York Times*. September 14

Andrews, E. L. 1999. A French Concoction; Totalfina's Acquisition of Elf May Be Only a Prelude. *The New York Times*. September 21

Övriga dokument

Old Mutual – Skandia Exchange offer 2005

Bilaga 1

Finansiell information för målbolag före förvärv

Petrofina

	1996	1997	1998
Omsättning	15 483	18 057	17 093
Rörelsemarginal (%)	2,57	3,03	2,73
Nettoskulder	562	-244	4

Elf Aquitaine

	1997	1998	1999
Omsättning	40 066	33 596	38 475
Rörelsemarginal (%)	2,13	1,61	5,39
Nettoskulder	641	2 817	641

Skandia

	2003	2004	2005
Omsättning (MSEK)	88 827	98 031	127 557
Rörelsemarginal (%)	1,10	-1,21	0,11
Nettoskulder	976	1 891	1 118