

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**  
**Bergen, våren 2006**

**Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Finansiell økonomi**  
**Veileder: Professor, Ph.D. Thore Johnsen**

# **Mergers and Acquisitions:**

En casestudie av SeaDrills oppkjøp av Smedvig

av  
Marius Langeid Dahl

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## **Sammendrag**

SeaDrill har det siste året figurert svært mye i den daglige finanspressen. Gjennom diverse oppkjøp klarte selskapet på under ett år å bygge seg opp til å bli Europas største riggselskap. I denne oppgaven har jeg sett nærmere på SeaDrills dyreste kjøp, oppkjøpet av det tradisjonsrike riggselskapet Smedvig. For å finne ut om denne transaksjonen var fornuftig har jeg ikke bare målt avkastning til eierne, men også sett på andre faktorer som er viktige når et selskap kjøper et annet selskap. I og med at SeaDrill har vært handlet på Oslo Børs hovedliste bare i en kort periode, har begrenset adgang til kursdata vært en utfordring. Likevel har jeg klart å konkludere med at meravkastningen ikke har vært signifikant positiv. På den annen side har jeg gjennom å se på strategivalg, Smedvig som investeringsobjekt, deal design og governance argumentert for at oppkjøpet var en klok beslutning. Arbeidet som ledelsen i SeaDrill har lagt ned i denne forbindelsen har, etter min mening, vært meget bra. Så vil bare tiden vise om alt arbeidet også gir utslag i aksjeavkastningen.

## Forord

Min interesse for Merger and Acquisitions (M&A) ble vekket gjennom en rekke interessante kurs på masternivå på Norges Handelshøyskole. Imidlertid følte jeg stadig at vi touchet borti temaet, uten at min nysgjerrighet fullt ut ble tilfredsstilt. Jeg satt stadig igjen med flere spørsmål enn svar.

Da jeg våren 2006 skulle skrive et selvstendig arbeide, så jeg muligheten til å fordype meg ytterligere i temaet. Det skulle vise seg å bli et oppgavevalg jeg ikke angret. Til tross for at jeg dette semesteret ikke har deltatt i noe ordinært kursopplegg på skolen, noe OL og fotball VM også må ta sin del av skylden for, har jeg lært utrolig mye. Det har vært vel verd alt arbeidet!

Jeg ønsker først og fremst å takke min veileder, professor Thore Johnsen, for verdifulle og engasjerende innspill. Du har betydd mye, ikke bare for denne oppgaven, men også for min stadig økende interesse for finans.

Til slutt ønsker jeg å rekke en stor takk til min kjæreste, Maren Romstad, for originale innspill og korrektur. Den tålmodigheten du har vist meg i forbindelse med dette arbeidet har vært svært støttende (og svært uvanlig)...

Bergen 19.6.2006

Marius Langeid Dahl

# Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse .....	1
1 Innledning.....	2
1.1 Avgrensing .....	3
1.2 Problemstilling .....	4
1.3 Struktur.....	5
2 Casepresentasjon .....	6
2.1 SeaDrill Limited .....	6
2.1.1 Strategi .....	8
2.1.2 Historisk oversikt .....	9
2.2 Smedvig ASA.....	12
2.3 SeaDrills kamp om Smedvig.....	13
3 Teori .....	18
3.1 Hva er en god deal?.....	19
3.1.1 Avkastning .....	19
3.1.2 Tid .....	19
3.1.3 Signifikans.....	19
3.1.4 Logaritmefunksjoner .....	20
3.1.5 t-fordeling.....	20
3.1.6 Testmetoder.....	21
3.2 Sannsynlighet for suksess?.....	22
3.2.1 Bruner (2005) og Moeller et al. (2005).....	22
3.3 Hvor M&A betaler seg og når en bør si nei .....	25
3.3.1 Strategi .....	25
3.3.2 Markedssegmenter og investeringsmuligheter.....	30
3.3.3 Deal design.....	35
3.3.4 Governance.....	38
3.4 Oppsummering .....	41
3.4.1 Konklusjon .....	43
4 SeaDrills oppkjøp av Smedvig sett i lys av en teoridrøftelse.....	44
4.1 Var det en god deal?.....	44
4.1.1 Avkastning for aksjonærer i target selskap .....	44
4.1.2 Problemer med måling av avkastning for aksjonærer i kjøpende selskap .....	46
4.1.3 Avkastningsresultater for aksjonærer i kjøpende selskap .....	47
4.2 Hvilke faktorer og omgivelser var avgjørende?.....	52
4.2.1 Strategi .....	52
4.2.2 Markedssegmenter og investeringsmuligheter.....	60
4.2.3 Deal design.....	66
4.2.4 Governance.....	70
5 Oppsummering .....	75
5.1 Oppnådd avkastning .....	75
5.2 Hva gjorde man riktig, hva gjorde man galt?.....	75
6 Konklusjon: Var det et godt kjøp? .....	77
7 Kildehenvisning .....	78
8 Appendiks I – Budpremie til Smedvigs aksjonærer	
9 Appendiks II – SeaDrills (mer)avkastning	
10 Appendiks III – Regnskap og nøkkeltall	

# 1 Innledning

Etter den forrige bunnnoteringen 25.2.2003<sup>1</sup> har Oslo Børs steget kraftig de tre siste årene. Hittil i år er toppnoteringen 427.66 poeng registrert den 11.5.2006, og en stor del av æren for den kraftige stigningen må vi tillegge utviklingen i oljepris.

”Oslo Børs er olje, olje, olje. Når oljeprisen tredobler seg i samme periode, passer det bra med en firedobling av hovedindeksen”, uttalte professor ved NHH, Thore Johnsen, til Dagens Næringsliv 31.3.2006.

Den kraftige økningen vi har sett i oljeprisen de siste par årene skyldes i stor grad økt etterspørsel fra voksende økonomier i land som Kina og India. Gjennom unik vekst i produksjon og eksport har disse landene blitt en viktig handelspartner for mange vestlige land, ikke minst fordi man klarer å holde produksjonskostnadene nede. Med stadig økende etterspørsel etter deres varer etterlyser de til gjengjeld mer olje for fortsatt økende produksjon.

Samtidig har tilbyderne av olje ikke klart å følge opp veksten i etterspørselen. OPEC har ved flere anledninger uttalt at produksjonen går for fullt, samtidig som investeringslysten var lav på 90-tallet da det gjennomgående var lavere oljepriser.

I dag er situasjonen en helt annen. Prisene er høye og verden trenger mer olje. En gjennomsnittlig Jack Up<sup>2</sup> borerigg er 24 år gammel, mens gjennomsnittet for flytende rigger er 23,3 år (seadrill.bm – 31.8.2006). Dermed ligger det gode penger i å investere i rigg.

Det siste året har flere norske investorer tenkt i akkurat disse baner, og dermed har en rekke mindre riggprosjekter blitt etablert og forsøkt notert på Oslo Børs. Prosjektene er små sett i sammenheng med de store amerikanske selskapene som Transocean (173 rigger) og Noble (62 rigger), men relativt store når en må regne med at en enkelt Jack Up rigg koster nærmere 800 millioner å bygge. De store, flytende riggene koster flere ganger dette beløpet.

---

<sup>1</sup> Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX). Bunnnoteringen lyder på 98,57 poeng. Kursene er siste notering før stengetid den aktuelle dagen.

<sup>2</sup> En visuell beskrivelse av ulike typer av borerigger blir presentert på side 7, under casepresentasjonen.

Dermed er rigg en kapitalintensiv bransje. Mange små entreprenører har hyppig vært ute i markedet for å skaffe til veie nye midler til sine investeringer. Og så lenge kursene bare har pekt en vei, har tilgangen på kapital vært meget god.

I denne sammenheng har også Norges rikeste mann, John Fredriksen, sett muligheter for å fylle på sin allerede enorme pengebeholdning. Fredriksen valgte i mai 2005 å samle sine egne riggprosjekter i ett selskap, SeaDrill. Selskapet satte seg raskt som mål å bli verdens ledende aktør i bransjen innen fem år. Som kjent er Fredriksens tankskipselskap, Frontline, også verdens største i sin bransje.

SeaDrill har hatt som strategi å vokse gjennom fusjoner og oppkjøp, og har derfor det siste året vært svært aktive på børsen, både her hjemme og i utlandet. I en artikkel på nettstedet [forbes.com](http://forbes.com) (19.4.2006) uttaler Tor Olav Trøim, Fredriksens høyre hånd (i stort sett alt), at ”vi liker våre konkurrenter for de beveger seg så sakte.”

## **1.1 Avgrensing**

Utviklingen i SeaDrill har derimot gått alt annet enn sakte. Siden oppstarten har flere selskaper blitt kjøpt opp og innlemmet i selskapet, hvilket gjør at jeg har valgt å begrense oppgaven litt. Mitt hovedfokus vil derfor være knyttet til oppkjøpet av det tradisjonsrike riggselskapet Smedvig ASA, lokalisert i Stavanger. Med sine 14 borerigger var de lenge Norges største riggselskap, men i løpet av bare ett års tid har altså Fredriksen og hans kompanjong Trøim, klart å bygge opp et selskap som i markedsverdi er nesten 3 ganger større. Jeg velger derfor å presentere nettopp denne transaksjonen mer grundig enn de øvrige.

Imidlertid ble dette oppkjøpet gjort i samme periode som kjøpet av Mosvold Drilling Limited ble ferdigforhandlet. Det er da naturlig at jeg også vier denne prosessen noe oppmerksomhet.

Før jeg tar fatt på problemstillingen vil jeg også forsøke å definere hva jeg mener er forskjellen på fusjoner og oppkjøp. Mine definisjoner bygger på professor Atle Johnsen's forklaring i kurset *Finansiering og Finansregnskap* her på NHH: En fusjon er en sammenslåing av to selskaper, A og B, hvor selskapene er likt verdsatt og det skjer et bytte av aksjer. Etter sammenslåingen eier aksjonærene i selskap A 50 %, og aksjonærene i selskap B 50 % av aksjene i selskap det sammenslåtte selskapet AB. Et oppkjøp er en sammenslåing av

to selskaper der det ene selskapet er høyere verdsatt enn det andre. Et kjøp kan også betales for med egne aksjer, men da er det ene selskapet mer verd enn det andre slik at aksjonærene i A (eller B) etter sammenslåingen har større eierandeler i det AB enn det aksjonærene i B (A). I praksis betyr dette at ekte fusjoner er svært sjeldne.

## 1.2 Problemstilling

Merger and Acquisitions (M&A) er noe svært mange i Norge er skeptiske til. Jeg har i løpet av den tiden jeg har arbeidet med denne oppgaven hatt samtaler med flere studenter som tror at de aller fleste M&As gir tap for kjøpende selskap. Er det virkelig slik, og i så tilfelle kan man derfor bli fristet til å stille spørsmålet; *er det noe spesielt ved John Fredriksen? Hvorfor klarer han gang på gang å bygge seg opp ved gode oppkjøp og smarte fusjoner?*

Egentlig er jeg ikke så veldig opptatt av person. Selv om det er lett å la seg begeistre, liker jeg bedre å se på fakta. Derfor blir mitt hovedformål med denne oppgaven å finne ut om det mye omtalte oppkjøpet av Smedvig var en god investering. Dernest ønsker jeg selvfølgelig å finne ut hvorfor dette var en god/dårlig investering. Hva skiller den fra andre oppkjøp?

Hovedproblemstillingen blir dermed som følger:

*SeaDrill Limited har de siste månedene fullbyrdet oppkjøpet av den norske riggstoltheten Smedvig ASA.*

*1a) Var det et godt kjøp?*

*1b) Hvilke faktorer og omgivelser ved oppkjøpet gjorde at kjøpet ble en god/dårlig investering?*

For å finne ut av dette trengte jeg først å sette meg litt inn i litteraturen rundt M&A. Det ville jo også være interessant å finne ut om SeaDrills oppkjøp var et gjennomsnittlig oppkjøp eller om det var noe mer. Derfor velger jeg også å formulere to delproblemstillinger:

*2) Er M&A aktiviteter som i snitt skaper verdi, eller er det slik at de fleste oppkjøp ender med enorme tap for aksjonærene i kjøpende selskap?*

*3)Hvilke faktorer kan i tilfelle være med på å tilte oddsen for positiv meravkastning i riktig retning?*

### **1.3 Struktur**

Jeg finner det naturlig først å presentere caset jeg har valgt for å illustre forskningen rundt M&A. Denne presentasjonen kommer derfor allerede i kapittel 2. Deretter vil jeg komme med en teoripresentasjon i kapittel 3, før jeg i kapittel 4 drøfter teorien i lyset av SeaDrill/Smedvig-caset. Kapittel 3 og 4 blir dermed kjernen i oppgaven. I kapittel 5 følger en kort oppsummering før jeg til slutt kommer med noen avsluttende kommentarer i kapittel 6.



## **2 Casepresentasjon**

Dette kapittelet vil jeg bruke til å gi en nærmere presentasjon av selskapene som var involvert i og rundt SeaDrills oppkjøp av Smedvig. I løpet av en meget kort redegjørelse for strategivalg og en kort historisk oversikt håper jeg å gi en forklaring på hva slags selskap SeaDrill er i dag og hvordan den fantastiske fremgangen har skjedd så raskt. Derfor vil jeg presentere de viktigste transaksjonene i selskapets ettårige historie, men uten den grundige analysen jeg planlegger å gjennomføre rundt oppkjøpet av Smedvig. Jeg håper dermed å skape en ramme rundt transaksjonen som kan medvirke til å belyse hvorfor oppkjøpet skjedde.

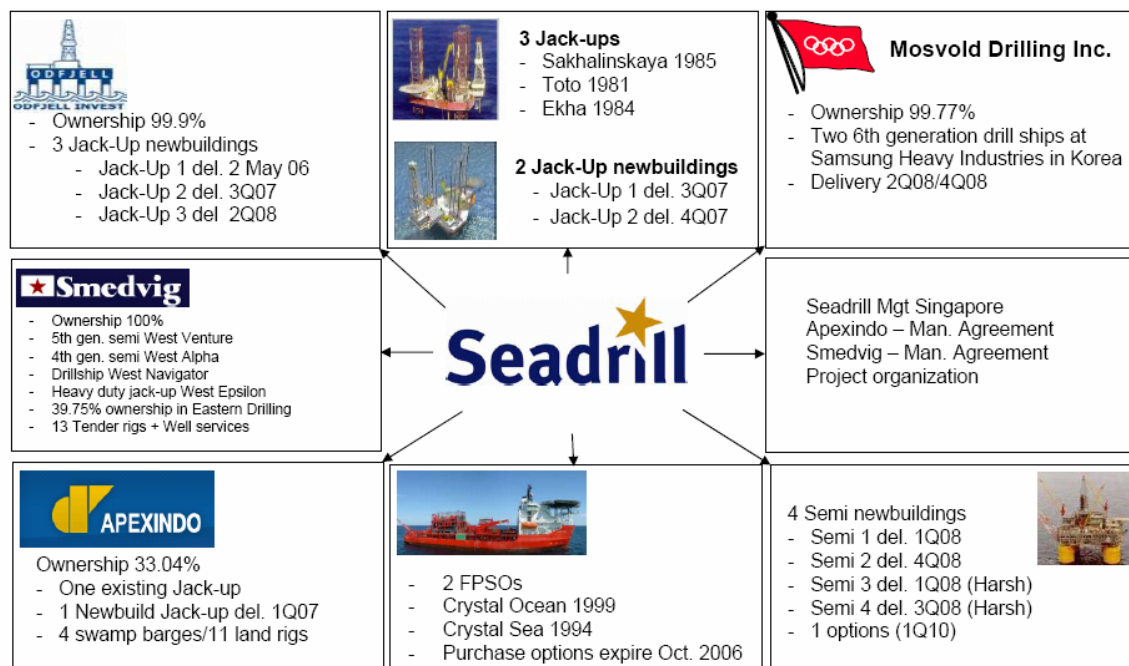
Jeg vil også gi en kortfattet presentasjon av target selskap. Smedvig har en lang og tradisjonsrik historie med norske eiere, og nettopp dette var muligens en av de avgjørende årsakene til at SeaDrill gjennom noen dramatiske vintermånedene fikk kjøpe Smedvig.

### **2.1 SeaDrill Limited**

SeaDrill Limited er et Bermuda-registrert riggselskap hvor den norske rederen John Fredriksen er største aksjonær. Selskapet har det seneste året gjort seg bemerket ved en rekke oppkjøp på Oslo Børs, og har i rekordfart blitt Europas største boreentreprenør (dn.no - 18.4.2006).

Selskapet eier og driver offshore og onshore borerigger og andre fartøy som brukes til å lete etter, produsere og transportere råolje (seadrill.bm – 30.11.2005). Ved børsintroduksjonen i november hadde selskapet tre Jack Up-rigger og to FPSO'er (Floating Production, Storage and Offloading Vessels) i drift, bestilling på fire nye Jack Up-rigger og tre halvt nedsenkbare borerigger, opsjon på ytterligere én Jack Up, samt aksjeandeler på 33 % i det indonesiske riggselskapet Apexindo og 25 % i norske Ocean Rig (seadrill.bm – 22.11.2005).

Etter oppkjøpene av Smedvig og Mosvold Drilling ser SeaDrill i dag slik ut:

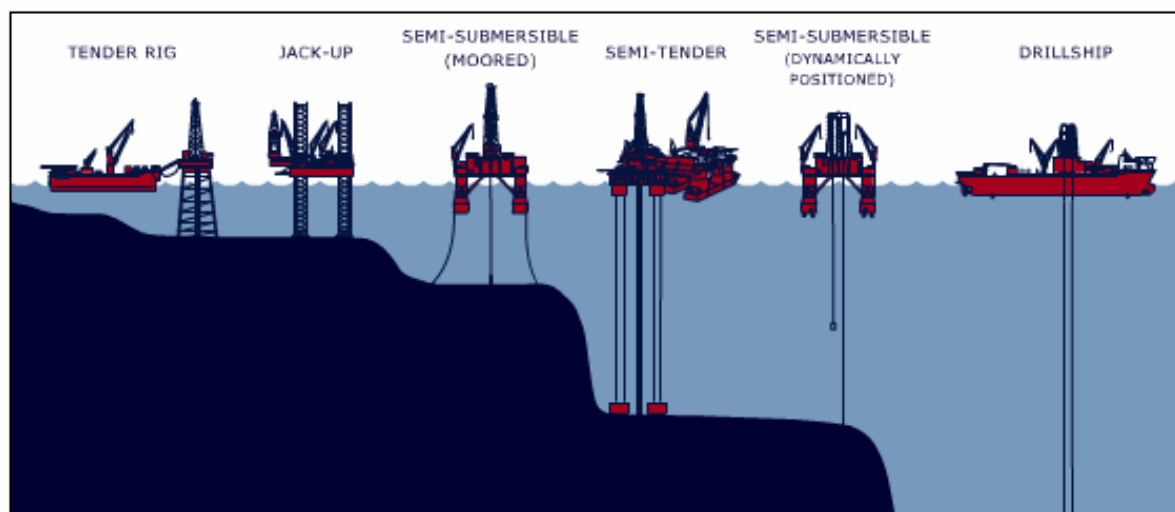


**Figur 2.1:** Oversikt for SeaDrill. Slik er selskapet organisert etter deres mange oppkjøp den senere tiden (seadrill.bm – 2.6.2006)

Per juni 2006 består flåten av følgende fartøyer og rigger (seadrill.bm – Complete Rig List):

- Jack Ups: 4 i drift og 5 under bygging
- Semi-submersibles: 2 i drift og 5 under bygging
- Drillships: 1 i drift og 2 under bygging
- FPSOs: 2 i drift
- Semi-tenders: 4 i drift
- Tender rigs: 7 i drift og 1 under bygging
- Totalt 20 fartøyer i drift og 13 under bygging.

## Fleet concepts



**Figur 2.2:** Ulike riggtyper. For ytterligere info om hver enkelt type; [smedvig.no](http://smedvig.no) – fleet concepts.

Nordmannen John Fredriksen er største aksjonær i selskapet med en eierandel på vel 36 %. Hans andel i selskapet har siden børsintroduksjonen sunket gradvis fra rundt 45 % til dagens nivå som en konsekvens av flere aksjeemisjoner. Fredriksen er engasjert gjennom sitt investeringsselskap Hemen Holdings Ltd, og er også styreformann i SeaDrill. Øvrige store aksjonærer er stort sett ulike institusjonelle investorer ([seadrill.bm](http://seadrill.bm) – 1.5.2006).

Ettersom den største eieren, styret og toppledelsen i hovedsak er norske, er det kanskje ikke så rart at selskapet er registrert på Oslo Børs. Under en presentasjon på Pareto Offshore Conference 31.8.2005 la ikke selskapet skjul på at utflaggingen til Bermuda skyldtes skattemessige årsaker ([seadrill.bm](http://seadrill.bm) – 31.8.2005).

### 2.1.1 Strategi

Allerede ved oppstarten var selskapet klar på at det skulle bidra til en konsolidering av riggingindustrien. Gjennom fusjoner og oppkjøp, nybyggerkontrakter og kjøp på annenhåndsmarkedet har selskapet satt seg som mål å bli en verdensledende riggentreprenør innen 5 år. Veksten er planlagt finansiert ved bruk av egenkapital, free cash-flow (FCF) fra eksisterende enheter og en, for denne industrien, over gjennomsnittlig gjeldsandel ([seadrill.bm](http://seadrill.bm) – 22.11.2005). Ifølge investor relations-ansvarlig, Bengt Neteland, skal gjeldsgraden på sikt være mellom 60 og 65 % (Dagens Næringsliv – 24.11.2005). Oppbyggingen av SeaDrill har

mange likhetstrekk med hvordan Fredriksen og hans nærmeste medarbeidere en gang bygde opp verdens største tankrederi, Frontline.

### **2.1.2 Historisk oversikt**

SeaDrill Limited ble inkorporert 10.5.2005 av Hemen Holdings Ltd, et heleid datterselskap av Greenwich Holdings Ltd, som igjen er et av John Fredriksens investeringselskap (seadrill.bm - 21.11.2005). SeaDrill ble dannet for at John Fredriksen skulle rydde opp i sin investeringsportefølje og dermed samle sine oppjekkable borerigger og oljeproduksjonsskip i ett selskap (Dagens Næringsliv 11.5.2005).

Etter en vellykket etablering ble SeaDrill registrert for handel på OTC-listen (over-the-counter exchange) på Oslo Børs i mai 2005 da de hentet USD 30 millioner (15 % av selskapet) i ny aksjekapital. Denne registreringen var et viktig trekk for å få tilgang til fersk kapital, noe selskapet skulle trenge mye av utover sommeren og høsten.

For ledelsen i selskapet har virkelig ikke ligget på latsiden etter etableringen. En rekke nye rigger ble bestilt de kommende månedene, samtidig som ledelsen intensiverte jakten på aktuelle selskaper for oppkjøp.

I juni ble riggselskapet Petrojack forsøkt kjøpt opp av SeaDrill. Men ledelsen i Petrojack var langt fra fornøyd med tilbudet fra Fredriksen og co på NOK 10,10 per aksje, noe som resulterte i en poison pill og utvanning av SeaDrills eksisterende aksjepost. Dermed solgte SeaDrill seg helt ut fra Petrojack til en gevinst på NOK 3,9 millioner over to dager (dn.no – 21.6.2005).

Allerede dagen etterpå hadde SeaDrill sikret seg en aksjepost på 88,9 % i riggselskapet Odfjell Invest (dn.no – 21.6.2005). Kjøpesummen denne gang var NOK 17,- per aksje, noe som ble godtatt av de fleste aksjonærene. For å finansiere kjøpet foretok SeaDrill en emisjon hvor flere av de selgende aksjonærene i Odfjell Invest benyttet muligheten til å sikre seg nye aksjer i SeaDrill. Senere skiftet Odfjell Invest navn til SeaDrill Invest, men dette selskapet ble tatt av børs 23.12.2005, og dermed innlemmet i resten av SeaDrill-systemet (newsweb.no – 23.12.2005).

I midten av juli kjøpte SeaDrill en aksjepost på ca. 25 % i riggselskapet Ocean Rigg til NOK 65,- per aksje (dn.no – 14.7.2005). Nok en gang ble kjøpet finansiert av en utvidelse i aksjekapitalen hvor mange av de selgende aksjonærene i target selskap benyttet muligheten til å tegne nye aksjer i SeaDrill. Ocean Rig eier og opererer to av verdens største og mest avanserte dyptvannsrigger, og flere investorer forventet siden et bud på resten av selskapet. Imidlertid gikk det aldri slik. Hele aksjeposten i Ocean Rig ble solgt 6.1.2006, da til salgspris NOK 89,- per aksje, noe som ga en pen gevinst på omlag NOK 525 millioner(dn.no – 6.1.2006). Investeringen i Ocean Rig ble på realiseringstidspunktet fra selskapets side annonsert å ha vært en ”opportunistisk investering”.

I juli startet også oppkjøpet av Indonesias største riggselskap, Apexindo. Samtidig ble det inngått en intensjonsavtale om å bruke Apexindos tjenester for å operere SeaDrills rigger i Midt-Østen og Asia (dn.no – 22.7.2005). Oppkjøpet ble gjennomført ved at SeaDrill sikret seg majoriteten av de nye aksjene i en rettet emisjon fra Apexindo. Da denne emisjonen var ferdigtegnet i september hadde SeaDrill sikret seg en eierandel på 33 % i det indonesiske selskapet (seadrill.bm - 21.11.2005).

22. november 2005 ble SeaDrill notert på SMB listen på Oslo Børs (seadrill.bm - History). Dette gjorde aksjen mer likvid og enda mer interessant for nye investorer. Dermed skulle det bli enda enklere å hente penger i markedet.

#### *Mosvold Drilling Ltd.*

Etter børsnoteringen skulle det ikke ta lang tid før SeaDrill var på farten igjen. 8. desember kjøpte de 39,5 % av aksjene i Mosvold Drilling Ltd. Ifølge Dagens Næringsliv (9.12.2005) kunne SeaDrill sikret seg en langt større andel av aksjene i Mosvold om de hadde ønsket, men de stoppet like under 40 % for å unngå å måtte legge inn et pliktig bud på resten av aksjene. I en børsmelding (newsweb.no – 8.12.2005) fremgår det at SeaDrill hadde til hensikt å legg inn et bud også på de resterende aksjene i selskapet, men at de først måtte få klarhet i en del avtaler inngått av ledelsen i Mosvold vedrørende deres kreditorer og verftsforbindelser. Disse avtalene skal i hovedsak dreie seg om bruken av en kontantbeholdning på NOK 1,5 milliarder som Mosvold hadde hentet inn for å betale byggingen av sitt første skip. SeaDrill ønsket å frigjøre disse pengene på kort sikt til videre oppbygging av SeaDrill. Til gjengjeld skulle Fredriksens Greenwich Holding stille opp med en sikkerhetsgaranti til verftet.

Oppkjøpet av Mosvold ble nok en gang finansiert ved en emisjon fra SeaDrill, og igjen benyttet en signifikant andel av de som solgte aksjer i Mosvold anledningen til å kjøpe aksjer i SeaDrill.

21. desember kjøpte selskapet seg opp til en eierandel på 40,08 % av Mosvold Drilling Ltd, og utlyste dermed et pliktig bud på resten av selskapet. Styret i Mosvold mente budet på NOK 14,- per aksje ikke reflekterte de underliggende verdiene i selskapet, og anbefalte derfor sine aksjonærer å takke nei (dn.no – 9.1.2006).

Etter litt betenkningstid hevet så SeaDrill budet til NOK 17 per aksje, hvilket resulterte i at flere aksjonærer i Mosvold igjen var interessert i å selge. I forkant av den ekstraordinære generalforsamlingen 16. februar ble det kjent at SeaDrill hadde sikret seg et flertall av aksjene og dermed kom til å bytte ut det eksisterende styret med fire representanter fra eget selskap. Med denne informasjonen innså styret og ledelsen i Mosvold at slaget var tapt og solgte også sine eierandeler i selskapet (netfonds.no – 16.2.2006). Ved utløpet av det pliktige tilbudet hadde SeaDrill fått aksept fra 93 % av eierne i Mosvold (newsweb.no -20.2.2006). Til tross for den negative holdningen fra det sittende styret har det hele tiden vært meningen at Mosvold Drilling fortsatt skulle drives som en selvstendig enhet under daglig ledelse av Mosvold Management.

I etterkant av oppkjøpet dukket det opp en sak der det gamle styret i Mosvold Drilling (Mosvold Management) hadde bevilget seg selv et suksesshonorar på USD 25 millioner kun få dager før SeaDrill tok kontroll over selskapet. Tor Olav Trøim, som er Fredriksens nærmeste medarbeider, hevdet i Dagens Næringsliv (2.3.2006) at dette var langt mer enn man var blitt forespeilet av selskapets administrerende direktør, Magne Kristiansen. Han hadde redegjort for et ”change of control”-fee på ca USD 10 millioner, selv om det ikke forelå noe styrerapport på en slik bonus.

Honoraret skal ifølge Dagens Næringsliv (3.3.2006) være knyttet til en avtale som sier at Mosvold Management skal ha 2,5 % av skipenes verdi ved salg. Skipene ble ved overtagelsen verdsatt rundt USD 1 milliard, men så sent som i januar, mens SeaDrill eide mer enn 40 % av aksjene og hadde liggende ute et pliktig tilbud om overtagelse av alle aksjene, skal Mosvold Drilling ha utøvet en opsjon på bygging av et nytt skip. Dette skipet ble finansiert av en emisjon på USD 75 millioner, hvor altså en tredjedel gikk rett i lomma på to av

styremedlemmene. Kristiansen hevdet det ble redegjort for salgsbonusen til styreledelsen på roadshowet da selskapet ble etablert. Dagens Næringsliv (2.3.2006) rapporterte også å ha meldt om en slik bonusavtale den gangen den ble fremlagt.

I en kommentar sa Trøim: ”Vi har aldri sagt at vi er verdens mest vennlige aktører i kapitalmarkedet, men vi har i hvert fall lagt vekt på å prøve å oppføre oss korrekt. For man møter folk igjen.” (Dagens Næringsliv - 2.3.2006) Utfallet av konflikten skulle senere vise seg å bli at Mosvold Management Ltd. tilbakebetalte USD 6,75 mill av den opprinnelige avtalen på USD 25,15 mill (seadrill.bm – 1.6.2006).

Formålet med denne oversikten har vært å vise at å konsolidere riggbransjen ikke har vært noen enkel jobb. For ledelsen i SeaDrill har det vært hektisk aktivitet nesten sammenhengende i et helt år nå. Men all jobbingen har gitt god avkastning. SeaDrill ble notert for USD 2,- per aksje, hvilket tilsvarte ca. NOK 13,- den 10. mai 2005. Per 7. juni 2006 er verdien av en aksje NOK 79,- etter å ha nådd en foreløpig toppnotering på NOK 114,50. Mange analytikere har den senere tiden pekt på at de underliggende forholdene i riggbransjen er uendrede, det er blant annet fortsatt høy oljepris. De tror derfor at fallet vi nå opplever bare er en midlertidig korleksjon og at aksjen fort kan stige til gamle høyder.

Den kraftige prisøkningen innebar at SeaDrill, på i underkant av ett år, ble mer verd enn selveste Smedvig. Men før jeg forteller hvordan oppkjøpet skjedde vil jeg gi en kort presentasjon av det tradisjonsrike riggselskapet.

## **2.2 Smedvig ASA**

Smedvig ASA er en av Norges ledende offshore riggentreprenører med hovedkontor i Stavanger. Selskapet har en moderne flåte med fire mobile båreenheter, syv tender-rigs og tre semi-tenders, samt en portefølje av boreplattform- og brønnservice kontrakter (smedvig.no – Investor Relations Policy).

Gjennom 30-års erfaring i bransjen har selskapet satt seg ambisiøse mål om å styrke selskapets posisjon som den foretrukne leverandør av offshore rigg- og brønnservice, samt fortsette å vokse i utvalgte internasjonale markeder. I sin strategi legger selskapet særlig vekt

på å kunne tilby kundene trygge og effisiente løsninger ved hjelp av moderne teknologi og erfarne medarbeidere (smedvig.no – Corporate Strategy).

Selskapets historie kan dateres tilbake til 1915 da rederiet Peder Smedvig A/S ble etablert. Via engasjement i blikkboksindustri, fiskematindustri og hotellnæring i Karibia endte Smedvig opp med å investere i olje allerede i 1965. Da det norske oljeeventyret tok til tidlig på 70-tallet var selskapet sterkt delaktig. Blant annet sto de for byggingen av den første norskeide halvt nedsenkbare boreriggen i 1973.

Gjennom en rekke oppkjøp, nybygg og restruktureringer opparbeidet selskapet seg en solid posisjon i norsk offshore sammenheng. NTB (9.1.2006) går så langt som å kalle SeaDrills oppkjøp av Smedvig nøkkelen til å få konkurrere med miljøbevisste Aker Drilling om de store kontraktene i Barentshavet. Miljøhensyn blir svært avgjørende når de store oljeselskapene bestemmer seg for hvilke rigger de skal bruke ved fremtidig oljeboring i dette området.

### **2.3 SeaDrills kamp om Smedvig**

13. desember 2005 offentliggjorde Smedvig en børsmelding om at Peter Smedvig med familie hadde solgt en samlet aksjepost på 39,2 % av A-aksjene og 8,9 % av B-aksjene i Smedvig ASA (newsweb.no – 13.12.2005). Kjøperen, den amerikanske riggiganten Noble Corporation, måtte ut med henholdsvis NOK 200,- og NOK 150,- per A- og B-aksje. Noble er et børsnotert amerikansk riggselskap med hovedkontor i Sugar Lands utenfor Houston, Texas. Selskapet har 60 mobile borefartøyer i sin flåte, og var på den tiden verdsatt til ca. USD 10 milliarder (Dagens Næringsliv – 14.12.2006).

Dagen etter børsmeldingen trykte Dagens Næringsliv (14.12.2005) en artikkel hvor Tor Olav Trøim uttrykker sin misnøye med at nettopp Noble fikk kjøpe Smedvig. I følge artikkelen hadde det den seneste tiden vært samtaler mellom SeaDrill og Smedvig-familien om overtagelse av deres aksjepost. SeaDrill hadde i denne forbindelse lagt inn et bud på NOK 185,- per A-aksje. Med dette budet i kofferten skal visstnok Peter Smedvig selv ha kontaktet Noble for å få i gang en budkrig. Strategien virket i første omgang, for Noble var interessert i å overgå SeaDrills bud med NOK 15,- per A-aksje. SeaDrill på sin side valgte så å trekke seg ut av kampen om Smedvig. ”Selv gull kan kjøpes for dyrt”, uttalte Trøim til Aftenposten Morgen (20.12.2005).



I etterkant av Smedvig-kjøpet verserte det en del rykter i markedet om Noble virkelig hadde til hensikt å komme med et tilbud til de resterende aksjonærene i selskapet. Noen av aksjonærene fryktet at amerikanerne ville forsøke å vente ut de små investorene og dermed kjøpe til lavere priser enn det Smedvig-familien var blitt tilbudt. Peter Smedvig, som styreformann i Smedvig ASA, fikk i denne sammenhengen kritikk fra flere investorer som hevdet at han hadde tatt for lite hensyn til de øvrige aksjonærene i selskapet. Imidlertid kunne James C. Day, toppsjefen i Noble, under et besøk i Stavanger den 17.12.2005, bekrefte at et bud på resten av selskapet ville komme innen kort tid og at også de resterende aksjonærene ville bli fornøyd (Dagens Næringsliv – 17.12.2005).

Da dagene gikk uten noe ytterligere informasjon fra Houston, begynte flere investorer igjen å bli utålmodige. Så utålmodige at investeringsbanken Carnegie øynet muligheten for sikre SeaDrill mer enn 50 % av stemmene i selskapet til en marginalt høyere pris enn hva Noble hadde betalt. Troen på at dette var mulig bygget blant annet på at Folketrygdfondet, som var nest største aksjonær med 7,3 % av de stemmeberettede A-aksjene, nok ville være mer tilfreds med en norsk løsning for Smedvig enn med et rent salg til utlandet. Dessuten var flere investorer misfornøyd med at prisforskjellen mellom A- og B-aksjene var for stor i Nobles bud (Aftenposten Morgen – 5.1.2006).

SeaDrill la dermed den 4.1.2006 ut en børsmelding om et potensielt bud på NOK 201,- per A-aksje og NOK 160,- per B-aksje (newsweb.no – 4.1.2006). Dette budet ville komme i stand om 1/3 av kapitalen eller stemmene i Smedvig på forhånd ville akseptere budet.

Etter først å ha utvidet fristen for forhåndsaksepten, bestemte SeaDrill seg for å trekke budet fredag 6.1.2006. En opptelling hadde visst at man foreløpig ikke hadde klart å skaffe nok forhåndsklareringer (newsweb.no – 6.1.2006). Men SeaDrill hadde enda ikke gitt opp. Flere av de store aksjonærene i Smedvig hadde latt seg friste av SeaDrills bud. Dermed var optimismen såpass stor at SeaDrill mandag 9.1.2006 kunne presentere et nytt, frivillig bud på alle utestående aksjer i Smedvig. Ved å øke prisen til NOK 205,- og NOK 165,- for A- og B-aksjene, håpet selskapet å få tilslag fra minst 50 % av stemmene i selskapet, hvis ikke ville de trekke budet (newsweb.no – 9.1.2006). Budet verdsatte Smedvig til NOK 15,6 milliarder.

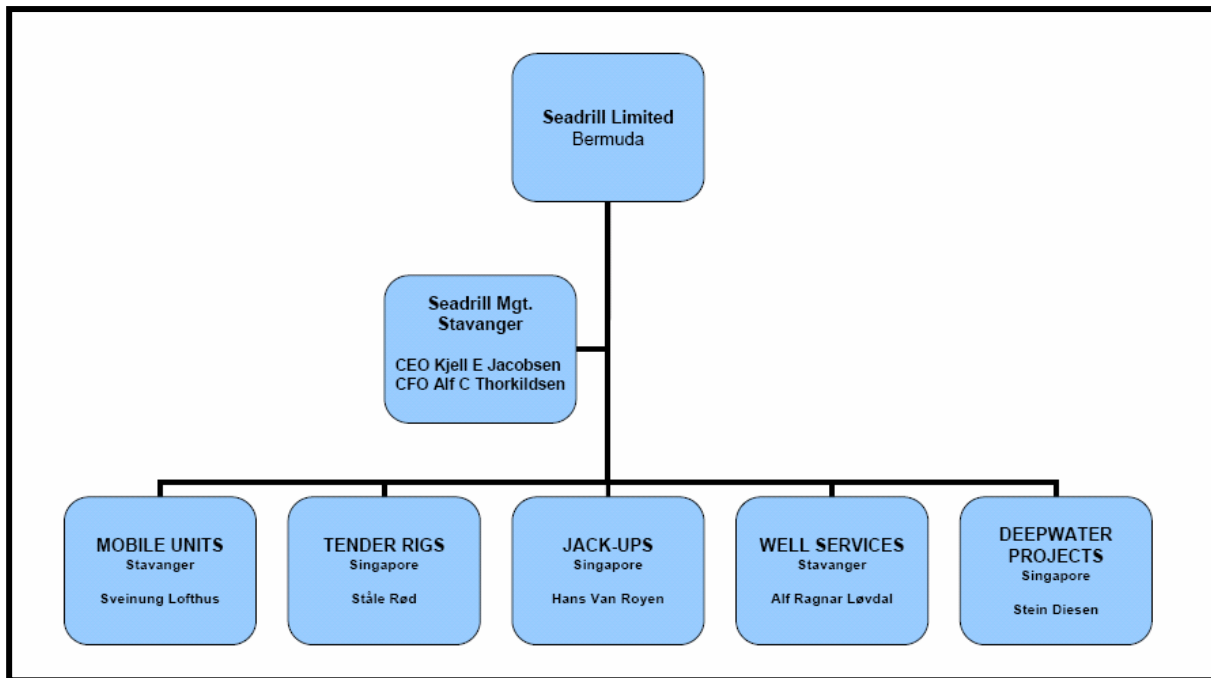
Etter først å ha utsatt budfristen med to dager, ble det fredag 20. januar klart at SeaDrill hadde sikret seg mer enn 50 % av A-aksjene. I mellomtiden hadde aksjen vært handlet til priser mellom NOK 205,- og NOK 210,- hvilket indikerer at markedet lenge gikk og ventet på et mottilbud fra Noble. Men det kom aldri. I stedet gikk styret i Smedvig ut og anbefalte sine eiere å selge til SeaDrill - samtidig som de solgte dem selskapets egne aksjer (Aftenposten Morgen 21.12.2006). Den påfølgende helgen ble brukt til å finansiere kjøpet med nok en aksjeutvidelse. Kapitalutvidelsen var på hele NOK 4,95 milliarder (newsweb.no 23.1.2006).

Med majoriteten av stemmene bestemte SeaDrill seg raskt for å innkalle til en ekstraordinær generalforsamling. På dagsorden var valg av nytt styret. Ikke overraskende ble John Fredriksen selv valgt til styreformann, mot nest største aksjonærs (Nobles) vilje. Videre ble ytterligere tre representanter fra SeaDrill-systemet og én representant fra Smedvig valgt inn i det nye styret (newsweb.no – 17.2.2006).

Da fristen for det obligatoriske budet var utløpt hadde SeaDrill kontroll over 99,4 % og 99,2 % av henholdsvis A- og B-aksjene gjennom sitt nyopprettede Smedvig Holding AS, et heleid datterselskap av SeaDrill Limited. Dermed hadde også Noble gått med på å selge sine aksjer i Smedvig. Og ettersom Peter Smedvig ved salget av sin aksjepost i desember hadde fått godkjent en avtale om at alle kursgevinster Noble eventuelt måtte sikre seg gjennom videresalg av denne aksjeposten innen ett år, skulle tilfalle ham, satt ikke Noble igjen med en eneste krone. Tvert imot tapte de penger ved at NOK 4,6 milliarder var bundet opp i Smedvig i over to måneder. Selv med lave renter og lave avkastningskrav blir tapet betydelig. Videre ble det gjennom en børsmelding (newsweb.no – 26.4.2006) klart at Smedvig ville tvangsinnløse de resterende aksjene og søke om å bli tatt av børsen så raskt som mulig.

I samme børsmelding fremgår det at styret i SeaDrill er svært fornøyd med hvordan de er blitt tatt imot av hele organisasjonen rundt Smedvig. Den tidligere toppledelsen takket også ja til å ta over ledelsen av SeaDrills daglige operasjoner i Stavanger gjennom det nyopprettede SeaDrill Management. Stavanger blir dermed et av to ledelsessentre (det andre forblir i Singapore), mens hovedkvarteret fortsatt blir på Bermuda. I en kommentar sier John Fredriksen: "Entusiasmen for fusjonen og Smedvigs industrikunnskap er veldig oppløftende og stimulerer oss til arbeidet med å nå vår ambisjon om å bli et av verdens ledende riggselskap. (...) Ved å kombinere den dynamiske og raskt voksende SeaDrill-organisasjonen

med den meget kompetente, troverdige og godt ledede Smedvig-organisasjonen setter vi sammen en unik serviceorganisasjon for våre kunder.”



**Figur 2.3:** Organisasjonsstruktur SeaDrill (seadrill.bm – 2.6.2006).

Også flere analytikere liker fusjonen. Carl Fredrik Grøslund i Terra Securities hyllet et samarbeid mellom SeaDrill og Smedvig i Dagens Næringsliv den 6.1.2006: ”Grunnen er at Smedvig, med sine lange riggkontrakter og jevne kontantstrøm, vil utfylle SeaDrill perfekt. SeaDrill er i dag i første rekke et spekulativt selskap som har satset stort på nybygging av dyre leterigger for å komme oljeboomen i møte, men som mangler erfaring og en driftsorganisasjon.”

”Vi tror det var essensielt for Seadrill å sikre tilgang til Smedvigs boreorganisasjon og operasjonelle erfaring, og vil passe godt inn med Seadrills nye byggeprosjekter som skal leveres de neste årene”, skriver analytiker Aasulv Tveitereid i SEB Enskilda i en oppdatert analytikerrapport (dn.no – 31.1.2006).

En som ikke er så fornøyd er Nobles toppsjef, James Day. Til Forbes.com (19.4.2006) mer enn antydte han at konkurransen om Smedvig på langt nær var fair. Ifølge kilden mottok SeaDrill god hjelp fra norske investeringsbanker, som samlet aksjeposter på deres vegne, og den fra før nest største eieren, Folketrygdfondet, som ønsket at Smedvig forble på norske

hender. Day sier at han ikke er overrasket, men at han hadde ventet å bli behandlet på lik linje med andre potensielle kjøpere.

Imidlertid påstår Dagens Næringsliv (10.1.2006) at Noble den 9.1.2006 fikk et tilbud av meglerhuset Pareto om å kjøpe mellom 10 og 15 % av stemmene i Smedvig til NOK 200,- per aksje, samme pris som selskapet hadde betalt Smedvig-familien. Men Noble valgt å takke nei til tilbudet, og Pareto ble heller hyret inn som SeaDrills rådgivere. SeaDrill hadde brutt samarbeidet med Pareto da de assisterte Noble i kjøpet av Smedvig-familiens aksjer i desember. Men ettersom Pareto aldri hadde fått noen formelle mandat ev Noble i ettertid, valgte selskapet å takke ja til den nye henvendelsen fra Trøim og SeaDrill i januar. Pareto var tilgitt, men måtte fortsatt å jobbe i tospann med Carnegie, som hadde vært ved SeaDrills side hele tiden.

### 3 Teori

I denne delen vil jeg gi en introduksjon til sentrale deler av forskningen rundt Merger and Acquisitions de senere årene. Her vil jeg ta utgangspunkt i oversiktsartikkelen til Robert Bruner fra 2004 kalt *Where M&A Pays and Where It Strays: A survey of the Research*. Artikkelen tar for seg mer enn 130 studier av aktivitet tilknyttet M&A, og gir en god indikasjon på hvilke omgivelser og faktorer som er lønnsomme i en handel, og hvilke som ikke er det.

Før den tid er det imidlertid på sin plass å finne ut av hva som skiller gode avtaler fra de mindre gode og til sist de aller dårligste. I den sammenheng er det nødvendig å påpeke noen faktorer som gjør dette skillet vanskelig. Alt er nemlig ikke slik det ser ut ved første øyekast.

Et eksempel på dette er America Online (AOL) sitt kjøp/fusjon med Time Warner i 2001. Avtalen, med en totalverdi på USD 350 milliarder, skulle danne grunnlaget for verdens første "Internet-Age Media and Communications Company". Til tross for kraftige børsfall og høylytte kritikere er det ting som tyder på at AOL gjorde noe riktig. For da avtalen ble inngått var internettboblen i ferd med å sprekke, og også ledelsen i AOL visste at deres selskap var overpriset. Fusjonen med Time Warner sikret AOL tilgang til flere fysiske aktiva og oppkjøpet ble betalt for med egne aksjer. Ledelsen håpet dette skulle dempe kursfallet som måtte komme.

I løpet av ett år forsvant nesten USD 200 milliarder i markedsverdi fra det fusjonerte selskapet. Den store taperen i denne avtalen var, noe uvanlig, selskapet som ble kjøpt opp. AOL Time Warner presterte langt dårligere enn en sammensatt media & entertainment-indeks, men faktisk bedre enn en sammensatt indeks av ulike internetselskaper. Det skulle faktisk gå flere år før internettindeksen igjen var på høyde med AOL Time Warner (Bruner 2005).

Dermed er det rom for å hevde at ledelsen i AOL gjorde en handel som sikret egne eiere på en god måte. Den høye aksjeprisen ble brukt til å kjøpe seg inn i et tradisjonsrikt og respektert selskap. Uten et samarbeid med Time Warner er det godt mulig det ikke ville vært noen verdier igjen for AOLs eiere etter kursfallet. For Time Warner var avtalen en katastrofe. Deres eiere ble antagelig straffet hardere enn de burde ha blitt. Som betaling mottok de 45 % eierandeler i et selskap bestående av nærmest ingenting - og Time Warner. En dårlig deal!

Hvor selskapene hadde vært i dag uten avtalen er umulig å si. Mange mener AOL ikke lenger ville eksistert, noe navnet heller ikke gjør. AOL Time Warner er i dag bare kjent under navnet Time Warner.

### **3.1 Hva er en god deal?**

Imidlertid, før jeg begynner å kommentere forskningen på området ønsker jeg å bringe klarhet i noen små, men viktige detaljer. For hva er egentlig en suksessfull transaksjon? Det er nødvendig å ta hensyn til avkastning, tid og signifikans for å skille de gode avtalene fra de middelmådige og de dårlige. Til sist har jeg også tatt med noen avsnitt om logaritmefunksjoner og t-fordelingen. Denne teorien belyser problemstillinger knyttet til måling av avkastning som jeg har foretatt i en egen analyse.

#### **3.1.1 Avkastning**

Teoretisk sett er en investering god dersom realisert avkastning ( $r$ ) er større eller lik eiernes krav til avkastning ( $k$ ) på investeringstidspunktet. En investering er kun ulønnsom, eller mislykket, dersom realisert avkastningen (*ex post*) er lavere enn kravet *ex ante*. Altså er en deal hvor eiernes krav til avkastning blir ivaretatt ( $r = k$ ) ikke en fiasko. Dette er viktig å huske når man skal forsøke å skille de gode handlene fra de dårlige.

#### **3.1.2 Tid**

Mange undersøkelser av ulike M&A-case glemmer helt betydningen av tid når man har forsøkt å besvare om en handel var god eller dårlig. Ofte har man målt en aksjekurs før annonseringen av oppkjøpet opp mot en aksjekurs på et bestemt tidspunkt i etterkant. Man glemmer altså helt at aksjekurser svinger også som konsekvens av andre forhold enn denne ene aktiviteten. Da er muligheten til stede for at dette var en såkalt uteligger, altså en observasjon som statistisk sett ikke er representabel.

#### **3.1.3 Signifikans**

Et annet viktig element er signifikans. Dersom en investering i ettertid viser seg å ha gitt en avkastning tilsvarende  $r = 9,99\%$  og eiernes opprinnelige krav var  $k = 10\%$ , var den da en fiasko? M&A er en aktivitet hvor resultatet av en enkelt handel er svært vanskelig å måle. Det

vil derfor alltid være stor grad av usikkerhet rundt den avkastningen en finner, og en bør derfor forsøke å tallfeste denne usikkerheten gjennom standardavvik. Med en liten feilmargin som i det enkle eksempelet over, skal det ikke mye målestøy til før man må konkludere med at avkastningen ikke er signifikant forskjellig fra kravet. En dårlig investering er med andre ord en investering hvor avkastningen er signifikant dårligere enn kravet.

### **3.1.4 Logaritmefunksjoner**

Akademikere benytter ofte logaritmefunksjoner for å måle aksjekursavkastning. Man oppnår dermed at avkastningen blir kontinuerlig over tid og at dataenes frekvens blir uten betydning. Kontinuerlig avkastning er nemlig tidsadditiv slik at avkastning dag én pluss avkastning dag to er lik den faktiske avkastningen over to dager. Imidlertid er ikke kontinuerlig avkastning additiv for en portefølje av flere aksjer slik enkel avkastning er det. Avkastning på en portefølje av to aksjer, A og B, er ikke lik kontinuerlig avkastning for aksje A pluss kontinuerlig avkastning på aksje B for perioden. Ettersom logaritmefunksjonen innebærer en ikke-lineær transformasjon, er ikke log av en sum lik summen av en log.

Logaritmisk avkastning har også en annen nyttig egenskap ved at den aldri kan bli mindre enn -100 %. Dette er en ønsket egenskap ettersom en investor ved en aksjeinvestering aldri kan tape mer enn investeringsbeløpet. I aksjeselskaper er det nemlig styret og ledelsen som er ansvarlig for lovbrudd og i forhold til kreditorer. Investoren taper derfor ikke mer enn han allerede har puttet inn, maksimalt 100 %.

### **3.1.5 t-fordeling**

Aksjeavkastning er som kjent ikke normalfordelt, men er nesten alltid leptokurtisk, hvilket innebærer tjukke haler og en ekstra kraftig spiss rundt middelverdien. Å anta normalfordeling når avkastningen har tjukke haler vil si at man systematisk undervurderer usikkerheten til aksjen (Brooks 2002). Man har derfor forsøkt flere tilnærminger for å tillate en leptokurtisk fordeling i finansielle data. En av disse tilnærmingene er den enkle t-fordelingen som jeg har brukt i min oppgave. Jeg har videre antatt en tosidig test, altså testet om (mer)avkastningen har vært forskjellig fra null.

For å bruke t-fordelingen på riktig måte må man benytte riktig antall frihetsgrader. Når antall frihetsgrader grenser mot uendelig er t-fordelingen lik normalfordelingen, men dersom

antallet frihetsgrader er mindre vil t-fordelingen få en lavere spiss og tjukkere haler. Antall frihetsgrader er gitt ved antall observasjoner (T) minus antall estimerte størrelser (k). I oppgaven har jeg benyttet t-tabellen i Brooks (2002) side 669.

### 3.1.6 Testmetoder

Når man måler en avkastning (eller andre størrelser) vil man helst ha noe å måle mot. Man ønsker å sette resultatene i et perspektiv. Dersom Bjørn Dæhlie kom i mål etter 25 minutter på en 10 kilometer klassisk ville det være umulig å si om løpet var en stor prestasjon uten noen å sammenligne med. Føreforhold, vær og hva slags løype som ble gått er faktorer som påvirket Dæhlis sluttid i betydelig grad. Dersom vi fikk tidene til andre skiløpere av tilsvarende kaliber kunne vi derimot konkludere med om løpet var godt eller ei.

Slik er det også med aksjeavkastning. Med den voldsomme økningen vi har hatt på Oslo Børs de siste årene skal man ha vært svært uheldig for ikke å ha hatt en positiv avkastning. Men denne avkastningen er vel så mye betinget av de gode tidene i markedet som selskapsspesifikke forhold. Og det er jo disse egenskapene som skiller de gode aksjekjøpene fra de dårlige. Det er skiløperen, ikke værforholdene, som avgjør hvem som får den raskeste sluttiden i et langrenn.

Jeg velger derfor følgende metode for å måle avkastning: Først finner jeg en sluttid, en avkastning med tilhørende risiko knyttet til en bestemt periode. Dernest ønsker jeg å sammenligne denne avkastningen med andre avkastninger. Økte aksjeprisen i forhold til en benchmark?

En benchmark kan typisk være totalindeksen på en børs eller børsavkastningen til et utvalg sammenlignbare selskaper. Denne typen tester, som er vanlig i akademisk forskning, korrigerer for faktorer som rammer hele industrien eller hele økonomien. Dessverre er ikke testen fullkommen, for det finnes ikke perfekte benchmarker.

En fullkommen test ville gi et svar på om eiernes situasjon ble bedre ved handel enn uten? Kun en slik test kunne avgjort hvorvidt en handel var vellykket eller ei. Dessverre finnes ikke slike tester. Ingen kan noen gang være helt sikre på at det var bedre å kjøpe enn ikke å kjøpe eller motsatt. Den hele og fulle sannhet finner man aldri!



## **3.2 Sannsynlighet for suksess?**

Det er skrevet en rekke artikler som forsøker å besvare hvorvidt M&A er en lønnsom aktivitet eller ikke. De aller fleste av disse konkluderer med at aksjonærene i selskapet som blir kjøpt opp (target) har en signifikant positiv avkastning og mottar en betydelig premie. Denne observasjonen er uavhengig av type handel og variasjoner i tid (Bruner 2004).

For aksjonærene i selskapet som kjøper et annet selskap er resultatene noe mer tvetydig. Fra et utvalg av 54 studier viser 26 % at avkastningen er signifikant negativ for kjøpende selskaps aksjonærer, 31 % har avkastning ikke signifikant forskjellig fra null, mens 46 % av studiene viser en signifikant positiv avkastning. Over lengre tidshorisonter er imidlertid utsiktene noe dårligere. Av 16 studier gir 11 en signifikant negativ avkastning til kjøpers aksjonærer (Bruner 2004).

Svært ofte er det betydelige forskjeller i størrelse mellom det selskapet som er oppkjøper og det selskapet som blir kjøpt opp. En stor positiv prosentvis kroneavkastning til target kan da bli mer enn spist opp av en liten prosentvis negativ kroneavkastning for kjøpende part. Summen kan altså bli negativ avkastning, til tross for positivt utfall for target og at kjøper nesten ”gikk i null”.

Forskningen har forsøkt å korrigere for dette problemet ved å lage en portefølje av kjøpende og selgende selskaper for dermed å undersøke deres vektete gjennomsnittsavkastning (med relativ størrelse de to selskapene imellom som vekter) eller avkastningens absolutte kroneverdi. Av 24 studier viser nesten alle samlet positiv avkastning for de to selskapene, og 14 av disse studiene er også signifikant positive (Bruner 2004).

### **3.2.1 Bruner (2005) og Moeller et al. (2005)**

Som tidligere nevnt er det skrevet en rekke artikler som forsøker å kartlegge avkastningen til kjøpende selskap. Av disse har jeg valgt å presentere to nyere studier fra Bruner (2005) og Moeller et al. (2005) litt nærmere.

Artikkelen til Moeller et al. (2005) tar utgangspunkt i en studie publisert året før av de samme forfatterne og med de samme tilgjengelige dataene. Utvalget består av 12 023 dealer mellom

1980 og 2001 hvor et amerikansk selskap har blitt kjøpt opp av et annet selskap. Kun handler som var større enn USD 1 million og som ble fullført innen 1000 dager er registrert.

Selv om litteraturen ofte har fokusert på unormal prosentvis avkastning, avspeiler ikke disse tallene endringer i aksjeeiernes formue. Dollaravkastning derimot, gjør nettopp dette. For det er forskjell på å tape 2 % av en liten sum og 2 % av en stor sum. Aggregert dollaravkastning har forfatterne definert som summen av endringene i selskapenes markedsverdi mellom dag -2 og dag +1, dividert på summen av markedsverdien av de samme selskapene to dager før annonseringen av oppkjøpet. Dermed oppnår man en verdivektet avkastning. Alle dollartall er inflasjonsjustert til 2001-dollar og ikke justert for endringer i markedsporteføljen. Altså *ikke* ”net of market”!

Forfatterne målte også gjennomsnittlig avkastningen i prosent ( $CAR_{(-1,+1)}$ ) som en 3-dagers kumulativ meravkastning i forhold til markedsindeksen, her representert ved en likt vektet CRSP<sup>3</sup>-indeks. Unormal meravkastning ble estimert på bakgrunn av standard event-study modeller som er foreslått av Brown og Warner (1985). Resultatene av undersøkelsene er gjengitt i tabell 1 nedenfor.

År	Antall	Aggregert transaksjonsverdi (USD millioner)	Aggregert dollaravkastning (USD millioner)	$CAR_{(-1,+1)}$
1980-1990	2 182	482 604	-4 244	0,64 %
1991-2001	9 841	2 930 576	-216 316	1,20 %
1998-2001	4 136	1 991 845	-239 954	0,69 %
1980-2001	12 023	3 413 180	-220 560	1,10 %

**Tabell 3.1:** Aksjeavkastning til kjøpende selskap. Aggregert dollaravkastning (verdivektet) er summen av endringer i markedsverdien av selskapene fra dag -2 til +1, dividert på summen av markedsverdiene til selskapene to dager før annonseringen av oppkjøpet.  $CAR_{(-1,+1)}$  er 3-dagers kumulativ unormal meravkastning (likevektet) ved bruk av markedsmodellen.

<sup>3</sup> CRSP – Center for Research in Security Prices. For mer info: <<http://www.gsb.uchicago.edu/research/crsp/>>

Ut i fra tabellen kan vi lese at dollaravkastningen for hele perioden var negativ samtidig som den prosentvise avkastningen var positiv. Forklaringen for dette er at et relativt lite antall transaksjoner ga veldig store tap.

I artikkelen definerer forfatterne "large loss deals" som transaksjoner hvor kjøpende aksjonærer samlet sett tapte mer enn USD 1 milliard over tre dager. I dette sampelet finnes det 107 slike transaksjoner, hvorav hele 87 ble gjort i det overopphetede aksjemarkedet mellom 1998 og 2001. Etter at forfatterne fjernet disse 87 transaksjonene gjort mellom 1998 og 2001 viste det seg faktisk at aggregert dollaravkastningen for perioden var USD +157 milliarder. Totale tap for de 87 transaksjonene utgjorde hele USD 397 milliarder alene! Og selv om de bare utgjorde 2,1 % av antall transaksjoner i denne perioden, sto de for 43,4 % av pengebruken.

Dersom man likeledes definerer "large gain deals" som transaksjoner hvor aksjonærer i kjøpende selskap har tjent mer enn USD 1 milliard, fantes 23 slike før 1998. På tilsvarende tidspunkt ble 17 "large loss deals" registrert. Imidlertid fant forfatterne bare 64 % så mange "large gain deals" som "large loss deals" mellom 1998 og 2001. For avtalene som hadde en absolutt avkastning i overkant av USD 1 milliard var også et forventet tap ca. 50 % større enn en eventuell forventet gevinsten.

Videre i artikkelen viser Moeller et al. at "large loss deals" var signifikante, de skyldes ikke at volatiliteten i aksjemarkedet økte på slutten av 90-tallet og på begynnelsen av det nye årtusenet. Ei heller var dårlige avkastningstall i bransjen eller markedet generelt noen årsak til de svake resultatene. For selv om benchmark er viktig når man skal måle avkastning, var tapene så store i disse tilfellene at de ikke var tilfeldige.

Bruner (2005) tok utgangspunkt i 2 805 transaksjoner foretatt fra 1985 til 2000. Kjøpende selskaps aksjeavkastning er "net-of-market" og akkumulert over tid. Avkastningen målte han på kort sikt (over 11 dager) og på lang sikt (over 3 år). Et fascinerende funn var den lave korrelasjonen mellom kortsiktig og langsiktig avkastning. Den prosentvise avkastningen hadde en korrelasjon på 10,8 %, mens dollaravkastningen bare var på 2,6 %. For hele sampelet finner Bruner følgende avkastningstall:

Markedsjustert avkastning	Prosentvis avkastning	Dollaravkastning
11 dager (kort sikt)	- 0,51 % *	- \$95 mill *
3 år (lang sikt)	11,72 % *	- \$386 mill

**Tabell 3.2:** Markedsjustert avkastning for kjøpende selskap. 2 805 transaksjoner mellom 1985 og 2000. \* indikerer signifikans på 5 % nivå. Den prosentvis avkastningen er likevektet, mens dollaravkastningen er verdivektet.

I motsetning til mange tidligere studier fant Bruner en signifikant, positiv, prosentvis avkastning for gjennomsnittet over en lang tidshorisont. Nærmere undersøkelser viste at denne avkastningen først ble signifikant positiv etter nærmere to år. Ellers viste resultatene at de beste avtalene etter tre år hadde gode avkastningstall allerede etter 20 dager, og de fortsetter å stige kraftig frem til 310 dager var gått. De dårligste avtalene viste ingen tydelige signaler den første tiden. De første 100 dagene var de vanskelige å skille fra de gjennomsnittlige avtalene. Men så gikk det bare en vei...

### 3.3 Hvor M&A betaler seg og når en bør si nei

Endelig vil jeg nå summere opp en del karakteristika kjøperen bør være klar over når man har tenkt å gjøre en handel. Disse karakteristikaene kan deles inn i fire hovedområder; strategi, markedssegmenter, deal design og governance.

#### 3.3.1 Strategi

Et av de eldste forskningsområdene innen M&A er strategiske valg. Noen av de valgene en bedrift må ta stilling til er om en skal satse på en fokusert strategi eller om en skal diversifisere. Hvordan en kan vokse, oppnå markedsrett, utnytte synergier eller bruke ekstra tilgjengelig cash er eksempler på andre forhold som har opptatt forskerne.

#### *Fokus versus diversifisering*

Det mest vanlige synet er at oppkjøp i relaterte næringer (fokus) er mer lønnsomme enn diversifiserte oppkjøp. Fokuserte oppkjøp gjør det vanligvis lettere å oppdage og utnytte synergier. De finansielle fordelene ligger først og fremst i mulighetene for kostnadsbesparelser og muligheten til å redusere den nye bedriftens totale eiendeler (skalafordeler). Et annet forhold er at ledelsen i kjøpende selskap allerede kjenner markedet

man skal konkurrere i [forhåpentligvis]. Dermed bør synergiene kunne utnyttes raskere enn om man må lære å kjenne et helt nytt marked fra bunnen av.

Ett av to klassiske poeng med en diversifiseringsstrategi er å lage en portefølje av selskap med imperfekt korrelerte cash-flows. En lavkonjunktur i en bransje vil da kunne veies opp av en høykonjunktur i en annen bransje, og utfallet for hele porteføljen blir dermed en mer stabil cash-flow. Motargumentet er at aksjeeierne selv kan diversifisere sin investering og dermed ikke skulle måtte betale ledelsen i selskapet for å gjøre jobben for dem.

Det andre poenget er knyttet til fordelene med et internt kapitalmarked. Å hente penger i kapitalmarkedet er svært kostbart. Dersom et selskap heller var tilknyttet et stort, internt kapitalmarked ville det muligens være billigere å skaffe til veie kapital ved at modne deler av selskapet, med stor, fri cash-flow, kunne kanalisere kapital til divisjoner hvor penger var mangelvare. Dermed slipper den delen av bedriften som er rik på cash å dele ut utbytte, mens den fattige delen av bedriften ville kunne få tilført penger mer kostnadseffektivt.

Enkelte studier har også pekt på at diversifisering kan være lønnsomt når en kombinasjon av urelaterte næringer innen et selskap kan føre til kunnskapsoverføring mellom ulike divisjoner, redusere finanskostnadene, øke den interne konkurransen og utnytte gjennomsiktligheten i selskapet gjennom interne kapitalmarkeder (Bruner 2005). Lamont (1997) viste imidlertid i sin studie av noen av verdens største oljeselskap hvordan de overinvesterte i og subsidierte divisjoner som leverte for svake resultater.

Etter oljeprissjokkene i 1974 og 1979/80 hadde verdens største oljeselskaper stor innflyt og beholdninger av cash. I stedet for å betale ut dividende til eierne ble store investeringer foretatt, gjerne i sektorer som ikke hadde noen nær tilknytning til olje. Da oljeprisen falt med 50 % i 1986, påvirket dette selvsagt selskapenes cash-flow i negativ retning. Lamont viste at redusert cash-flow i oljesektoren også fikk konsekvenser for investeringene i ikke oljerelatert sektor, som også ble redusert, til tross for at deres fremtidsutsikter var upåvirket av lavere oljepris. Han konkluderer dermed med at redusert cash-flow påvirket finansieringskostnadene i oljesektoren, som igjen påvirket finansieringskostnadene i selskapenes ikke oljerelaterte næringer. Disse resultatene var konsistent med tidligere forskning som hadde hevdet at rike oljeselskaper lenge hadde kastet gode penger etter dårlige.

Imidlertid strides man om det eksisterer en konglomeratrabatt for selskaper registrert på børsen. Ulike studier har foreslått alt fra rabatter på rundt 8-15 %, til nøytrale eller ingen rabatter, eller til og med positive premier (Bruner 2005). Lyandres (2005) nevner noen fordeler og ulemper forskerne har registrert for diversifiserte selskap. Mer effektiv produksjon gjennom skalafordeler, skattefordeler som følger av at et konvekst skattesystem favoriserer en jevn inntekstrøm, store, interne kapitalmarkeder som kan bøte på problemer med underinvestering og lavere konkurssannsynlighet er noen fordeler ved store og diversifiserte konglomerater. De vanligste ulempene er knyttet til agentkostnader mellom ledere og eiere. Problemer med free cash flow, risikoavers ledelse, rent seeking og imperiebygging er blant de hyppigst nevnte.

Samtidig mener mange at agentproblemene vi tidligere observerte er mindre relevante i dagens marked. Mange ledere har i dag sterkere bånd knyttet til selskapets verdiutvikling enn tidligere. Opsjonspakker og økt grad av internt og institusjonelt eierskap gjør at også toppsjefene følger aksjeprisutviklingen nøye, både av hensyn til egne interesser og på grunn av stadig økt monitoring fra eksterne investorer.

Som en oppsummering vil jeg si at, alt annet like, er fokuserte strategier ved M&A aktivitet bedre enn strategier som taler for diversifikasjon. "Alt annet like" åpner muligheten for at en diversifikasjonsstrategi kan være lønnsom dersom spesiell kompetanse eller spesielle forhold ligger til rette. Spesielt gode lederegenskaper kan godt være et eksempel på slik kompetanse. Ellers bør man også nevne at diversifiserte oppkjøp kan gjøre veien inn i et nytt marked lettere. Næringer er dynamiske og vil over tid kunne endres. En fokusert strategi kan da selvsagt være svært skadelig dersom hele næringen sviner bort. Det hjelper ikke være verdens største produsent av olje dersom teknologisk utvikling gjør oljen overflødig.

### *Igangsette M&A program*

Når et selskap annonserer at de planlegger flere oppkjøp som et ledd i deres strategiske tilpasning, stiger aksjeprisen signifikant (Bruner 2005). I investorers øyne blir en slik annonsering gjerne sett på som et forsøk på å tilpasse seg endrede markedsforhold, hvilket utelukkende er positivt.

Imidlertid skal man være klar over at Moeller et al. (2005) i sin studie viste at bedriftene som taper store penger på en avtale i M&A markedet ("large loss deals"), nettopp er selskaper med

mange, og ofte suksessfulle, avtaler bak seg. Styret har altså et ansvar for hele tiden å holde ledelsen i ørene. Programmet må ha en klar målsetning og sammenfalle med de strategiske interessene.

### *Strategiske synergier*

Strategisk synergier kan ta en rekke ulike former. En av disse kan være å kjøpe opp et annet selskap med den hensikt å utnytte skalafordeler. En bedrift oppnår skalafordeler når gjennomsnittlige enhetskostnader i for eksempel produksjonen går ned, mens antall produserte enheter stiger. Andre måter å utnytte skalafordeler på kan være å dele sentrale tjenester som toppledelse, ledelsesutdanning, regnskap og finansielle kontrollorganer (Brealey og Myers 2003).

En annen strategisk synergi kan være å kjøpe opp leverandører eller kunder for å få økt kontroll over produksjonsprosessen eller fremover mot sluttbruker. Vertikal integrasjon gir fordeler ved at man kan koordinere produksjon og salg bedre, og dermed er muligheten til stede for å klare å redusere lagerkostnadene. Imidlertid må man holde øynene åpne for hva andre kan gjøre billigere enn en selv. Derfor benytter mange selskaper seg i dag av muligheten til å outsource tjenester de tidligere produserte selv.

Komplementære ressurser kan også være en årsak til at to selskaper sammen kommer bedre ut. Dersom et lite selskap har et unikt produkt, men mangler produksjons- og distribusjonskapasitet, kan et samarbeid med en større bedrift, som innehar disse ressursene, være vellykket. Selvsagt kan den lille bedriften utvikle slik kapasitet selv, men å fusjonere eller bli kjøpt opp fremskynder muligheten til å tjene store penger. Bedrifter av lik størrelse kan også tjene på en fusjon dersom begge har ressurser den andre ikke har, men som kunne bedre effektiviteten (Brealey og Myers 2003).

Markedet reagerer positivt på troverdige synergier. De mest troverdige er ifølge undersøkelser kostnadsbesparelser. Litt mer skeptisk er investorene til inntektsøkende synergier. Ikke alle er med på at salget vil øke fordi om to selskaper slår seg sammen, og derfor diskonteres denne "fordelen" med en langt høyere rate enn synergier som følger av reduserte kostnader (Bruner 2005).

### *Økt markedsmakt*

Større markedsmakt er normalt forbundet med økt inntjening og dermed mer avkastning til investorene. Undersøkelser har også vist at transaksjoner med hensikt å øke markedsmakt har gitt en positiv avkastning til investorene (Bruner 2005). Imidlertid viste Eckbo (1992) at den positive aksjeavkastningen ikke var en konsekvens av økte produktpriser, men heller et resultat av økt effisiens i produksjonen. Dermed var ikke størrelsen avgjørende, men snarere var grad av effisiens viktigst.

### *Value Acquiring Pays; Glamour Acquiring Does Not*

Flere forskere har studert hvordan prising påvirker avkastning ved oppkjøp. Imidlertid er det nok Fama og French som har fått størst oppmerksomhet for sitt arbeide. Gjennom flere publikasjoner har de redegjort for sin tre-faktor-modell; en modell som forklarer avkastning ut ifra én markedsfaktor, én størrelsesfaktor og én verdifaktor (Bodie et al. 2005).

Markedsfaktoren (markedspremien) er velkjent fra kapitalverdimodellen (CAPM) som markedets avkastning fratrukket risikofri avkastning. På lik linje fant forskerne at avkastningen til små selskaper historisk hadde vært signifikant høyere enn avkastningen til store selskaper og at avkastningen til selskaper med høy "book-to-market" (lav pris/bok) verdi historisk hadde vært signifikant høyere enn selskaper med lav "book-to-market" (høy pris/bok) verdi. Bokført verdi tilsvarende her regnskapsmessig verdi av egenkapitalen per aksje, mens pris eller "market value" er markedets prising av aksjen.

Modellen indikerer dermed at størrelse og pris/bok er faktorer som fanger opp systematisk risiko på lik linje med markedspremien i den enkle CAPM. For å finne forventet avkastning må man derfor estimere selskapets historiske "beta" mot premiene som følger av størrelse og pris/bok.

Et selskap med en lav pris/bok (P/B)-multippel blir gjerne betegnet som et value-selskap, mens en glamour-bedrift er et selskap med en tilsvarende høy pris/bok-multippel.

Størrelseseffekten vil bli drøftet senere.

En undersøkelse gjort av Rau og Vermaelen (1998) viste at value-selskapene på 3-års sikt tjente en signifikant, unormal avkastning på 8 % i fusjoner og 16 % for oppkjøp tilbudt direkte til aksjonærene i target selskap (såkalt tender offer). Glamour-selskap på sin side, tapte



over en 3-års periode en signifikant, unormal avkastning på -17 % ved fusjoner, mens den unormale avkastningen for tender offers var på +4 % og ikke signifikant.

#### *Kjøpe, bare for å bruke cash?*

Selskap med overskudd av cash kan velge å bruke dem på to måter; betale ut dividende til investorer eller reinvestere gjennom aktiviteter som M&A. Flere studier har vist signifikant negativ avkastning på annonseringstidspunktet for kjøpende selskap med store beholdninger av cash (Bruner 2005). Imidlertid viste Bruner (1988) at sammenslåing mellom et selskap med mye cash og et med lite cash hadde en tendens til å gi verdiøkning. Han fant også at selskap som var kjøpere ofte hadde mer cash og lavere gjeldsgrad enn selskap som ikke var kjøpere. Avkastning til investorene var også ofte positivt korrelert med endringer i gjeldsgraden som fulgte av et eventuelt oppkjøp.

### **3.3.2 Markedssegmenter og investeringsmuligheter**

Et annet område for forskningen har vært hvilke markedsbetingelser som kan være gode investeringsmuligheter for et selskap. Selskap som presterer dårlig og selskap som er i privat eie er ofte gode investeringsmuligheter, mens utenlandsinvesteringer og investeringer i et "hot" aksjemarked, ikke overraskende, gir dårligere utsikter for god avkastning (Bruner 2005).

#### *Target som lar seg restrukturere*

Selskap som presterer under pari blir ofte betegnet som hete kandidater for oppkjøp. Denne typen oppkjøp skjer gjerne som fiendtlige bud direkte til selskapets aksjonærer (såkalte "hostile tender offers"), hvor kjøper søker å skape profitt ved å bedre prestasjonene hos oppkjøpt selskap.

Det er enkelte kjennetegn som ofte går igjen for disse oppkjøpskandidatene; de viser ofte lav salgsvekst, liten gjeldsandel, dårlig avkastning på egenkapital, liten grad av eierskap hos innsidere, har lav P/E rate, men god likviditet og stor ubrukt gjeldskapasitet. Ulike forskere har også bekreftet at selskap som er store og har høy P/B rate sjeldnere blir kjøpt opp enn selskap som er mindre og "billigere" (Bruner 2005). Disse funnene tyder på at de beste avtalene gjøres der kjøper har muligheter til å restrukturere og bygge opp det selskapet de

kjøpte. Bruner mener også å ha funnet bevis for at i mange dårlige avtaler kunne det virke som om kjøpene ble gjort for å forsøke å rette opp feil ved eget selskap.

Andre studier har derimot vist at targets ofte presterer relativt godt, men blir kjøpt opp fordi de passer godt med kjøpers strategi (Bruner 2005). Dermed er det fremkommet resultater som støtter to motstridende syn på hva som er de heteste oppkjøpskandidatene. En mulig konklusjon man da kan våge å trekke er den såkalte gylne middelvei; de heteste kandidatene er ikke de som presterer aller best eller aller dårligst, de ligger gjerne et sted midt i mellom. Deres felles skjebne er at kjøpende selskap ser muligheter for å tjene penger på et eventuelt oppkjøp enten ved å erstatte en dårlig ledelse eller ved gjensidig å utnytte hverandres kompetanse.

### *Private selskaper*

Private selskaper betegnes svært ofte som billigere enn børsnoterte selskaper. Forskere har foreslått at grunner til dette kan være mangelfulle opplysninger om private selskap, mindre likvide aksjer, konkurransefordel for børsnoterte selskap når de kjøper opp private selskap, ingen budkonkurranse med andre potensielle oppkjøpere og mulighetene for nye, sterke minoritetsinteresser i det kjøpende selskapet som kan motivere til bedre prestasjoner (Bruner 2005).

Som følge av disse forholdene opereres det ofte med en rabatt på private selskaper i forhold til børsnoterte selskaper. Denne rabatten har forskere antydnet at ligger på mellom 20-28 % for amerikanske selskaper og på så mye som 44-54 % for andre land (Bruner 2005). Thore Johnsen antyder at en slik rabatt ligger på rundt 20-40 % for norske selskaper.

Ved at private selskaper stort sett er billigere enn børsnoterte selskaper har ulike studier funnet at avkastningen på annonseringstidspunktet er høyere for kjøper når target er et privat selskap enn når det er børsnotert. Chang (1998) fant at kjøp av private selskap betalt med egne aksjer, ga en positiv, kumulativ, gjennomsnittlig avkastning på 2,64 %, mens dersom cash ble brukt som betalingsmiddel var avkastningen tilnærmet null. Dersom nye minoritetsinteresser ble dannet i kjøpende selskap som en konsekvens av avtalen økte avkastningen til 4,96 %. Den nye minoritetseieren skaper verdi ved å kunne bidra med økt monitoring av sittende ledelse. Changs resultater lar seg lett oppsummere i følgende tabell:

	N	Snitt unormal avkast.	t-Stat	Andel positive
<i>Kjøp av privat eiet target selskap</i>				
Cash offer	131	0,09 % (-0,18 %)	0,34	48,1 %
Stock offer	150	2,64 % (0,89 %)	7,49*	66,0 % *
<i>Kjøp av børsnotert target selskap</i>				
Cash offer	101	-0,02 % (-0,17 %)	-0,06	46,5 %
Stock offer	154	-2,46 % (-2,02 %)	-9,85*	27,3 % *
<i>Kjøp av privat eiet target selskap</i>				
Ny minoritetsinteresse	41	4,96 % (4,16 %)	6,03*	75,6 % *
Ingen ny minoritetsinteresse	109	1,77 % (0,60 %)	4,65*	62,4 % *
<i>Kjøp av børsnotert target selskap</i>				
Ny minoritetsinteresse	12	-1,24 % (-3,00 %)	-1,05*	41,7 %
Ingen ny minoritetsinteresse	142	-2,56 % (-2,02 %)	-10,02*	26,1 % *

**Tabell 3.3:** Gjennomsnittlig aksjeavkastning for kjøpende selskap rundt annonseringstidspunktet. N indikerer antall observasjoner. Snitt unormal avkastning viser gjennomsnittlig, uvektet avkastning med mediantallet i parentes. t-Stat er et mål på signifikans utafra en t-fordeling. Andel positive er andel transaksjoner som ga en avkastning over null prosent.

Fuller et al. (2002) undersøkte 3 135 takeovers mellom 1990 og 2000. Dette utvalget er betydelig større enn det Chang brukte, men resultatene er noenlunde konsistente. Fuller et al. fant at avkastningen for kjøpende aksjonærer var signifikant negativ for oppkjøp av børsnoterte selskap betalt med aksjer, og ikke signifikant forskjellig fra null dersom kontanter ble brukt som betalingsmiddel. Oppkjøp av private selskap ga derimot signifikant positiv avkastning for kjøpende selskap, uavhengig av oppgjørsform. Imidlertid økte avkastningen dersom aksjer ble brukt som betalingsform fremfor cash.

Fuller et al. (2002) har to hovedforklaringer på hvorfor oppgjør i aksjer er mer lønnsomt enn oppgjør i cash når private selskap blir kjøpt opp. Den ene forklaringen er lik den Chang (1998) ga i sin artikkel vedrørende minoritetsinteresser og monitoring. Desto større denne minoritetsinteressen er, dess bedre insentiver får man til å overvåke ledelsen og dess mer øker aksjeavkastningen. Den andre forklaringen gjelder skatteforhold. Oppgjør i cash gjør at

eierne i target selskap straks må skatte av sin aksjegevinst. Dersom oppgjøret skjer i form av aksjer vil gevinstskatten kunne utsettes til aksjene i kjøpende selskap eventuelt selges videre. Dermed kan target aksjonærer være villig til å selge aksjene sine relativt billigere når oppgjør skjer i form av aksjer.

#### *Oppkjøp på tvers av landegrenser*

I det store og hele betaler M&A på tvers av landegrenser seg på lik linje med innenlands aktivitet. Også i dette tilfellet mottar target selskap store budpremier, oppkjøper går tilnærmet i null og samlet sett tjener aksjonærene. Den største forskjellen ligger i at utenlandske kjøpere angivelig betaler mer enn innenlandske kjøpere. Enkelte studier har også antydning at amerikanske targets mottar vesentlig høyere budpremier enn utenlandske targets. Forskerne har antydning at disse ekstra premiene oppstår fordi man er villig til å betale ekstra for lokal kunnskap og legal tilgang til nye markeder (Bruner 2005).

#### *Dyre og billige markeder: Feilprising av kjøpende selskap*

M&A aktivitet har hatt en tendens til å være på sitt mest hektiske når aksjemarkedene har blitt betegnet som hete. Som vi ser av tabell 3.1 over, ble 34,4 % av alle transaksjonene i utvalget annonsert mellom 1998-2001. Problemet med overopphetede aksjemarkeder er at uansett hva ledelsen i selskapet foretar seg, så vil aksjeprisen mest sannsynlig falle. Dersom selskapet kjøper et annet selskap, faller aksjeprisen. Dersom selskapet ikke foretar seg noe, faller også aksjeprisen. M&A kan da være en mulighet for å overføre noe av dette tapet til aksjonærene i target selskap, jamfør den innledende diskusjonen rundt AOLs oppkjøp av Time Warner.

Å handle for å ivareta det ledelsen vet er en overvurdert aksjepris kaller Michael Jensen (Jensen 2004) "managerial heroin". Høy aksjepris innebærer ofte verdifulle opsjoner og masser av oppmerksomhet i media og blant investorer. En stund føles dette veldig bra, men så dukker spørsmålet opp om hvordan ledelsen på sikt skal klare å rettferdiggjøre den høye prisen. Hvordan skal man klare å oppnå den veksten som ligger til grunn i analysene? Det enkle svaret blir da ofte at man skal fortsette å vokse gjennom oppkjøp. Gode investeringsmulighetene vokser ikke på trær og ledelsen kan bli fristet til å delta i svært risikable prosjekt. Er man ikke villig til å realisere tapene kan man også bli fristet til å manipulere tallene for å rettferdiggjøre sin investering og tidligere høye aksjepris. Derfra er veien til avgrunnen kort...

Det man heller burde foretatt seg da aksjeprisen nådde toppen var å overbevise styret, aksjonærer og andre om at prisen er for høy. Fremtidens marked gir ingen muligheter for at selskapet skal fortsette å vokse i denne farten. En bedrift kan ikke vokse med en høyere rate enn økonomien på lang sikt. Da ville ett selskap til slutt ende opp med å bli hele økonomien.

Bruner (2005) pekte også på at de beste M&A-dealene ofte ble gjort da budet var lavere enn targetts høyeste kurs de siste to årene, mens de dårligste gjerne var over denne toppnoteringen. Videre var ofte de dårligste avtalene inngått etter en periode med høy aksjeavkastning for kjøpende selskap, mens de gode avtalene gjerne var inngått etter en periode med svak aksjepris for kjøper. Til sist nevner han at de dårligste avtalene gjerne var inngått etter en periode med store svingninger.

### *Konkurranse*

En studie av Bradley et al. (1988) viste at en budkonkurranse mellom flere selskaper som ønsker å kjøpe et target selskap, ikke overraskende ga økt avkastning til aksjonærene i target selskap og redusert avkastning til aksjonærene i det kjøpende selskapet. Dette sammenlignet med andre oppkjøp uten konkurranse. Deres studie viste i gjennomsnitt positiv avkastning til kjøpende aksjonærer for 236 tender offers mellom 1963 og 1984. Budkonkurranse mellom aktuelle kjøpere gjorde at gjennomsnittlig avkastning falt til et nivå ikke signifikant forskjellig fra null.

Imidlertid er det verd å nevne at selskaper som kom sent inn i budkonkurransen, kjent som "white knights", i gjennomsnitt gjorde det enda dårligere. Ofte endte disse selskapene opp med å betale alt for mye for det selskapet de kjøpte.

### *Does size matter?*

Som jeg beskrev tidligere er størrelse en av de tre faktorene i tre-faktor-modellen til Fama og French. Deres måling av historiske avkastningstall viste at små selskaper gjennomgående hadde signifikant positiv avkastning i forhold til større selskaper. Forfatterne mente at en risikopremie for små selskaper derfor må inkorporeres i forventede avkastningsbergninger på lik linje med markedspremien i den enkle kapitalverdimodellen (CAPM).

Moeller et al. (2004) viste i sin første artikkel at små selskaper var mer vellykkede i sin M&A aktivitet enn større selskaper. I perioden mellom 1980 og 2001 tjente små selskaper USD 9

milliarder (2001 verdi), mens de store selskapene tapte hele USD 312 milliarder. Resultatene var den gang en forsmak på det som skulle bli konklusjonen i deres artikkel av 2005; aksjonærene i kjøpende selskap tapte ekstremt mye penger i noen få store dealer, mens avkastningen utenom disse "large loss deals" var signifikant positiv. Forskerne viste også at størrelseeffekten var ukorrelert med prising. Ved å bytte ut markedsverdien av egenkapitalen med bokført verdi, som er ukorrelert med (over)prisingen av selskapet, var fortsatt størrelseeffekten til stede. Heller ikke andre faktorer (aksjebytte eller oppkjøp av børsnoterte targets) som gjerne er forbundet med store selskap og lav avkastning kunne forklare størrelseeffekten. Bruner (2005) viste imidlertid at størrelse ikke var av betydning da han kontrollerte for oppgjørsform og markedets prisnivå. Han fant at betalingsform og kjøpstidspunkt (dyre versus billige markeder) var avgjørende for aksjonærenes avkastning, ikke størrelse.

En studie av Fuller et al. (2002) fant at targets relative størrelse var av betydning for kjøpende selskaps aksjeavkastning på annonseringstidspunktet. For oppkjøp av børsnoterte selskap var targets relative størrelse positivt korrelert med avkastningen ved oppgjør i cash og negativt korrelert med avkastningen ved oppgjør i aksjer. For oppkjøp av private selskap var det imidlertid en utelukkende positiv sammenheng mellom targets relative størrelse og kjøperens positive aksjeavkastning. Forskjeller i avkastningen mellom cash deals og aksjebytte fortsatte også å øke ved targets relative størrelse.

Mye tyder på at små selskap kanskje er flinkere enn store selskap til å gjøre oppkjøp som gir positiv fortjeneste for sine eiere. En av grunnene kan være at nettopp premien til targets aksjonærer gjerne vokser med størrelsen på det kjøpende selskapet (Moeller et al. 2004).

### **3.3.3 Deal design**

Et tredje forskningsområde innen M&A er på hvilke vilkår en avtale blir forhandlet frem. Noen av disse vilkårene har vist seg å kunne gi signifikant meravkastning, og er derfor nyttige å vite om. De viktigste som en bør ha kjennskap til er hvilken oppgjørsform som blir brukt, finansiering, bruk av earnouts og behandlingen av skatt.

### *Stock or cash*

På annonseringstidspunktet taper eierne i kjøpende selskap dersom handelen skjer ved aksjebytte sammenlignet med en ren cash-deal. Flere studier antyder at avkastningen for kjøper fra cash-deals er rundt null eller litt positiv, mens aksjebytte gir negativ avkastning (Bruner 2005). Det ser også ut til at forskjellen i avkastning øker med tiden.

Dette resultatet er konsistent med teorien rundt seasoned public offerings (SPO). Ledelsen i selskapet ønsker å time utstedelsen av flere aksjer rundt en syklisk toppnotering. På den måten kan betaling ved aksjer gi signaler om at ledelsen mener aksjen er overpriset.

I såkalte tender offers er avkastningen til kjøpende aksjonærer enda høyere ved oppgjør i cash, og enda lavere ved oppgjør i aksjer. Størrelse har betydning ved at store cash-deals også gir større positiv avkastning, mens store stock-deals gir større negativ avkastning. Videre er det slik at også for aksjonærene i target selskap er oppgjørsform av betydning. For selv om avkastningen er positiv også ved aksjebytte, er den vesentlig mindre enn ved en cash-deal (Bruner 2005).

Betalingsform var en signifikant faktor da Bruner (2005) benyttet en univariat analyse for å skille gode fra dårlige avtaler. Ved bruk av multivariate analyser var imidlertid betydningen av denne faktoren mindre. I komplekse settinger er det vanskelig å gi noe entydig svar på i hvor sterk grad en faktor har innflytelse på utfallet. Men det virker som om cash deals er å foretrekke fremfor aksjeoppgjør, i alle fall så lenge target selskap ikke er et privat selskap med konsentrert eierskap.

Et noe annerledes aspekt ved stock versus cash er hvordan oppgjørsformen påvirker risikodelingen mellom aksjonærene (Rappaport og Sirower 1999). I en cash-deal påtar kjøper seg all risiko og signaliserer med det stor tro på avtalen. Ved et bytte av aksjer er det risiko knyttet til endringer i aksjepris mellom inngåelse av avtalen og endelig oppgjør (premerger risiko), og postmerger risiko fordelt etter eierandeler i det nye, sammenslåtte selskapet. For å fordele risiko mellom kjøper og selger kan man ta i bruk en avtaleform som i litteraturen er kalt collars<sup>4</sup>. Slike avtaler går i korthet ut på at bytteforholdet avhenger av utvikling i aksjepris mellom avtalens inngåelse og endelig oppgjør.

---

<sup>4</sup> Collars blir utfyllende diskutert i Rappaport og Sirower (1999).

### *Earnouts*

Veldig ofte er det uenighet mellom kjøper og selger om hva targett selskap virkelig er verd. I disse tilfellene kan det være nyttig å dele betalingen opp i to; en betaling når oppkjøpet skjer, og en utsatt betaling (earnout) betinget av visse forhåndsbestemte, målbare resultater fra targett. For kjøper innebærer dette at selgende aksjonærer påtar seg noe av prisrisikoen, men sikrer også at den nåværende ledelsen/eierne i selskapet blir værende for å sikre høyest mulig pris fra salget. Størrelsen på en slik earnout bør tilsvare omtrent den premien kjøper er villig til å betale for targett selskap utover vanlig aksjepris (Kohers og Ang 2000).

Earnouts er spesielt vanlig ved oppkjøp av private selskap hvor ledelsen og eiere stort sett er de samme personene, ved utskilte forretningsenheter fra andre selskap og oppkjøp hvor kjøper og targett befinner seg i to ulike bransjer. En analyse av 938 earnouts viste at premien for targett i gjennomsnitt var større ved bruk av earnouts enn ved andre oppkjøp. Ved at targett selskap tar på seg noe risiko signaliserer de at de mener selskapet i dag er undervurdert. Når de så lykkes med å bevise dette er det vel bare rettferdig at premien blir noe høyere. Studien viste også at markedet reagerte enda mer positivt for kjøpende selskaps aksjekurs ved annonsert bruk av earnout enn ved for eksempel en ren cash-deal. En signifikant, positiv meravkastning på 1,4 % ble dokumentert. Dessuten var avkastningen større der hvor ledelsen i targett ble værende og den utsatte betalingen ble gjennomført som avtalt. Bruken av earnout viste seg imidlertid ikke å ha noen langvarig effekt for kjøpers aksjepris. Tre til fem år etter oppkjøpet beveget kursen seg i takt med markedet (Kohers og Ang 2000).

### *Personlige motiver og "The Merger of Equals"*

Undersøkelser tyder på at sosiale forhold som utnevning av CEO, styre, øvrig ledelse, lokalisering av hovedkvarter og lønnsgodtgjørelser kan ha stor påvirkning på hvilken avtale som blir forhandlet frem, og dermed også på eiernes avkastning. Typisk for fusjoner med likesinnede er også lave premier til targett aksjonærer, og handelen skjer gjerne i form av aksjebytte. En studie av Wolf (2004) indikerte at kjøpere i "merger of equals" tjente null-til-positiv avkastning, mens kjøpere i andre transaksjoner tjente negativ avkastning. Forskeren konkluderte dermed med at "CEOs trade power for premium", og påsto altså at ledelsen i targett selskap var villig til å bytte bort eiernes gevinst mot egne posisjoner i det nye selskapet. Andre studier peker på at motstanden i targett selskap er mindre ved slike typer avtaler, og de derfor lettere lar seg gjennomføre (Bruner 2005).



### *Håndteringen av skatt*

Forskere diskuterer stadig hvorvidt hensyn til skatt kan være en grunn for M&A aktivitet. M&A påvirker skatt gjennom tre forhold; fremskrivbare underskudd kan overføres til et annet selskap, verdien på eiendelene som kjøpes kan skrives opp til virkelig verdi og dermed gi grunnlag for høyere avskrivninger (som i tur gir lavere resultat før skatt og lavere skattekostnad), og ny gjeld for å finansiere kjøpet gir høyere lånekostnad, lavere resultat før skatt og dermed lavere skatt (Bruner 2005).

Skatt spiller også en sentral rolle for investorer ved M&A. Investorene må betale skatt på kapitalgevinster (som i Norge og USA er forskjellen mellom hva investorene ga for aksjen da de kjøpte den og hvor mye de mottar når de selger den). Imidlertid vil bytte av aksjer ikke bli beskattet. Dermed kan investorene utsette kapitalbeskatningen til de ønsker å selge aksjene i det nye selskapet.

Undersøkelser har vist at premien til target aksjonærer er større i cash-deals (beskattede avtaler) enn ved bytte av aksjer (ikke beskattet). En grunn til dette kan være tidsverdien av penger. Skatt på lik kapitalgevinst er dyrere å betale i dag enn om man kunne utsette betalingen til senere. En annen grunn til høyere premie kan være at kjøpende selskap ved beskattede cash-deals kan skrive opp verdien av eiendelene for dermed å øke avskrivningen. Aksjebytte gir ikke denne muligheten, og dermed ikke grunnlag for å betale like høy premie til target (Bruner 2005).

### **3.3.4 Governance**

Shleifer and Vishny (1997, side 737) definerer corporate governance slik: "Corporate governance handler om hvordan tilbydere av finansiering til bedriftene sikrer seg en avkastning på sin investering". Med denne definisjonen i bakhånd er det kanskje ikke så overraskende at forskere har klart å vise at selskap med god praksis innen governance er høyere verdsatt enn andre selskap. Dermed skulle man også regne med å finne høyere avkastning innen M&A der hvor eiernes interesser og rettigheter blir ivaretatt.

### *Aktive institusjonelle investorer*

Institusjonelle investorer er ofte store og ekstremt profesjonelle. Deres primære mål er å tjene penger, og forskning har også vist at i tilfeller hvor de blir aktive vil aksjekursen påvirkes positivt (Bruner 2005).

Til tross for sin størrelse er det ikke for ofte at institusjonelle investorer søker å påvirke styret og ledelsen i selskapet. Deres rolle er imidlertid svært viktig da de er i en unik posisjon til å overvåke selskapets drift. Black (1992) foreslo at de øker selskapets verdi gjennom at de kan bidra til en mer uavhengig ledelse, fraråde dårlige oppkjøp, oppmuntre bedre corporate governance-rutiner, fraråde oppsparing av store kontantbeholdninger og etablere et sunnere miljø for å fastsette lønn til CEO.

### *Ledelsens betydning*

Studier har vist at avkastningen til kjøpende aksjonærer er sterkt påvirket av ledelsens og arbeidernes eierinteresse i selskapet (Bruner 2005). En studie av Healy et al.(1997) viste også at særlig de forhold som ledelsen har kontroll over i en deal var av stor betydning for utfallet. Slike forhold kan være grad av slektskap mellom kjøper og target, deal design og hvorvidt oppkjøpet er vennlig eller fiendtlig. LBO er et viktig bevis på ledelsens betydning. Her har ofte ledelsen betydelige eierinteresser, og avkastningen er ofte svært god.

### *Vennlige versus fiendtlige oppkjøp*

Flere studier rapporterer om høyere avkastning for suksessfulle kjøpende aksjonærer i fiendtlige oppkjøp enn ved vennlige avtaler. Dersom et tender offer går igjennom har undersøkelser vist at det gir en meravkastning på 2-4 % (Bruner 2005). Den høyere avkastningen for fiendtlige oppkjøp kan ha sammenheng med at tilbudet stort sett tar form som "take-it or leave-it", dvs. uten kompliserte forhandlinger, men også de økonomiske fordelene ved at ledelsen i target selskap kan erstattes og at en ny strategi for selskapet kan vedtas, er viktige.

Aksjonærer i target selskap tjener også ved fiendtlige bud. Når target selskap avslår et bud vil aksjeprisen falle, men til et høyere nivå enn tidligere. Dette skyldes dels at feilslåtte forsøk på å ta over et selskap ofte leder til restruktureringer som gir verdi for eierne (Bruner 2005).

### *Bruk av motstandsstrategier*

Brealey og Myers (2003) gir en grei oversikt over noen typer av motstandsstrategier (antitakeover defences). Disse er:

Type	Forklaring
<b><i>Før tilbud</i></b>	
Staggered board	Styret klassifiseres i tre like grupper, hvor kun en gruppe velges hvert år. Kjøper kan ikke oppnå hurtig kontroll over targetet.
Supermajoritet	En høy aksjeandel er påkrevd for å godta et fusjon, typisk 80 %.
Fair pris	Fusjoner blir avslått hvis ikke en fair pris (bestemt av en formel eller ved bedømmelse) blir betalt.
Begrensede stemmerettigheter	Aksjonærer som eier mer enn en spesifisert andel har ingen stemmerettighet hvis ikke styret godtar det.
Venteperiode	Uvelkomne kjøpere må vente et visst antall år før de kan fullbyrde oppkjøpet.
Poison pill	Eksisterende eiere får utstedt rettigheter til å kjøpe flere aksjer i selskapet dersom en kjøper sikrer seg en signifikant andel i selskapet.
Poison put	Eksisterende obligasjonseiere kan kreve tilbakebetaling dersom det skjer en maktendring som følge av et fiendtlig oppkjøp.
<b><i>Etter tilbud</i></b>	
Rettstvist	Saksøke kjøper for brudd på antitrust- eller verdipapirloven.
Restrukturere eiendelene	Kjøpe eiendeler som kjøper ikke ønsker eller som kan forårsake problemer med konkurransemyndighetene (antitrustlovgivningen).
Restrukturere forpliktelsene	Utstøte aksjer til en vennlig tredjepart eller øke antall eiere. Tilbakekjøpe aksjer fra eksisterende eiere til en premie.

**Tabell 3.4:** Ulike typer motstandsstrategier.

Slike mekanismer kan, når de brukes riktig, sikre eierne i target selskap en høyere pris ved salg. Dersom de brukes galt, det vil si at ledelsens personlige interesser blir ivaretatt fremfor aksjonærenes interesser, vil det selvsagt gå utover eiernes avkastning. Den sittende ledelsen har i utgangspunktet 3 grunner til å stå imot en overtagelse av selskapet (Ruback 1986):

1. De tror selskapet har skjulte verdier

- a. Ledelsen sitter ofte med privat informasjon om selskapet som utenforstående investorer ikke kjenner til
- 2. De tror motstand vil øke budpremien
  - a. Motstand kan utsette oppkjøpet og dermed gi tid til en "white knight". I slike tilfeller vil, som diskutert over, budprisen ofte øke kraftig
- 3. De ønsker å bli sittende i sine stillinger
  - a. Kjøpende part har gjerne andre fremtidsplaner for selskapet enn eksisterende ledelse. Restrukturering innebærer ofte et skifte av ledelse, og dermed kan tap av makt og prestisje gi insentiver til motstand

Markedet har reagert ulikt i tilfeller hvor bruk av antitakeover mekanismer er blitt annonsert. Da styret var uavhengig og CEOs interesser sammenfalt med eiernes, ble slike nyheter sett på som fordelaktige. Derimot var reaksjonene negative i selskaper hvor man hadde dårlig praksis for corporate governance og da CEOs belønning var misforstått (Bruner 2005).

### 3.4 Oppsummering

I denne delen har jeg forsøkt å redegjøre for den viktigste forskningen som er gjort på M&A og disse transaksjonenes påvirkning på aksjepris. Hovedfokuset mitt har vært konsentrert rundt avkastningen til aksjonærene i kjøpende selskap, men jeg har hele tiden forsøkt å ta med viktige faktorer i target selskap som spiller inn på avkastningen til deres aksjonærer.

Imidlertid må jeg nok vedkjenne at det er avkastning til kjøpende aksjonærer som har vekket størst interesse. For å gjøre et oppkjøp av et annet selskap byr på så mange flere elementer og utfordringer enn det å bli kjøpt opp. Her er en oversikt over noen faktorer som for kjøpende selskap kan skille den gode avtalen fra de andre (Bruner 2005):

<b>Avkastningen blir antagelig høyere hvis:</b>	<b>Avkastningen blir antagelig lavere hvis:</b>
1. Strategisk motivasjon	1. Opportunistisk motivasjon
2. Selskapet er lavt priset (value)	2. Selskapet er høyt priset (glamour) / for å ivareta historisk høy vekst
3. Fokuseret/relatert oppkjøp	3. Mangel på fokus/ diversifisering
4. Troverdige synergier	4. Ikke troverdige synergier
5. Å bruke ekstra cash <i>fornuftig</i>	5. Bare for å bruke ekstra cash

6. Forhandle om oppkjøp av privat selskap	6. Kjøpe børsnotert selskap i budkonkurranse
7. Krysse landegrensener for å oppnå en spesiell fordel	7. Naivt krysse landegrensener
8. Fiendtlig oppkjøp	8. Forhandle med motvillig target
9. Kjøpe når markedet er billig	9. Kjøpe når markedet er dyrt
10. Betale med cash	10. Betale med egne aksjer
11. Store skattefordeler for kjøper	11. Små skattefordeler for kjøper
12. Fornuftig gjeldsfinansiering	12. Finansierte med for mye gjeld
13. Trinnvise betalinger (earnouts)	13. Betale hele summen på forhånd
14. Fusjon med likesinnede	14. Fusjon med ulikt selskap
15. Ledelsen har signifikant eierandel	15. Ledelsen har små/ingen eierinteresser
16. Shareholder-orientert ledelse	16. Selvorientert ledelse
17. Aktive investorer	17. Passive investorer

**Tabell 3.5:** Noen faktorer som kan avgjøre om en transaksjon blir vellykket eller en fiasko.

Om man liker det eller ei, bakgrunnen for en transaksjon er kanskje det viktigste elementet for å kategorisere avtaler. Dersom man med dette oppkjøpet/fusjonen har en plan, en visjon og en god strategi for hvordan en skal kunne forbedre selskapet og nå sine mål, vil markedet, gitt at de tror strategien er mulig å gjennomføre, belønne selskapets aksjonærer. Markedet har historisk vist at de har satt pris på oppkjøp innen relaterte næringer, hvor troverdige kostnadssynergier kan utnyttes til det beste for begge parter.

Videre setter markedet pris på at target er ”pasienten” og at kjøper dermed kan stille en diagnose som forbedrer bedriften. Ikke motsatt! Markedet er også mer begeistret for oppkjøp av private selskaper enn børsnoterte, spesielt med tanke på å unngå budkonkurranse og fordi targets aksjonærer kan komme til å danne en ny minoritetsinteresse i det kjøpende selskapet.

Hvordan en utformer en avtale kan ha store konsekvenser for prisen en må betale. Target aksjonærer kan være villig til å akseptere lavere pris om oppgjørsformen gir mulighet for å utsette eventuell gevinstskatt på deres aksjer. Markedet på sin side foretrekker oppgjør i cash når børsnoterte selskaper kjøpes opp, mens aksjebytte foretrekkes når private selskaper med konsentrert eierskap er target. I tillegg er det en fordel om betalingen foretas stegvis. En har da muligheten til å gi belønning etter prestasjon og resultater.

Dersom institusjonelle investorer er aktive i kjøpende selskap og gir sin støtte til oppkjøpet, er dette svært bra for aksjeavkastningen. En ledelse som lytter til sine eiere er alltid et positivt tegn. I tillegg gir ofte fiendtlige oppkjøp av børsnoterte selskap en positiv meravkastning i motsetning til når langtekkelige og dyre forhandlinger velges. Target selskap på sin side kan øke prisen for å overta selskapet ved en fornuftig bruk av antitakover defences. Imidlertid bør eierne vurdere hvorvidt slike mekanismer er tatt i bruk for å verne om ledernes egne interesser eller eiernes.

### **3.4.1 Konklusjon**

De aller fleste forskningsstudier presenterer resultater hvor aksjeavkastningen til selgende aksjonærer er signifikant positiv, mens avkastningen til kjøpende aksjonærer er i området rundt null. Noen studier angir svakt positive gjennomsnittstall, mens andre angir svakt negative gjennomsnittstall. Felles for de fleste er at forskjellene i avkastning mellom de som kommer best ut og de som kommer dårligst ut, er formidable.

At kjøpende aksjonærer i gjennomsnitt tjener en avkastning lik kravet er kanskje ingen stor overraskelse. Dersom oppkjøp av andre selskaper hadde vært en aktivitet som for et flertall hadde gitt store gevinster ville det være ensbetydende med at imperiebygning var lønnsomt. Forskning har vist at det ikke er tilfellet. Tvert imot foretrekker markedet fokuserte bedrifter som foretar relaterte oppkjøp.

M&A er altså ingen vidunderformel som alltid gir positiv avkastning. At variasjonene er store og at noen lykkes bidrar til at mange vil fortsette å forsøke seg. For det finnes muligheter til å gjøre gode oppkjøp. Men da bør man i alle fall være klar over hvilke faktorer og omgivelser som tilter oddsen i riktig retning. For det er som de sier: *There is no such thing as a free lunch on Wall Street!*

## **4 SeaDrills oppkjøp av Smedvig sett i lys av en teoridrøftelse**

I denne delen skal jeg forsøke å gi et svar på min hovedproblemformulering; nemlig om SeaDrills kjøp av Smedvig var et godt kjøp, og i så tilfelle, hvorfor? Ved å benytte meg av teorien jeg presenterte i kapittel 3, håper jeg at de konklusjoner jeg kommer til å trekke i ettertid baserer seg på godt begrunnede fakta i tillegg til noe synsing. For det er umulig å trekke noen helt sikker konklusjon. Det er tross alt ikke mer enn et par måneders tid siden avtalen ble ferdigforhandlet.

### **4.1 Var det en god deal?**

I denne transaksjonen var det flere parter involvert. Imidlertid ønsker jeg å rette søkelyset mot avkastningen til aksjeeierne. Dersom en handel er vellykket vil det gjenspeile seg i aksjeprisen, i alle fall på lengre sikt. Ulike interessegrupper kan ha motstridende oppfatninger om hvorvidt transaksjonen var vellykket eller ei, men min oppgave er først og fremst å se på hvordan de som bidrar med kapital kommer ut i forhold til om kjøpet ikke hadde skjedd. Uten deres kapital hadde det ikke engang eksistert noe SeaDrill eller Smedvig, og dermed blir alle andre interesser, for meg, litt underordnet.

#### **4.1.1 Avkastning for aksjonærer i targett selskap**

I appendiks 1 har jeg gjort noen enkle beregninger i Excel for å finne hva slags budpremie aksjonærene i Smedvig fikk da de valgt å selge aksjene sine til SeaDrill. Smedvig ASA var notert med både A- og B-aksjer på Oslo Børs. Kun A-aksjene var stemmeberettiget, og derfor ble disse handlet til høyere priser enn B-aksjene. I min analyse er totalpremien, altså summen av verdien av A- og B-aksjene, hovedfokus. Vi ser også at forskjellen i premie mellom totalverdien av selskapet og for A- og B-aksjene individuelt, er marginal om man legger kursen 12.12.2005 til grunn.

Men hvorfor skal man legge kursen 12.12.2005 til grunn for å finne aksjonærenes premie? Min forklaring er at dette var siste handledag før markedet ble gjort oppmerksomme på at familien Smedvig hadde solgt sin aksjeholdning, inkludert 39,2 % av A-aksjene, til Noble. Dermed antar jeg at markedet denne dagen ikke ante at familien Smedvig ville kvitte seg med sine eierandeler og at selskapet derfor ikke var priset med forventninger om salg.

Frank Harestad i Pareto Securities støtter min hypotese: ”Etter min oppfatning var det ingen høyere premie for Smedvig-aksjene enn for noen andre aksjer før Noble kom med sitt bud”, Frank Harestad (Tlf – 29.5.2006).

Andre aktuelle kurser å legge til grunn for en beregning av budpremie kunne være gjennomsnittskursen siste 150 dager (her: uvektet) før Smedvig-familiens salg, eller kurser frem til 6.1.2006 som var siste handledag før det siste budet ble annonsert. Noble hadde på kjøpstidspunktet gjort det klart at et bud på resten av selskapet ville komme og dermed kunne markedet legge inn forventninger om salg i kursene etter 13.12.2005. Man kan alltid også spørre om hvorfor akkurat 150 dager før siste ”frie” handledag gir et godt bilde, hvorpå mitt svar måtte være: *Hvorfor ikke?* Kanskje noen ville foretrekke å vekte kursutviklingen slik at de siste observasjonene var viktigere enn de første? Det er selvfølgelig et valg man må ta, men jeg har valgt å la være ettersom jeg ikke kan forsvare én enkelt type vekting fremfor å la være å vekte.

<b>Total Premie SeaDrills bud ifht:</b>	
Nobles bud	4,61 %
Kurs 12.12.2005	27,78 %
Snittpris 12.5.2005 - 6.1.2006	41,03 %
Snittpris 12.5.2005 - 12.12.2005	46,81 %
Snitt 3 siste	38,54 %

**Tabell 4.1:** Utdrag fra beregninger i Appendiks 1. Tabellen viser hvor mye bedre (i prosent) SeaDrills bud var i forhold til Nobles bud og aksjekursene før budet ble kjent. Snittprisene er beregnet uten vekting. Premiene gjelder ”totalpakken”, altså inklusive A- og B-aksjer.

Som vi ser av beregningene mottok aksjonærene i Smedvig en budpremie på cirka 30 %, litt avhengig av hvilke kurser man legger i bunn for beregningen. Jeg ville nok lagt mest vekt på kursen 12.12.2005, ettersom de uvektede gjennomsnittsberegningene ikke tar hensyn til at Smedvig, i tråd med markedet, steg også før oppkjøpsryktene ble kjent. En premie til target aksjonærer i denne størrelsesorden er relativt normal. En avkastning på rundt 30 % går igjen i flere publikasjoner, enten det er lærebøker, forelesningsnotater eller vitenskapelige artikler.



#### **4.1.2 Problemer med måling av avkastning for aksjonærer i kjøpende selskap**

For å måle avkastningen til kjøpende aksjonærer har jeg tatt utgangspunkt i metoder presentert i artikkelen til Brown og Warner (1985). Dermed håper jeg at det er konsistens mellom mine tall og resultatene presentert i artikkelen til Moeller et. al (2005).

Da jeg lette etter et case som kunne passe for en oppgave innen feltet M&A, hadde jeg flere alternativer. Jeg husker at jeg forkastet den svenske telegiganten Telias oppkjøp av norske NetCom blant annet fordi Telia kun hadde vært notert på Stockholms-børsen i noen få måneder da kjøpet skjedde. Jeg var derfor redd for problemene som ville oppstå ved beregning av avkastningstall, standardavvik og signifikans.

Disse problemene var i aller høyeste grad også til stede i det caset jeg endelig valgte. SeaDrill hadde kun vært notert på børsen i noen få dager da Noble kjøpte familien Smedvigs eierpost, og kampen om det tradisjonsrike selskapet var i gang. Jeg må derfor innrømme at Telia/NetCom aldeles ikke ville vært noe dårligere case. Tvert imot ville jeg hatt kursutviklingen til selskapene i ettertid, noe som også mangler for SeaDrill/Smedvig. Jeg kan kun forsvare mitt valg av case med at jeg synes det var uhyre interessant og at jeg ikke klarte å legge det bort da jeg først begynte å lese om det. Dermed ble det bare slik.

#### *Tid*

Måleproblemene det her er snakk om dreier seg i hovedsak om tidspunktet for måling av standardavvik og den langsiktige kursutvikling i etterkant av kjøpet. Brown og Warner foreslår i sin artikkel å måle meravkastningens standardavvik i tidsrommet 244 dager til 6 dager før budet forekommer. SeaDrill hadde bare vært notert på Oslo Børs i 33 dager da budet på Smedvig ble annonsert, og derfor valgte jeg å beregne standardavviket til meravkastningen over hele denne perioden. Grunnen til at standardavviket måles forut for budet et selve oppkjøpet av Smedvig selvsagt påvirker SeaDrills aksjekurs og dermed også meravkastningen i forhold til Oslo Børs. Beregningene for å sjekke om kjøpet hadde noen påvirkning på meravkastningen blir dermed ikke uavhengig av selve kjøpet. Dette er helt klart uheldig og en av svakhetene med så få kursobservasjoner.

Det andre poenget er at kjøp som i utgangspunktet virket dårlige kan bli oppfattet annerledes når man får tenkt seg litt om. Det er bare å minne om AOLs fusjon/kjøp av Time Warner.

Som jeg hevdet tidligere er det slett ikke sikkert eierne i AOL ville kommet noe bedre ut av situasjonen om de ikke hadde fusjonert med Time Warner.

En tommelfingerregel blant praktikere er at det første 100 dagene er avgjørende for hvordan utfallet av handelen blir. Derfor har også jeg benyttet kursdata frem til 7.6.2006, hvilket er 100 dager etter annonseringen av oppkjøpet. Selv om en lengre tidsperiode var ønskelig, var det dessverre ikke praktisk mulig i dette tilfellet.

101 avkastningstall og kun en estimert størrelse skulle innbære 100 frihetsgrader i t-fordelingen. Det er også viktig å påpeke at noen av beregningene i appendiks 2 har færre kursobservasjoner og derfor færre frihetsgrader. Det vil bli opplyst nærmere om antall frihetsgrader når disse avviker fra 100 underveis i oppgaven.

#### **4.1.3 Avkastningsresultater for aksjonærer i kjøpende selskap**

Resultatene i denne delen blir presentert i samsvar med testmetodene jeg foreslo i teorikapittelet. Innledningsvis vil jeg se på aksjens avkastning og volatilitet for de første 100 dagene etter annonseringen av oppkjøpet. For å finne ut om SeaDrill har oppnådd meravkastning vil jeg teste deres aksjeavkastning mot to benchmarker. Den første jeg benytter er Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) mens den andre er en portefølje av 7 riggselskaper registrert på Oslo Børs. Samtidig håper jeg måleproblemene jeg omtalte ovenfor er blitt analysert og behandlet på den praktiske best mulige måten. Beregningene er lagt til i appendiks 2.

##### *Aksjens avkastning*

SeaDrills avkastning de første 100 dagene etter annonseringen av budet på Smedvig hadde en gjennomsnittlig avkastning på 0,33 % per dag. Samtidig var det daglige standardavviket målt for den samme perioden hele 3,83 %. Tabell 4.2 gir en oppsummering av avkastningstallene.

	Snitt	Annualisert	Periodisert
Avkastning	0,33 %	82,01 %	33,13 %
Standardavvik	3,83 %	60,56 %	38,50 %

**Tabell 4.2:** SeaDrills avkastning mellom 9.1.2006 – 7.6.2006. Avkastningen er en logaritmisk gjennomsnittsavkastning for perioden. For å finne annualiserte og periodisert avkastningstall har jeg multiplisert med antall handledager på Oslo Børs i perioden. Perioden tilsvarer 101 slike handledager. Standardavviket er annualisert og periodisert ved å multiplisere med roten av tiden.

Avkastningen i perioden har vært positiv, men man bør legge spesielt merke til det høye standardavviket. Aksjen har vært blant de mest volatile på Oslo Børs denne våren. Som riggaksjer flest oppnådde SeaDrill en sterk avkastning på sen vinteren, men da vårsola tippet frem i mai begynte panikken å bre seg. Den siste måneden har mange riggprosjekter fått skikkelig juling på børsen. SeaDrill er blant dem som falt skikkelig på denne tiden, slik at store deler av avkastningen fra i vinter ble spist opp på en måned. Dersom en solgte en aksjepost i SeaDrill den 7.6.2006, kjøpt 9.1.2006, ville man sitte igjen med en avkastning på 33,13 %. Imidlertid hadde man i mellomtiden vært utsatt for voldsomme svingninger. Husk på at aksjen på det meste var verd NOK 114,50!

Jeg har også beregnet den samlede kronegevinsten aksjen har gitt sine eiere. Å sammenligne denne med kroneavkastningen på Oslo Børs gir ingen mening, nettopp på grunn av verdivektningen som skiller kroneavkastningen fra den prosentvise avkastningen. Summen av alle selskapene på hovedindeksen har en markedsverdi på flere hundre milliarder kroner, og et lite utslag gir naturligvis enorme kroneforskjeller. Å sammenligne dette med et lite utslag i aksjeprisen til SeaDrill, som er et av mange selskaper som inngår i hovedindeksen, blir derfor meningsløst. Ettersom denne beregningen ikke kan testes opp mot kroneavkastningen på Oslo Børs har jeg ikke tatt meg bryet med å regne ut daglige endringer i markedsprisen på selskapet, og dermed får jeg heller ikke beregnet noe standardavvik. Om kroneavkastningen er signifikant positiv kan jeg derfor ikke trekke noen konklusjoner på, men kroneavkastningen er prosentvis (verdivektet) høyere enn likevektet, prosentvis, kumulativ meravkastning (CAR).

### *Avkastning målt mot andre*

For å sjekke om SeaDrill har oppnådd signifikant meravkastning i forhold til andre trengte jeg noen å sammenligne med. Først sjekket jeg avkastningen opp mot en betajustert markedsavkastning (OSEBX), dernest mot en portefølje av 7 riggselskaper. Disse 7 selskapene hadde registrerte handler på børsen hver dag i perioden 22.11.2005 – 7.6.2006. At ikke flere selskaper er med i porteføljen skyldes mangel på daglige kursdata for de andre riggselskapene.

En skikkelig statistisk test har også noen hypoteser om hva som kan komme til å bli utfallet. Min nullhypotese er dermed at SeaDrills avkastning ikke er signifikant forskjellig fra Oslo Børs sin betajusterte avkastning, mens alternativhypotesen er at SeaDrills avkastning, etter kjøpet av Smedvig, er forskjellig fra avkastningen på Oslo Børs. I beregningene har jeg også justert for risikofri rente.

Side 4 i appendiks 2 viser mine utregninger. Gjennomsnittlig meravkastning for SeaDrill over disse 101 dagene var 0,19 % med et daglig standardavvik på 1,96 %. For å teste om nullhypotesen er riktig må jeg justere meravkastningen for risikofri rente og dernest dividere på tilhørende standardavvik. Min test er for 101 dager, slik at meravkastningen multipliseres med 101 og standardavviket med roten av 101. t-verdien jeg da finner er lik 0,97, og ikke signifikant med 100 frihetsgrader.

I en annen beregning har jeg forsøkt å tilpasse meg til de resultatene jeg presenterte fra Moeller et. al (2005) og Bruner (2005). Her er ikke markedsavkastningen betajustert på grunn av at dette har liten påvirkning for så få observasjoner. Av samme grunn har jeg utelatt å justere for den risikofrie renta. Begge artiklene la i hovedsak vekt på den kortsiktige avkastningen som fulgte akkurat rundt annonseringen av budet. Imidlertid ser vi av tabellen under at SeaDrill oppnår en meget beskjeden avkastning akkurat de to første dagene.

Mye av dette kan skyldes at fredagen (siste handledag) før det endelige budet forelå, måtte SeaDrill konstatere at de ikke fikk forhåndsaksept fra 1/3 av stemmene i Smedvig på et annonsert, potensielt bud. Dette kan ha vært hovedårsaken til at kursen falt hele 1,31 % denne dagen mens OSEBX sluttet opp 0,53 %. Det potensielle budet var imidlertid lavere enn det endelige budet fremsatt over helgen. 9.1.2006, dagen da budet ble annonsert, ble det også kjent at styret og administrasjonen i Mosvold ikke ville selge sine aksjer i selskapet. Budet på

NOK 14,- per aksje reflekterte ikke de underliggende verdiene i selskapet (dn.no – 9.1.2006). En annen forklaring kan være at markedet forventet at Noble ville komme med et motbud, slik de lenge hadde annonsert, og at SeaDrill dermed ville delta i en budkrig om Smedvig. Dermed kom ikke den store kursoppgangen i SeaDrill-aksjen før styret i Smedvig 12.1 gikk åpent ut og anbefalte sine aksjonærer å selge til SeaDrill (dn.no – 12.1.2006).

<b>Meravkastning SeaDrill i forhold til OSEBX-indeksen.</b>						
Periode	t=-1, t=1	t=2, t=2	t=3, t=3	t=5, t=5	t=11, t=11	t=30, t=30
CAR	0,42 %	-2,33 %	7,31 %	11,57 %	21,13 %	30,96 %
Tilpasset stdev	3,39 %	4,38 %	5,18 %	6,50 %	9,40 %	15,30 %
t-verdi	0,12	-0,53	1,41	1,78**	2,25*	2,02*

*Tabell 4.3: Utdrag fra beregninger i appendiks 2. CAR, kumulativ meravkastning, er beregnet som kumulativ avkastning for SeaDrill fratrukket kumulativ avkastning for OSEBX, og beregnet over perioden rundt annonseringen av budet.  $t=0$  angir 9.1.2006, dagen da SeaDrill annonsert sitt formelle bud på Smedvig. Standardavviket er beregnet på grunnlag av 32 meravkastningstall forut for budet og tilpasset perioden ved å multiplisere med roten av tiden. t-verdi er avkastning dividert på standardavvik. \*\* indikerer signifikans på 10 % nivå. \* indikerer signifikans på 5 % nivå.*

Som jeg poengterte i casebeskrivelsen tok det noe tid fra SeaDrill la inn budet på Smedvig til man hadde sikret seg full kontroll. Det kan dermed se ut som aksjeavkastningen har steget i takt med sannsynligheten for at SeaDrill skulle klare å dra i land denne dealen.

Meravkastningen for  $\pm 11$  dager og  $\pm 30$  dager er signifikant positive på 5 % nivå ut ifra beregningene i appendikset.

Jeg har også skrevet at jeg ville forsøke å beregne meravkastningen opp mot en portefølje av riggakser. Problemet med en logaritmisk avkastning som jeg har benyttet tidligere er at den ikke er additiv for en portefølje. På side 7 i appendiks 2 har jeg gjort noen beregninger med logaritmisk avkastning. Her viser jeg hver av aksjenes individuelle avkastning og standardavvik. For daglige kursobservasjoner kunne man strengt tatt sett bort ifra at logaritmefunksjonen innebærer en ikke-lineær transformasjon. Dersom man gjør dette og legger sammen avkastningen for hver aksje i porteføljen finner jeg at periodens avkastning er

6,12 % for porteføljen. Tilhørende standardavvik for porteføljen, målt forut for SeaDrills oppkjøp, er 4,46 %.

Selv om jeg kunne sett bort fra den ikke-lineære transformasjonen har jeg likevel valgt å beregne SeaDrills meravkastning i forhold til porteføljen på bakgrunn av enkle avkastningstall. Jeg har også beregnet gjennomsnittstall for hver aksje slik at man kan sammenligne med de logaritmiske avkastningstallene. Enkel avkastning gir, som vi ser, gjennomgående høyere avkastning for alle aksjer. Ved at enkel avkastning er additiv har jeg funnet porteføljens avkastning for hver enkelt dag, trukket denne fra SeaDrills avkastning og funnet meravkastningen. Ved å dividere gjennomsnittlig meravkastning på dens standardavvik og multiplisere med roten av antall dager i perioden får jeg en t-verdi på 1,38. SeaDrills meravkastning i forhold til porteføljen av 7 riggaksjer var altså ikke signifikant.

#### *Ytterligere momenter*

I etterpåklokskapens navn kan jeg slå fast at eierne i SeaDrill, etter kjøpet av Smedvig, har fått en høyere avkastning enn om de hadde investert i hovedindeksen på Oslo Børs. Derimot kan jeg ikke si om dette skyldes tilfeldigheter, målestøy eller om oppkjøpet rett og slett gjorde utslaget. Det er også umulig å si hva slags kursutvikling selskapet hadde hatt om det ikke hadde kjøpt Smedvig. Kanskje kunne man brukt tiden på å kjøpe resten av aksjene i Ocean Rig, et selskap hvor man allerede eide 25 %. Ville det gitt en bedre avkastning? Eller hadde man vært bedre tjent med å plukke opp flere mindre riggprosjekter? Det virker jo nesten som om alle norske investorer skal ha sin egen rigg for tiden.

Uansett hvordan man måtte vri og vende på det vil man aldri få et fasitsvar på om SeaDrill var tjent med å kjøpe Smedvig eller om de burde latt være. Det finnes ingen mulige tallberegninger som vender tommelen opp eller ned. Det man derimot finner er eksperter og andre forstå-seg-på'eres mer og mindre kvalifiserte meninger om handelen. Flere av disse har stilt seg positive, blant annet fordi SeaDrill nå har sikret seg en management-organisasjon, det vil si noen som kan ta vare på bedriften når Fredriksen og Trøim er opptatt med oppdrettsfisk eller tankbåter. Men dette er forhold jeg vil komme sterkt tilbake til senere.

#### *Så oppsummert, ga oppkjøpet en positiv meravkastning?*

Skulle jeg fulgt i fotsporene til Moeller et. al (2005) som kun så på avkastningen over to dager rundt annonseringen av kjøpet, så var det OK. Meravkastningen i forhold til OSEBX var

svakt positiv, men ikke nok til å være signifikant forskjellig fra null. Dermed kan man konkludere med at realisert avkastning ikke var forskjellig fra kravet. Kjøpet var dermed ikke tidenes deal, men heller ingen fiasko.

Over lengre horisont økte meravkastningen, og det så lenge ut til at denne skulle forbli signifikant forskjellig fra null. Imidlertid har aksjen, i tråd med markedet, opplevd voldsomme svingninger den siste måneden. En historisk betaverdi høyere enn én innebærer også at når markedet har steget, så har SeaDrill steget enda mer. Og når markedet har sunket, så har SeaDrill sunket enda kraftigere. At en aksje er mer volatil enn hovedindeksen er slett ikke uvanlig, men det kraftige børsfallet i mai har bidratt til at meravkastningen ikke lengre er signifikant.

Svaret på spørsmålet blir derfor tja. Det så lenge lovende ut, men så stoppet den positive trenden opp og ble i stedet negativ. Imidlertid er det ingen som vet hva fremtiden bringer, og det vil uansett være interessant å følge utviklingen. Til tross for mange positive spådommer i starten er det godt mulig ekspertene om 3 år vil kalle dette Fredriksens dummeste investering. Men det tror jeg ikke før jeg får se det!

## **4.2 Hvilke faktorer og omgivelser var avgjørende?**

Denne delen av kapittelet er etter min mening den mest spennende. For hvilke faktorer ligger til grunn for at John Fredriksen og de andre aksjonærene i SeaDrill tjente en positiv, men ikke signifikant avkastning da selskapet kjøpte opp Smedvig? Og hvorfor er dette oppkjøpet blitt så mye bedre mottatt av analytikere og eksperter enn så mange andre oppkjøp. Jeg skal altså forsøke å gi et svar på hva som skilte et godt kjøp fra de andre; hva skiller klinten fra hveten?

### **4.2.1 Strategi**

*The important thing is not to do deals – it is to do the good deals.*

(seadrill.bm – 31.8.2005)

Sitatet er hentet fra SeaDrills presentasjon på Paretos oljekonferanse i august i fjor og illustrerer at selskapet har en tanke bak hver transaksjon. Antagelig ligger noen av de følgende strategiske valg til grunn for de transaksjonene selskapet har gjennomført den siste tiden.

### *Fokus versus diversifisering*

SeaDrill og Smedvig drev virksomhet i samme bransje, nemlig markedet for eierskap og drift av borerigger. Dermed blir SeaDrills oppkjøp av Smedvig å regne som et fokusert oppkjøp. Det nye, sammenslåtte selskapet vil fortsette å drive innen samme bransje, hvilket innebærer at markedsforholdene er velkjente og ledelsen i det nye selskapet vet hva som venter dem i hverdagen.

DnB NOR Markets skriver i en aksjeanalyse av SeaDrill den 21.11.2005 (før børsnoteringen) at det er en viss usikkerhet knyttet til mangelen på software, det vil si mangel på en ledelse som tar seg av selskapets daglige drift av boreriggene. På den tiden hadde selskapet sikret seg en avtale med Apexindo om bruk av deres tjenester for å operere SeaDrills rigger i Midt-Østen og Asia. Men fortsatt manglet man ledere som kunne ta seg av den daglige driften andre steder i verden.

Gjennom oppkjøpet av Smedvig har SeaDrill sikret seg både ansatte og ledere med god bransjekunnskap. I en kommentar til Dagens Næringsliv (10.1.2005) sa Trøim at SeaDrill med det økte budet var villig til "å betale mye for tilgangen til software; det vil si menneskene og organisasjonen. Virksomheten i Stavanger vil bli viktig for et sammenslått selskap."

Smedvig har med sin lange erfaring vist at de duger i bransjen. Deres strategi har vært langt mer konservativ enn den SeaDrill har benyttet seg av, men de har da heller ikke hatt de samme tilgjengelige ressursene. Og akkurat derfor er Smedvig det SeaDrill trenger mest akkurat nå. Man trenger ikke folk til å gjøre flere oppkjøp, den kompetansen har selskapet allerede i Fredriksen, Trøim og deres team. Det man trenger er mennesker som kan lede selskapet fra dag til dag. En ledelse som har kontakt med de ansatte, kunder og leverandører. En ledelse som kjenner bransjen og vet hvordan man bygger opp et riggselskap fra innsiden. En ledelse med litt mer tålmodighet. En ledelse som kan knytte sammen alle de løse trådene som nødvendigvis følger av Fredriksen og Trøims iver etter å bygge opp verdens største riggselskap på kortest mulig tid.

Så kan man alltid spørre seg om SeaDrill kunne hatt noe å tjene på å gjøre oppkjøp litt lenger bort fra kjernevirksomheten. Kunne et selskap med en stor organisasjon i en annen bransje være en like bra match for SeaDrill? Kunne en fusjon med Fredriksens tankrederi, Frontline,



være en billigere måte å bygge opp organisasjonen på? Og kunne Frontline, som i dag forventes å betale ut høye utbytter, tilføre SeaDrill midler på en mer kostnadseffektiv måte?

Lyandres (2005) nevnte skalafordeler og skatteforhold som fordeler ved diversifiserte oppkjøp. Jeg tror helt klart skalafordelene er større i SeaDrill/Smedvig enn i SeaDrill/Frontline. I Smedvig har man mennesker som har erfaring og kunnskap, mens dette ville tatt tid å bygge opp i Frontline. Jeg tror heller ikke at å bygge opp denne kompetansen selv ville være billigere enn budpremien man måtte betale for Smedvig. For en ting er den formelle utdanningen av personale som måtte til, noe annet er at SeaDrill trengte en organisasjon veldig raskt. Med sin kraftige vekst tror jeg ikke Frontline, som sikkert har mer enn nok å styre med om dagen, hadde kunnet håndtere dette på en tilfredsstillende måte.

Når det gjelder skatt er ikke Smedvig og Frontline så forskjellige som man gjerne skulle ønske ut ifra et diversifiseringshensyn. Begge selskapenes resultater er svært avhengige av oljepris, og en fusjon med Frontline ville antagelig ikke gjøre inntekststrømmen noe jevnere enn sammenslåingen med Smedvig. Skulle denne effekten hatt noe betydning måtte SeaDrill funnet en partner hvis konjunkturer var negativt korrelert med oljepris. Da er jo faren til stede for at kunnskapen om olje ville være noe mindre...

På en annen side så nyter Frontline allerede nå svært godt av den høye oljeprisen. Selskapet driver med høye overskudd og forventes å betale ut store dividender til sine eiere. Dersom disse pengene hadde gått direkte til SeaDrill i stedet for å måtte gå veien om markedet (hvor meglerhusene skal ha provisjoner), ville dette spart eierne for mange penger. Jeg tror ikke agentkostnader ville være noe problem. Fredriksen har tidligere vist at han ønsker å tjene penger på sine investeringer, ikke drive veldedighet. Og så har jeg tiltro til at ledere for børsnoterte selskaper i moderne, vestlige land ikke utnytter mulighetene til å misbruke fri cash-flow. Skal en overleve som leder med dagens harde konkurranse har man ikke noe annet valg enn å være mer disiplinert enn tidligere.

Selv om det helt klart finnes argumenter for diversifiserte oppkjøp tror jeg Smedvig var et godt valg. Som så mange andre tror jeg tilgangen til kompetanse var avgjørende. Den ville man ikke funne noen annen plass enn innad i bransjen. Og man skal jo også huske på SeaDrills målsetning. Det er verdens ledende riggselskap man ønsker å bygge opp. Verken mer eller mindre!

### *Igangsette M&A program*

All den tid SeaDrill har vært registrert på Oslo Børs, har det vært kjent at selskapet har en klar målsetning om å vokse gjennom fusjoner og oppkjøp. Det er derfor ikke mulig å måle avkastningen på et bestemt tidspunkt da et M&A program ble annonsert i markedet.

Imidlertid vet markedet at SeaDrill med overhengende stor sannsynlighet kommer til å gjøre flere oppkjøp. Hvor mange, når og hvem som blir kjøpt opp er ikke mulig å vite, men at det blir flere oppkjøp, det er ganske sikkert. Det vil derfor være naturlig å gi grove anslag på forventet avkastning av fremtidige oppkjøp, diskontere disse og legge dem inn i dagens aksjepris.

I USA har man observert dette fenomenet hos blant andre General Electric (GE). Selskapet har over lengre tid vært kjent for sine mange oppkjøp, men ettersom det er forventet at selskapet skal gjøre dette, reagerer markedet også deretter. Innbakt i markedets analyser er antagelser om at GE skal kjøpe opp et forventet antall selskap per år, og at dette skal gi en forventet gevinst på noen hundre millioner dollar. Dersom selskapet leverer resultater i samsvar med forventningene endres ikke verdien av selskapet, men dersom resultatene avviker fra forventningene, først da endres markedets verdien av GE. Dermed ville markedet reagere negativt hvis GE bestemte seg for å kutte ned på M&A satsingen og gjøre færre oppkjøp. Tilsvarende ville markedet først la seg imponere om selskapet gjorde overraskende mange og gode oppkjøp.

Noe slikt vil vi også kunne forvente med SeaDrill. Selskapet har i flere intervjuer gitt uttrykk for at de ser på flere oppkjøpsmuligheter allerede i nærmeste fremtid, og målet er jo, gjennom en konsolidering av bransjen, å bli verdens ledende riggentreprenør allerede inne 5 år. Da må flere oppkjøp til, noe også analytikerne forventer at vil skje. Aksjekursen vil derfor bare bli påvirket av oppkjøp som gir bedre/dårligere resultater enn forventet. For om ekspertene tror SeaDrill vil lykkes i sin satsing, det er et annet spørsmål.

### *Strategiske synergier*

Flere analytikere har stilt seg positive til SeaDrills oppkjøp av Smedvig nettopp på grunn av de strategiske synergiene som ligger i bunn. Det er blitt sagt at selskapene har komplementære ressurser slik at de utfyller hverandre på en god måte. En av ressursene, bemanning og

organisasjon, har jeg diskutert over. En annen ressurs er av finansiell karakter og knytter seg til selskapene fremtidige inntjening og ytterligere ekspansjon.

I 2005 tapte nemlig SeaDrill penger på driften<sup>5</sup>. Kun et "heldig" aksjekjøp reddet selskapet fra minus på bunnlinjen. Derimot tjente Smedvig gode penger forrige regnskapsår. Inntektene økte kraftig og både driftsresultat og bunnlinjen viste pluss. Videre er mange av Smedvigs rigger bundet fast i langsiktige kontrakter som sikrer inntjening over flere år. Den sikre kontantstrømmen kan være god å ha i bakhånd da det fortsatt knyttes en del usikkerhet til SeaDrills egne, uferdige rigger. Selv om markedene ser lovende ut i dag er få kontrakter signert, og mange investorer er, naturlig nok, skeptiske til å investere penger i selskaper som ikke tjener penger. En rosenrød fremtid er ikke alltid nok, det er bare å minne om internettboblen som sprakk i 2001.

I tillegg til de komplementære ressursene bør det også være muligheter for å utnytte "åpenbare" skalafordeler ved at man blir større. Frank Harestad (Tlf - 29.5.2006) i Pareto Securities nevner dette som et motiv for oppkjøpet; "Smedvig hadde erfaring med å bygge, markedsføre og drive rigger. Samtidig hadde selskapet bare 4 mobile rigger og en organisasjon på nesten 4000 mann da selskapet ble kjøpt opp." Dette gjorde organisasjonen svært kostbar. For SeaDrill, med sine mange rigger under bygging, er dette, ifølge Harestad, "en perfekt partner, og en betingelse for å lykkes". Det nye selskapet vil ha en betydelig flåte når alle riggene er på plass, hvilket gir gode muligheter for å utnytte skalafordelene ved å bli større.

En siste kostnadsbesparelse følger av at SeaDrill har fått økt markedsrett. Besparelser som følger av denne faktoren blir diskutert under.

#### *Økt markedsrett*

Med kjøpet av Smedvig er det ingen tvil om at SeaDrill får større markedsrett. Selskapet får flere rigger, men også flere riggtyper å tilby markedet. Imidlertid er jeg noe skeptisk til om det utvidede tilbudet får noen praktisk betydning for om selskapet klarer å få økt pris for utleie av sine riggtjenester.

---

<sup>5</sup> Se appendiks 3 for balanse og resultatoppsettning

I denne bransjen er det nemlig slik at operatørene av et oljefelt (de store oljeselskapene som Statoil, Shell, British Petroleum, osv) ofte forhandler om én (eller få) rigg(er) av gangen. Først og fremst er det teknologien, kvaliteten og kompetansen om bord på riggen som bestemmer hva slags dagrate riggselskapet kan regne med i utleiepris. Jeg tror ikke det økte tilbudet vil få noen annen betydning enn at SeaDrill, som ett av de store selskapene i bransjen, muligens vil stille lenger frem i køen når operatørene trenger nye rigger. Jeg tror ikke nødvendigvis at dagratene vil øke av den grunn alene.

Imidlertid vil det alltid ligge verdi i et godt kundeforhold. Dersom man ved hjelp av god service og høy teknologisk standard på sine rigger gjør at oljeselskapene får utnyttet sine felt mest mulig effektivt og unngår tekniske problemer, vil man oppleve at kundene kommer tilbake. I alle fall om man yter bedre service og har mindre dødtid i produksjonen enn de andre riggene i markedet.

Som forskningen til Eckbo (1992) viste tror jeg at det er et større potensial i å redusere kostnader. Blant annet vil ledelsen i Smedvig avlaste Fredriksen og co i SeaDrill. Og som jeg diskuterte over har man nå sikret seg en annen type ledelse, en som kan drive selskapet på en daglig basis.

En annen kostnadsbesparende faktor kan være at selskapet i kraft av sin størrelse får større makt over sine leverandører. I denne omgang tenker jeg ikke først og fremst på verftene som bygger boreriggene. For tiden er deres avtalebøker fullstappede. Det vil derfor være vanskelig å få til noen prisreduksjon. Derimot kan man som stor kunde få tilgang til mer av verftets kapasitet. Det er ikke uvanlig at et verft tildeler riggselskapene opsjoner på nye rigger når selskapet bestiller en rigg. Kostnadsbesparelsen er i første rekke tenkt å kunne gjelde mindre leverandører. Boreriggene utsettes selvfølgelig for en viss slitasje der de drives i røffe farvann. Gjennom å inngå avtaler om faste priser med leverandører av mindre deler (alt fra skruer og muttere til mer kompliserte tekniske installasjoner) og transportørene av disse (verkstedene ligger ofte et stykke unna boreriggen), kan man spare betydelige pengebeløp. Spesielt når selskapet blir så stort at slike ordre blir dagligdagse.

Oppsummert blir ikke SeaDrill et bedre selskap av å kjøpe Smedvig gjennom at de får høyere priser for tjenestene de leverer. Til det er det for mange aktører i markedet. Det sammenslåtte

selskapet blir bedre fordi man klarer å allokere ressurser mer effektivt og dermed spare kostnader. Man oppnår bedre effisiens.

### *Value versus glamour*

I appendiks 3 har jeg målt pris/bok forholdet for SeaDrill og Smedvig. Forholdstallene er målt per 12.12.2005 slik at budpremien som fulgte av oppkjøpet ikke skulle påvirke beregningene for Smedvig. Mine beregninger viser at SeaDrill på dette tidspunktet hadde et P/B forhold på 2,21, hvilket er lavere enn gjennomsnittet og medianen for bransjen rundt årsskiftet<sup>6</sup>. Dermed blir selskapet å karakterisere som et value-selskap, og man ville forvente økt avkastning som følge av denne faktoren.

En grundig analyse av tre-faktor-modellen ville normalt inneholde et forsøk på å kartlegge SeaDrills følsomhet mot alle de tre faktorene. I appendiks 2 er selskapets beta, målt ved daglige observasjoner mot OSEBX-indeksen mellom 22.11.2005 og 6.1.2006. Denne faktorfølsomheten er beregnet til 1,46, hvilket indikerer at SeaDrill var meget følsom mot endringer i markedspremien. Selskapet hadde på denne tiden høyere volatilitet enn hovedindeksen på Oslo Børs. For å undersøke faktorfølsomheten til de øvrige to faktorene måtte jeg delt inn alle selskapene på børsen etter størrelse og pris/bok forhold for siden å beregne faktorpremier og selskapets korrelasjon i avkastning med disse premiene. Dette arbeidet akter jeg ikke å gjøre ettersom det ligger et godt stykke utenfor oppgavens avgrensning. Andre studenter kunne kanskje undersøke om de nevnte faktorene ga god prediksjonsevne for avkastningen til selskaper registrert på Oslo Børs?

Rau og Vermaelen (1998) viste at value selskaper på 3-års sikt kunne forvente en unormal, ikke signifikant avkastning på 16 % ved et tender offer. Imidlertid er det selvfølgelig slik at SeaDrills prising om tre år er avhengig av andre faktorer enn pris/bok forholdet på oppkjøpstidspunktet. Det skulle ikke ligge noe i veien for at selv value selskap skal kunne gjøre dårlige oppkjøp, med høye budpremier, og uten å klare å utnytte hverandres kompetanse og synergier. Dette tror jeg imidlertid ikke er tilfelle for SeaDrill her. At glamour selskap ved oppkjøp i snitt har lavere avkastning enn value selskap er i mine øyne ikke annet enn et

---

<sup>6</sup> Jeg har beregnet et gjennomsnittlig (og median) pris/bok forhold for bransjen på bakgrunn av tall fra Dagens Næringsliv (3.7.2006). P/B i oversikten er slik den fremkommer i siste reviderte årsregnskap, altså 31.12.2005. På den tiden hadde SeaDrill en P/B på 2,29. Gjennomsnittet for bransjen var 3,53 og medianen var 3,34. Følgende 14 selskaper registrert på hovedlisten på Oslo Børs var med i sammenligningen: Acergy, Awilco Offshore, Aker Drilling, Consafe Offshore, Eastern Drilling, Fred Olsen Energy, Ocean Rig, Petrojack, Petrolia Drilling, Prosafe, Sinvest, Smedvig og Subsea 7.

varsku om at tidligere suksess ikke automatisk gir ny suksess. Gode analyser og nøye planlegging bør være naturlige forberedelser ved alle fusjoner og oppkjøp. Det er dermed ingen grunn til at selskap som er høyt priset på grunn av tidligere suksesser skal mestre dette dårligere enn andre selskaper, eller at lavt prisede selskap automatisk gjør gode oppkjøp bare fordi de er mindre.

#### *Kjøpe, bare for å bruke cash*

SeaDrill har på ingen måte noen ekstraordinær beholdning av cash. I følge tommelfingerregler fra inkassoselskapet Lindorff (lindorffd.com), hadde selskapet ved utgangen av 2005 en beregnet likviditetsgrad <sup>3</sup> like under kravet. Selskapet har vokst kraftig den siste tiden, og det har kostet mye penger. Så mye at man jevnlig har måttet ut i markedet for å skaffe mer penger.

Kjøpet av Smedvig var ikke et kjøp hvor man fikk tilgang til veldig store kontantbeholdninger. Smedvig hadde riktignok ved utgangen av 2005 omtrent dobbelt så mye cash som SeaDrill, men jeg tror nok ikke dette var hovedargumentet for å investere 15,6 mrd kroner.

Imidlertid spilte cash en viktigere rolle da SeaDrill kjøpte opp Mosvold Drilling. Som jeg nevnte i casepresentasjonen hadde Mosvold ved byggingen av sin første rigg vært ute i markedet og hentet penger til å finansiere hele prosjektet. Dermed hadde man anslagsvis NOK 1,5 milliarder i kassa. Selv om pengene var øremerket innbetalinger til verftet fikk SeaDrill til en avtale om å frigjøre midlene dersom man stilte med garantier. Å hente NOK 1,5 milliarder i emisjoner er rimelig kostbart. Meglerhonorarene i forbindelse med slike emisjoner blir i Dagens Næringsliv (24.1.2006) antydnet å være i størrelsesorden 2,5 % av emisjonsprovenyet.

Ved å frigjøre disse pengene fikk SeaDrill midler til å fortsette sin strategi. I tillegg til kjøpet av Smedvig, som også ble betalt i cash, bestilte SeaDrill enda en ny rigg like på nyåret (newsweb.no – 20.1.2006). Så pengene fikk raskt ben å gå på. Verd å merke seg er det også at Mosvold Drilling kun kostet SeaDrill 2,5 mrd kroner, vesentlig mindre enn Smedvig. I tillegg fikk man altså tilgang på dobbelt så mye kontanter.

---

<sup>7</sup> Likviditetsgrad 3 er beregnet som mest likvide omløpsmidler (bankinnskudd og ekvivalenter) dividert på kortsiktig gjeld

Den positive aksjeprisutviklingen SeaDrill har hatt i kjølevannet av Mosvold-kjøpet samsvarer med Bruner (1988) som viste at selskaper som har lite cash + selskaper som har mye cash gir verdiøkning. Samtidig har SeaDrill som en konsekvens av oppkjøpene økt sin gjeldsgrad til 53,55 % ved utgangen av første kvartal 2006 (seadrill.bm – 1.6.2006). Ettersom selskapet har en uttalt målsetting om å ha en gjeldsgrad på mellom 60 og 65 %, høyere enn bransjegjennomsnittet, forventer jeg fortsatt flere oppkjøp. Man er ikke i mål enda. Imidlertid kan man alltid drøfte hvorvidt kontanter og gjeld var spesielt avgjørende faktorer for den gode aksjeprisutviklingen. Jeg nøyer meg bare med å bekrefte at faktorene var tilstede.

#### **4.2.2 Markedssegmenter og investeringsmuligheter**

*Don't let the stock market push you - do your math...*

(seadrill.bm – 31.8.2005)

Nok en gang velger jeg å begynne med et sitat fra SeaDrills presentasjon på Paretos oljekonferanse i august. Etter gode tider på børsen, i nærmest tre sammenhengende år, er det lett å bli noe ivrig. Derfor er det ekstremt viktig at man tar seg tid til å regne på fundamentale verdier som aksjen antagelig vil svinge rundt. Men det skader jo ikke å regne raskere enn de andre i klassen.

Til tross for at jeg har brukt en god del tid og plass på å argumentere for betydningen av strategi ved oppkjøp, er det mulig å tjene penger også uten å tenke så langsiktig. Selv tjente SeaDrill USD 80 millioner over et halvt år på en opportunistisk investering i Ocean Rig. Om ikke SeaDrills aksjonærer fikk en positiv avkastning umiddelbart da kjøpet skjedde, var det i alle fall en investering som ga god avkastning også for eierne da gevinsten ble sikret.

*Target som lar seg restrukturere*

Sammenlignet med børsen og andre riggselskaper har Smedvig hatt en god vekst det siste året. Organisasjonen er godt drevet og er absolutt ikke noe strålende restrukturingscase. Derfor har heller ikke SeaDrill benyttet seg av muligheten til å fjerne den eksisterende ledelsen og erstatte den med sine egne folk. Tvert imot er det de tidligere Smedvig-folkene som har tatt over styringen av SeaDrills daglige operasjoner i Stavanger, og det attpåtil i Smedvigs gamle lokaler.

Jeg har i appendiks 3 beregnet en rekke forholdstall for SeaDrill og Smedvig. Blant disse kan vi se at Smedvig etter 3 dårlige år hadde en sterk salgsvekst på 38 % i 2005, økte gjeldsandelen betydelig, oppnådde tilfredsstillende ROE (høyere enn kravet til avkastning), hadde høy grad av eierskap hos insidere, høy P/E rate, tilfredsstillende likviditet og ingen stor ubrukt gjeldskapasitet. Disse tallene skulle indikere at selskapet langt fra var dårlig drevet og at verdien for SeaDrill først og fremst ligger i at Smedvig passer godt med SeaDrills strategi (jamfør diskusjonen om komplementære interesser).

### *Private selskaper*

Til tross for at Smedvig-familien kontrollerte like i overkant av 40 % av stemmene i Smedvig ASA, regnes ikke selskapet som privat når det omsettes på Oslo Børs hovedliste. Familien ble også kjøpt ut ved et oppgjør i cash slik at de ikke utgjør noen ny minoritetsinteresse i det nye selskapet. Og det var nettopp det at Smedvig var et offentlig selskap som gjorde at SeaDrill til slutt fikk kontroll over selskapet. For da Peter Smedvig offentliggjorde at han hadde solgt familiens eiendeler i Smedvig til Noble, var naturlig nok de resterende aksjonærene også interessert i et bud på deres aksjer. Da Noble før jul nølte med å få i stand dette tok mange av de mindre eierne kontakt med SeaDrill, som gjennom pressen hadde uttalt interesse for å kjøpe hele Smedvig, for å tilby dem deres aksjer. Selv om Noble aldri hevet sitt bud på Smedvig, måtte SeaDrill til slutt betale 20 kroner mer per A-aksje enn det opprinnelige budet. Ingen av kjennetegnene for private oppkjøp var dermed til stede i dette caset.

Derimot kan SeaDrills oppkjøp av Mosvold Drilling oppfattes som et kjøp av et privat selskap. Mosvold Drilling Ltd. var notert på Oslo Børs OTC-liste, og hadde dermed mindre likvide aksjer enn selskaper som var notert på hovedlisten. Det hjelper heller ikke at det er noe vanskelig å finne informasjon om selskapet. Mosvold har for eksempel ingen informasjonsside på nettet slik så mange andre fremadstormende selskaper har. Dermed skulle aksjene i tråd med teorien være priset med en likviditetsrabatt på 20-40 %.

Følger vi forskningen til Chang (1998) og Fuller et. al (2002) burde SeaDrill betalt for private oppkjøpet med aksjer. Dermed kunne nye, store minoritetsinteresser blitt etablert i SeaDrill og bidratt til positiv, langsiktig meravkastning. Imidlertid var det slik at Roy Mosvold, styreformannen i Mosvold Drilling, og hans familie kun eide rundt 5 % av aksjene i eget selskap før salget til SeaDrill (Tlf – Magne Kristiansen, 23.5.2005). Totalt betalte SeaDrill ca



NOK 2,5 milliarder (NOK 17,- per aksje multiplisert med 147,5 millioner aksjer) for Mosvold Drilling. Om man legger til grunn SeaDrills aksjepris da det første budet på hele Mosvold ble annonsert 21.12.2005 hadde SeaDrill en markedsverdi på om lag NOK 11,5 milliarder. Ved et aksjebytte ville dermed Roy Mosvold sitte igjen med en eierpost i SeaDrill på i underkant av én prosent. En oversikt over aksjeandeler i SeaDrill 31.12.2005 viser at Roy Mosvold med en slik eierandel kun ville være 17'ende største eier, bak Fredriksen og en rekke institusjonelle aktører (seadrill.bm – 31.12.2005).

Forskningen til Chang og Fuller et. al indikerte at store minoritetsinteresser hadde større, positiv innflytelse på kjøpende selskaps meravkastning. Roy Mosvold ville ikke blitt en slik stor minoritetsinteresse slik at aksjebytte antagelig ville fått små konsekvenser. Både Fredriksen selv, som kontrollerer rundt 36 % av selskapet, og ulike institusjonelle investorer ville hatt langt mer makt i styret. Det eneste tilfelle jeg kunne komme på hvor det ville være en fordel om Mosvold hadde påtatt seg en eierrolle i SeaDrill var dersom selskapet fikk lite oppmerksomhet av dets institusjonelle investorer og Fredriksen skulle forsøke å utnytte SeaDrill på en måte som gagnet ham mer enn de øvrige investorene. Imidlertid synes det svært lite sannsynlig da SeaDrill er et av de største selskapene på Oslo Børs og dermed blir fulgt tett fra flere hold. Jeg vil derfor våge å påstå at hypotesen til Chang og Fuller et al. er mer relevant for mindre selskap hvor oppfølgingen (les: overvåkingen) er mindre fra profesjonelle investorer.

Når det gjelder den andre hypotesen til Fuller et al. vedrørende skatteforhold, vil jeg returnere til denne problemstillingen senere.

#### *Oppkjøp på tvers av landegrenser*

Til tross for at SeaDrill er registrert på Bermuda, har selskapet, som kjent, flere norske eiere og ledere. For alle relevante formål er fortsatt John Fredriksen å regne som norsk, selv uten norsk pass. Han og selskapet generelt kjenner det norske markedet og den norske kulturen.

Dermed blir ikke oppkjøpet av norske Smedvig å regne som et oppkjøp på tvers av landegrenser. Både Smedvig og SeaDrill opererer i et internasjonalt marked, og man oppnår ingen ny lokalkunnskap eller nye rettigheter ved kjøpet. Ettersom oppkjøpspremien heller ikke er unormalt høy er det ingen grunn til å tro at verken lokalkunnskap eller nye rettigheter

har vært en diskutert faktor. I tillegg til de fysiske aktivaene er det først og fremst organisasjons- og driftskompetanse SeaDrill har betalt for.

#### *Dyre og billige markeder: Feilprising av kjøpende selskap*

Det har gått hett for seg, spesielt i det norske aksjemarkedet, det siste året. Imidlertid strides ekspertene på om det norske markedet er særlig dyrt. Tidligere har mange eksperter hevdet at det norske markedet har vært underpriset og aksjene har vært billige. Den nærmest sammenhengende stigningen de siste tre årene har i deres øyne vært en korreksjon slik at dagens priser nær reflekterer de underliggende økonomiske forhold. Andre eksperter synes vi nå har kommet opp på et unaturlig høyt prisnivå for norske aksjer, slik at en korreksjon vil komme. Men slik er det alltid når nye rekorder knuses. Også ved boomen rundt årtusensskiftet var det flere som mente at markedet skulle fortsatt uavbrutt videre oppover.

Mitt poeng er at med dagens rekordhøye priser ville det vært billigere å gjøre disse oppkjøpene for en tid tilbake da alle selskapene på Oslo Børs var lavere priset. Grunnen til at oppkjøpene skjer først nå er at, særlig riggmarkedet har hatt en voldsom utvikling det siste året. Flere mindre, nyetableringer er blitt startet opp som et resultat av høy oljepris, mangel på borerigger og rikelig med tilgang på kapital. SeaDrill så i den sammenheng muligheten til å vokse og å bli en betydelig aktør i markedet ved å bidra til å konsolidere bransjen. Så langt har utviklingen vært positiv, men hva skjer dersom markedet svekkes? Vil det ramme riggbransjen, som er ekstremt følsom for endringer i oljeprisen, spesielt?

Skeptikerne er redde for at dagens høye råvarepriser vil kunne redusere amerikansk etterspørsel. Dette vil ramme kinesisk eksport med den konsekvens at Kina ikke lenger vil etterspørre like mye olje. Lavere oljepris påvirker Oslo Børs i negativ retning, og i særdeleshet de selskapene som opererer i olje og energirelaterte næringer. SeaDrill er et slikt selskap, og kan bli ekstra hardt rammet av en verdensomfattende nedgangskonjunktur. Likevel kan det være verd å spørre seg om den økende middelklassen i Kina kan redde etterspørselen etter landets, frem til nå, eksportvarer og dermed hindre nedgangen i oljepris? Dersom middelklassen blir bred nok, og ikke bare en smal men veldig rik overklasse, vil muligens etterspørselen etter Kinas eksportvarer trekkes mot hjemlandet. Få rike overklassemennesker vil derimot etterspørre luksusvarer som hovedsakelig er produsert i Europa og Amerika, og vil ikke hjelpe oljeprisen på samme måte.

Teorien tilsier altså at SeaDrill kanskje burde ventet på lavere aksjepriser. Men er det troverdig at markedet vil falle like mye som det er steget? Og i så fall burde jo kjøpet av Smedvig, som allerede har mange av sine fartøyer på lange, sikre kontrakter, bidra til å redusere fallet. Dersom man har sikret en cash-flow gjennom en eventuell nedgangskonjunktur burde ikke en periode med lavere priser redusere selskapets verdi, selvfølgelig gitt at man tror prisene igjen skal opp på det nivået man har i dag når de nye kontraktene skal forhandles frem.

Oppkjøpet av Smedvig skjedde til en pris som var "all time high". Skulle man fulgt Bruner (2005) var dette et kjennetegn ved mange av de dårligste avtalene mellom 1985 og 2000. Imidlertid ville det være umulig å vokse gjennom fusjoner og oppkjøp i dagens rekordhøye marked dersom man skulle fulgt advarselen fra Bruner. SeaDrills oppfatning er at markedsutsiktene fortsatt er lovende og oppkjøpet derfor gir anledning til å ta en større andel av kaka ved at hele bransjen skal fortsette å vokse. Et annet poeng hos Bruner var at de dårligste oppkjøpene gjerne hadde skjedd etter en periode med høy aksjeavkastning hos kjøper. Selv om ikke undersøkelsen hans nevner noe om oppgjørsform, antar jeg at mange av nettopp disse avtalene ble betalt for med egne aksjer. Det i seg selv er jo ikke noe positivt tegn. Uansett, til tross for at SeaDrill hadde vært gjennom en periode med stor, positiv avkastning, så skal en huske på at oppkjøpet skjedde kort tid etter noteringen på børsen. Jeg tror ikke SeaDrill på oppkjøpstidspunktet var overpriset. Og da kjøpet heller ikke ble betalt for med egne aksjer, tror ikke jeg selskapets høye aksjeavkastning den siste tiden hadde noen som helst betydning. Det siste faresignalet fra Bruner var store svingninger i markedet. Frem til oppkjøpet skjedde hadde markedet bare svingt en vei - opp! Dessuten vet vi fra kapitalforvaltningsstudier at markedet er svært vanskelig å time. Dersom investeringsmuligheten er god nok bør man derfor unngå å prøve å finne et tidspunkt som er bedre enn noe annet for å gjennomføre kjøpet. Kanskje ville Noble da kommet SeaDrill i forkjøpet?

### *Konkurransen*

To ganger måtte SeaDrill heve sitt bud for endelig å få kontroll over Smedvig. Det første budet på Peter Smedvigs familieandel i selskapet var 185 kroner for A-aksjene, og representerte en budpremie på vel 15 % i forhold til kursen dagen før salget til Noble ble realisert. Det andre budet ble aldri formelt fremsatt da man ikke fikk forhåndsaksept fra 1/3 av stemmene i selskapet. Dette budet var kun marginalt bedre (201 kroner) for A-aksjen, men ga

en liten ekstra premie for B-aksjene. Det var nok SeaDrills håp at de mange aksjonærene med både A- og B-aksjer som hadde ytret misnøye med den store prisforskjellen ville finne dette budet mer attraktivt. Til slutt valgte altså SeaDrill å heve budet enda en gang, et bud som samlet sett var en forbedring på 4,61 % i forhold til Nobles bud og 27,78 % i forhold til kursene dagen før Peter Smedvig annonserte at han hadde solgt familiens andeler i Smedvig<sup>8</sup>.

SeaDrill måtte som en konsekvens av Nobles interesse for Smedvig øke sitt bud på A-aksjene med 20 kroner (vel 10 %). Om det første budet på familien Smedvigs aksjer inneholdt noen pris for B-aksjene er uvisst, men det er vel rimelig å anta at dersom Noble aldri hadde vist noen interesse ville mange aksjonærer vært villige til å selge for en lavere pris enn 165 kroner. B-aksjen ble jo omsatt til 129 kroner dagen før Noble betalte Peter Smedvig 150 kroner for den samme aksjen.

Bare selgere av aksjer tjener på at det er konkurranse mellom flere kjøpere. Man vil aldri få vite om SeaDrill uten kamp fra Noble ville klart å sikre seg Smedvig til en lavere pris, men det er kanskje rimelig å anta? Dermed oppnådde Peter Smedvig akkurat det han ønsket da han kontaktet Noble for å høre om de var interessert i å kjøpe familiens eierandel i selskapet. For SeaDrill ble resultatet noen hundre millioner i økte utgifter. Så gjenstår det å se om Fredriksen og co har regnet riktig. Klarer det kombinerte selskapet å realisere synergier til å forsvare den økte budpremien til for sine eiere?

#### *Does size matter?*

Ved årsskiftet var SeaDrill blant de 25 % største selskapene på Oslo Børs, uavhengig av om man tar hensyn til markedsverdi eller bokført verdi av egenkapitalen. Dermed skulle man kunne forvente at SeaDrill ikke klarte å gjøre like gode oppkjøp som sine mindre konkurrenter. Dessverre har jeg ingen avkastningstall for mindre selskaper å sammenligne med. Derfor benytter jeg meg av den muligheten jeg har, nemlig til å sammenligne med aksjekursindeksen på Oslo Børs.

I sin forskning brukte Moeller et. al (2004) meravkastning for tre dager rundt annonseringen av kjøpet som sin målestokk. Dersom denne benyttes for SeaDrill, vil man som jeg har

---

<sup>8</sup> Se appendiks 1

kommentert tidligere, finne en svak positiv, men ikke signifikant meravkastning. Forskerne viste også i sin studie at kroneavkastningen for store selskap i den korte perioden rundt annonseringen av kjøpet var negativ for store selskap. SeaDrills aksjonærer tapte nær 172 millioner kroner disse tre dagene.

Så på kort sikt hadde kanskje Moeller et. al rett. Deres resultater stemmer jo bra overens med det SeaDrill presterte. Men da har jeg altså ikke tatt med at SeaDrill senere hadde en meget positiv aksjekursutvikling. Noen grunner til dette har jeg gitt tidligere, men hva skilte da SeaDrill fra andre store kjøpere?

Teorien sa at små selskaper var mer tilbøyelige til å betale med kontanter, noe SeaDrill også gjorde, så her var ingen forskjell. Men jeg vet jo ikke om SeaDrill som konsekvens av budkrigen med Noble, ble tvunget til å betale en høyere premie enn hva mindre selskaper vanligvis gjør. Dersom SeaDrill hadde vært et lite selskap hadde de nok hatt større vanskeligheter med å svare på Nobles bud, hvilket kan forklare hvorfor små selskaper vanligvis betaler lavere premie. I kraft av sin størrelse har de mindre cash og mindre muligheter til å lånefinansiere kjøp. Dette er nok hovedforklaringen på hvorfor små selskaper relativt sjeldnere lykkes med å kjøpe opp andre selskaper.

Til sist kan det se ut som om resultatene til Fuller et al. stemmer overens med hva jeg kan observere i SeaDrills tilfelle. Smedvig var nemlig et større selskap enn SeaDrill hva angår markedsverdi og balansestørrelser da det første budet ble annonsert. Ettersom betalingen skjedde i form av cash spådde nettopp forskerne en avkastning som var positivt korrelert med targets størrelse. Den skulle i dette tilfellet bli stor.

### **4.2.3 Deal design**

*Debt is cheaper than equity but needs to be well structured.*

(seadrill.bm – 31.8.2005)

Deal design handler i hovedsak om bruken av gjeld versus egenkapital. Teorien tilsier at den ene finansieringsformen er billigere enn det andre, men også noe om signaleffekter. Imidlertid er det flere aspekter ved deal design som gir signaleffekter investorene bør være klar over. I denne delen vil jeg forsøke å tolke disse signalene i forbindelse med SeaDrills to seneste kjøp.

### *Stock or cash*

Både ved kjøpet av Smedvig og ved kjøpet av Mosvold Drilling benyttet SeaDrill kontanter som betalingsvederlag. Og i begge tilfellene ble disse kontantutbetalingene finansiert med emisjoner og ny gjeld. I første kvartal 2006 utførte selskapet 3 emisjoner hvor de til sammen utstedte 134 millioner nye aksjer til en verdi av NOK 9,9 milliarder. I tillegg ble det inngått en låneavtale på USD 1,2 milliarder med Nordea og DnB NOR for å finansiere kjøpet av Smedvig (seadrill.bm – 1.6.2005).

Når et selskap kjøper et annet børsnotert selskap tilsier forskningen at cash er beste oppgjørsform. Ved å betale med kontanter påtar kjøper seg all premerger og postmerger risiko knyttet til overtagelsen av target selskap. Postmerger risiko er den usikkerheten som ligger i det nye, sammenslåtte selskapet, og er i første omgang knyttet til i hvilken grad man klarer å utnytte potensielle synergier og hvordan man fungerer sammen som ett helhetlig selskap. Fusjoner er mer enn bare inntekter, kostnader og resultater, det er også mennesker og følelser involvert.

Ved å tilby 100 % cash ”up front”, signaliserer SeaDrill at de har veldig tro på denne sammenslåingen. Uttalelsene til Fredriksen og Trøim indikerte jo også dette, men penger på bordet sier så mye mer enn bare tomme ord. Meravkastningen man oppnådde i forbindelse med oppkjøpet av Smedvig var, i tråd med teorien, ikke signifikant forskjellig fra null over tre dager rundt oppkjøpet, men ble signifikant da man målte over flere dager. Studier har jo også vist at over tid er kontantoppgjør signifikant bedre enn aksjebytte.

Jeg vil senere behandle aspektet med vennlige oversus fiendtlig oppkjøp, men vil benytte anledningen til å minne om at SeaDrill både ved kjøpet av Smedvig og Mosvold Drilling kom med sine tilbud direkte til aksjonærene. Ved såkalte tender offers har Bruner (2005) vist at kontanter er beste oppgjørsform. I så måte handlet SeaDrill helt rett. Imidlertid bør man vurdere fordelene med kontantbetaling opp mot fordelene med nye minoritetsinteresser som ofte følger av private oppkjøp og betaling med egne aksjer. Tilfellet med Mosvold Drilling ble diskutert over.

Svært ofte har SeaDrill finansiert sine kontantoppgjør med nye emisjoner på Oslo Børs. Det siste året har som kjent vært preget av god kursutvikling og dermed har mange investorer vært villige til å tegne aksjer i selskapet. Særlig har investorer som har solgt sine aksjer i andre

selskap til SeaDrill, benyttet seg av muligheten til å tegne nye aksjer i SeaDrill. Jeg kan ikke tolke dette annerledes enn at de synes kjøpet var fornuftig og til en fair pris. Disse investorene signaliserer, etter min mening, stor tro på at SeaDrill oppkjøp på sikt vil gjøre selskapet bedre.

Selv om SeaDrill konsekvent(?) har brukt kontantoppgjør de siste to gangene, vet jeg at de tilbød aksjonærene i Petrojack å velge mellom et rent oppgjør i cash eller et aksjebytte med en liten rabatt (fra 30 kroner i markedet til 29 kroner i budet) på SeaDrill-aksjen. Som kjent var dette ingen stor suksess, og SeaDrill mislyktes i sitt forsøk på å kjøpe selskapet. Det er kanskje derfor man har holdt seg til cash siden?

### *Earnouts*

Earnouts kunne vært interessant om Peter Smedvig hadde ønsket å jobbe videre for Smedvig. Imidlertid har han de siste årene bare fungert som styreformann, en posisjon John Fredriksen nå har overtatt. Earnouts fungerer nok bedre for eiere som samtidig står for den daglige driften av selskapet. En toppleder ville ha sterkere mulighet til å påvirke fremtidige resultater og dermed aksjeprisutvikling enn en styreformann. Det ville altså vært en mer aktuell løsning dersom Kjell E. Jacobsen, tidligere CEO i Smedvig, nå CEO i SeaDrill Management, hadde vært største eier i gamle Smedvig.

I Mosvold Drilling hadde familien Mosvold kun 5 % av aksjene på oppgjørstidspunktet. Andre store eiere var stort sett utenlandske finansinstitusjoner, og det er vel rimelig å anta at denne typen investorer, når de først trekker seg ut, ikke er interessert i annet enn et rent oppgjør i cash. Noen form for earnout ville blitt dårlig mottatt av eiere som ikke hadde noen mulighet til å påvirke selskapets videre drift.

### *Personlige motiver og "The Merger of Equals"*

I en pressemelding (newsweb.no – 26.4.2006) karakteriserte John Fredriksen kjøpet av Smedvig som en fusjon mellom SeaDrill og Smedvig. Både Fredriksen og Trøim har flere ganger kommentert at Smedvig var en god partner på grunn av deres dyktige organisasjon. Folkene som fulgte med i oppkjøpet ble verdsatt meget høyt; spørsmålet er bare om dette påvirket noen av partene?

Kan det tenkes at topplederen i Smedvig, Kjell E. Jacobsen, som i SeaDrill var tiltenkt en sentral posisjon, anbefalte aksjonærene å selge aksjene til SeaDrill fremfor å vente på et nytt

bud fra Noble, nettopp fordi det ville gagne ham selv? Jacobsen ville neppe fått en like fremtredende stilling i Noble, kanskje ville han også blitt overflødig? Riktignok var Jacobsen kun én av seks representanter i styret, men han kan like godt ha vært et offer for Wulfs (2004) påstand om at "CEOs trade power for premium".

Imidlertid kan Jacobsens positive innstilling ha vært avgjørende for at SeaDrill klarte å sikre seg et flertall av stemmene i selskapet. For ville SeaDrill klart å sikre seg 50 % av A-aksjene om styret hadde stilt seg negative til SeaDrills bud og bedt aksjonærene vente på det annonserte budet fra Noble? Spørsmålet her er altså om sosiale forhold påvirket budpremien for aksjonærene i Smedvig i negativ retning. SeaDrill tjente nok uansett på denne utviklingen for de ønsket både lavere premie og Jacobsens tjenester som ny leder.

#### *Håndteringen av skatt*

Smedvig har de siste par årene tjent gode penger, og har derfor ikke noe fremførbart underskudd. For SeaDrill får likevel oppkjøpet skattemessige konsekvenser ved at noen av de eldre boreriggene kan skrives opp fra historisk kostverdi til virkelig verdi. Denne "verdiøkningen" på riggene innebærer et høyere avskrivningsgrunnlag enn det gamle Smedvig hadde. Med høyere avskrivningsgrunnlag blir kostnadene ved avskrivninger større og skattekostnaden redusert. Også gjeldsfinansierte oppkjøp påvirker skattekostnaden. Oppkjøpet av både Smedvig og Mosvold Drilling ble finansiert av emisjoner og nye låneopptak. Økte låneopptakene gir høyere rentekostnader, lavere resultat før skatt og dermed også lavere skatt.

Også for investorene er skatt viktig når de må vurdere om de vil selge sine aksjeposter. Dersom tilbyder betaler med cash må investor skatte 28 % av gevinsten han har hatt på aksjene. Tidligere skulle avkastningen RISK-reguleres, men de nye skattereglene som ble innført fra årsskiftet har droppet denne reguleringen. Nå er kursgevinsten gitt ved netto salgpris fratrukket kostpris og et eventuelt ubrukt skjermingsfradrag (Boye – 5.9.2005). Dersom investorene hadde hatt muligheten til å få betalt i form av aksjer i SeaDrill kunne man utsatt skattebetalingen til gevinsten ble realisert en gang i fremtiden. Siden én krone i dag er mer verd enn én krone om ett år ville investoren foretrekke å utsette betalingen. Han ville derfor muligens være villig til å ta til takke med en lavere premie på aksjene.



Imidlertid skal vi ikke glemme de andre forholdene som også spiller inn her. Ved aksjebytte blir investor utsatt for premerger og postmerger aksjeprisisiko som jeg diskuterte over. Samtidig var også SeaDrill involvert i en budkrig med Noble. Ville investorene foretrukket et tilbud om oppgjør i aksjer fra SeaDrill dersom Noble la harde cash på bordet?

#### **4.2.4 Governance**

John Fredriksen og Tor Olav Trøim har lenge vært kjent som tøffe investorer som legger lite imellom for å oppnå det de ønsker. Imidlertid er det mange som mener at de to på sine eldre dager er blitt noe roligere og at Fredriksen som eier er svært så investorvennlig. Grunnen til at han nylig valgte å levere inn sitt norske pass skal blant annet ha vært for å sikre at de andre investorene i de selskapene han kontrollerer ikke skulle risikere å komme inn under de såkalte Nokus-reglene (norskkontrollert utenlandsk selskap i lavskatteland), og dermed måtte betalt skatt på utbytte (Dagens Næringsliv – 16.5.2006).

##### *Aktive institusjonelle investorer*

Blant de 20 største investorene i SeaDrill finner vi en rekke institusjonelle investorer. Men frem til i dag kan jeg ikke finne noen tilfeller hvor de har engasjert seg i selskapets drifts eller investeringsbeslutninger.

Likevel vil det være betryggende for mange investorer at de er til stede. Mange institusjonelle investorer har de siste par årene signalisert at de ønsker å bli mer aktive. Dermed tror jeg at de vil gripe inn dersom det skulle være nødvendig. At de enda ikke har vært aktive kan jo tyde på at mye av det SeaDrill har gjort til nå har vært riktig? Det kan se slik ut på aksjekursutviklingen.

Per 7.6.2006 var SeaDrill det niende største selskapet på Oslo Børs hva angår markedsverdi. Samtidig har selskapet allerede opparbeidet seg til å bli Europas største riggselskap. En slik betydelig aktør i det norske og internasjonale markedet vil alltid overvåkes svært nøye av profesjonelle og institusjonelle investorer, myndigheter og media. Dermed vil vi nok få høre det dersom selskapet tar beslutninger markedet ikke er tilfreds med. Men selv de mest profesjonelle og dyktigste institusjonelle investorene kan la seg lure. Vi husker alle hvordan Enron gikk fra å være et bunnsolid amerikansk energiselskap til total kollaps nærmest over natta.

### *Ledelsens betydning*

SeaDrill er bare ett av mange selskaper i Fredriksens raskt voksende imperium. Problemet er bare at det stort sett er de samme folkene som går igjen i flere av hans selskaper. Fredriksen og Trøim regnes som så sentrale at Frontline i sin årsrapport for 2005 til amerikanske børsmyndigheter under avsnittet for ”risikofaktorer” skrev at det kan få ”alvorlige følger” dersom Fredriksen og Trøim ikke skulle være ”tilgjengelige” for rederiet i en lengre periode (Aftenposten Morgen – 11.3.2006).

Nettverket rundt Fredriksen er tett, men lite og sårbart. Selv om SeaDrill Management AS og SeaDrill Management (S) Pte Ltd. står for den daglige driften av selskapet i henholdsvis Stavanger og Singapore, er det Fredriksen og Trøim som står for de spektakulære investeringene. Milliardforretninger gjøres i en heseblesende fart, enten det gjelder shipping, rigg eller fisk. Fredriksen selv står i kulissene, mens Trøim er synlig og dirigerer troppene på de avgjørende møtene. I tillegg til at de to det siste året har bygget opp SeaDrill har de også snudd opp ned på verdens laksenæring.

At ledelsen er liten og jobber tett og raskt sammen kan ha vært avgjørende for at SeaDrill sikret seg Smedvig. I løpet av en hektisk romjul ble det besluttet at man ikke hadde til hensikt å gi opp kampen om Smedvig likevel. Dermed ble nye fremstøt mot å sikre seg selskapet gjort allerede noen få dager over nyttår. Da det første potensielle tilbudet ble forkastet fredagen over nyttårshelgen, ble et nytt lagt frem mandag morgen. Fredriksen og Trøim tar gjerne helgen i bruk for å fatte viktige investeringsbeslutninger. Så da har deres faste finansielle rådgivere i Carnegie og Pareto bare med å stille opp.

Et annet poeng som illustrerer at ledelsen er viktig er hvordan de har behandlet de forholdene ledelsen selv har særlig kontroll over. SeaDrill har vært svært konsekvent på å benytte seg av kontant betaling til selgende aksjonærer. Samtidig blir oppkjøpene finansiert av emisjoner og låneopptak. Gjeldsgraden i SeaDrill skal etter eget utsagn ligge over gjennomsnittet i bransjen. Teorien har da også vist at for avkastningen til aksjonærene i kjøpende selskap er oppgjør i cash bedre enn aksjer. Dessuten er lånte penger billigere enn ny egenkapital fra eksterne investorer. Faren er bare at det kan bli for mye gjeld som faller til betaling innen for kort tidsrom.

Dette er selvsagt aspekter ledelsen i SeaDrill er klar over. Investeringsmuligheter blir fattet raskt og effektivt, mens finansieringsbeslutningene granskes nøye. Trøim uttalte på en konferanse at tallberegninger var viktigere enn magefølelse. Likevel mener enkelte investorer at Fredriksen tar noe høy risiko. Kanskje er det fordi det går litt fort unna i svingene, eller vil tiden vise at de har rett?

### *Vennlige versus fiendtlige oppkjøp*

Når SeaDrill gjør business skjer det stort sett gjennom kontanttilbud direkte til aksjonærene i target selskap. I løpet av deres første år har de aldri begynt å forhandle med ledelsen i det selskapet de ønsker å kjøpe før de har kommet med et tilbud til aksjonærene. Denne direkte fremgangsmåten har resultert i positive så vel som negative reaksjoner fra target. Styret i Mosvold Drilling var negativt innstilt til et oppkjøp helt frem til SeaDrill kontrollerte over 50 % av aksjene i selskapet. Styret i Smedvig var på sin side positive fra dag tre..

Med sin negative innstilling klarte styret i Mosvold å presse prisen opp tre kroner per aksje gjennom å uttale seg negativt om budet fra SeaDrill. De mente budet ikke reflekterte de underliggende forholdene i selskapet, og lyktes i første omgang med å få med seg andre store aksjonærer. Likevel benyttet mange av de mindre aksjonærene seg av muligheten til å tegne aksjer i emisjonen SeaDrill utførte for å finansiere oppkjøpet. Mange småaksjonærer ønsket nok heller å være aksjonær i børsraketten SeaDrill enn å forbli i Mosvold Drilling.

Ved å henvende seg direkte til aksjonærene sparer SeaDrill mye tid. Forhandlingene dreier seg da kun om ett spørsmål; penger. I tilfellene med Mosvold og Smedvig ble SeaDrill tvunget til å øke budene for å få kontroll. Men så snart man hadde oppnådd 50 % av stemmene ble nye styrever med SeaDrills representanter valgt på ekstraordinære årsmøter. Dermed var det bare et tidsspørsmål før de resterende aksjonærene, ”frivillig eller ufrivillig”, ga fra seg sine eierandeler.

Å gå frem på denne måten er positivt når man tenker pris på target. En stor aktør som forhandler med mange små er alltid fordelaktig for den store. For de små vil meningene være mange og avgjørelsene sprike i begge retninger. For kjøper er det helt klart et positivt tegn å få et positivt signal fra det sittende styret, men er budet bra nok vil uansett mange aksjonærer la seg overtale til å selge. Oppnår man først 50 % av stemmene kan man velge nytt styre, og

med 95 % (på Bermuda, 90 % i Norge) av aksjene kan man tvangsinnløse de resterende aksjonærene og ta selskapet av børs.

Et usikkerhetsmoment er imidlertid hvorvidt ledelsen i target ønsker å samarbeid med kjøpende selskap i etterkant. I tilfellet med Smedvig var nettopp organisasjonen og menneskene svært viktige for å få på plass en driftsorganisasjon til å lede og utføre de daglige operasjoner. Hva hadde skjedd om viktige folk i Smedvig ikke hadde valgt å bli med videre fordi de følte seg forbigått i budprosessen? Ville hele oppkjøpet da vært mislykket?

### *Bruk av antitakeover defences*

Da SeaDrill i fjor sommer forsøkte å kjøpe opp Petrojack, ble de stoppet av det Tor Olav Trøim kaller en ”giftpille”. Etter å ha sikret seg en aksjepost på 6,69 % fredag 17.6.2005, benyttet ledelsen i Petrojack helgen til å utføre en rettet emisjon som skulle finansiere byggingen av en ny rigg. SeaDrills eierandeler ble dermed vannet ut, og resulterte i at selskapet i løpet av mandagen hadde solgt seg helt ut av Petrojack. Som et plaster på såret kunne man bokføre en gevinst på NOK 3,9 millioner.

Denne utstedingen av aksjer var muligens planlagt, men om den ble fremskyndet da SeaDrill la inn et bud på selskapet er uvisst. Som kjent var ikke ledelsen i Petrojack fornøyd med budet fra SeaDrill, og dermed oppnådde de akkurat det de ønsket. SeaDrill solgte seg helt ut, og aksjen hadde steget 11,2 % da børsen stengte mandag ettermiddag. Imidlertid sank verdien av aksjen utover i uka, og ved stengetid fredag kunne man konstatere at Petrojack var ned 6,4 % siden tirsdags morgen. Kanskje hadde markedet forventet et forbedret bud fra SeaDrill likevel? Forskning har også vist at når bud ikke går igjennom vil aksjen normalt falle til et nivå høyere enn det den sist ble handlet på. Så også i dette tilfellet.

Verken Smedvig eller Mosvold hadde eller valgte å ta i bruk noen spesielle former for anitakeover defences. Ledelsen i Mosvold ytte tidlig motstand ved å uttale at budet på NOK 14,- per aksje, og også det forbedrede budet på NOK 17,- per aksje var for lavt. Imidlertid ble ingen drastiske tiltak iverksatt, og ledelsen valgte også å selge sine egne aksjer da det ble kjent at SeaDrill hadde sikret seg kontroll. Større konflikt knyttet det seg til Mosvolds ”management fee”, avtalen som sikret det gamle styret et suksesshonorar på USD 25 mill som

en konsekvens av salget. Slik jeg ser det er ikke dette noen form for antitakeover defence. Avtalen fikk ingen konsekvenser i kampen om selskapets kontroll.

Smedvig ASA på sin side hadde to aksjeklasser, A-aksjer hvor eierne hadde stemmerett på generalforsamlingen, og B-aksjer uten stemmerett. Ellers var aksjene like hva angår alle andre formål. A-aksjen var dermed priset høyere enn B-aksjen. En slik aksjestruktur *kan* fremskaffe høyere pris ved at de (få) som kontrollerer selskapet forlanger ekstra høye premier for å gi fra seg kontrollen over selskapet. Imidlertid tror jeg én aksjeklasse hadde gitt eierne like god pris. Ettersom SeaDrill hevet budet på B-aksjen forholdsvis mer enn A-aksjen ved sitt siste bud tror jeg ikke klasseinndelingen hadde noen betydning. Jeg tror denne kanskje betyr mer når man forhandler med en enkelt aksjonær slik Noble gjorde.

## 5 Oppsummering

En oppsummering bør etter mitt skjønn være kort, noe jeg også har strukket meg etter. Imidlertid ønsker jeg å følge strukturen fra tidligere i oppgaven slik at jeg først oppsummerer avkastning før forholdene rundt transaksjonen blir diskutert.

### 5.1 Oppnådd avkastning

Aksjonærene i Smedvig mottok en budpremie på nesten 30 %, litt avhengig av hvilke kurser man legger til grunn for beregningen. Min påstand er at det er en normal premie for denne typen transaksjoner. Videre oppnådde aksjonærene i SeaDrill en gjennomsnittlig avkastning over 100 dager fra annonseringen av oppkjøpet på 0,33 %. Men volatiliteten i samme periode var meget høy. Tilsvarende standardavvik var hele 3,83 %. Da jeg tok hensyn til markedets avkastning fant jeg at SeaDrill-aksjen etter annonseringen av oppkjøpet hadde oppnådd en gjennomsnittlig meravkastning over 100 dager på 0,19 %, hvilket ikke var signifikant forskjellig fra Oslo Børs. Imidlertid var forskjellen signifikant på noe kortere tidshorisont, men den sterke uroen på Oslo Børs har bidratt til å sende aksjen kraftig ned. Også meravkastningen i forhold til porteføljen av 7 andre riggselskaper viste seg ikke å være signifikant, selv om den var positiv. En aksjeplassering i SeaDrill har gitt bedre avkastning enn hovedindeksen og min foreslåtte riggportefølje, men om dette skyldes oppkjøpet av Smedvig er umulig å si. Til det har volatiliteten vært for høy. Dermed er det mulig at den positive avkastningen heller har vært tilfeldig.

### 5.2 Hva gjorde man riktig, hva gjorde man galt?

Strategisk sett gjorde man mye riktig. Oppkjøpet av Smedvig betegnes som et fokusert oppkjøp, og sikret SeaDrill en organisasjon som kan operere deres raskt voksende flåte. I tillegg utfyller selskapene hverandre på en god måte hva angår fremtidig inntjening. Det er også forventninger om at det nye selskapet skal klare å nyttegjøre seg av kostnadsbesparende synergier, blant annet ved at man får større markedsmakt over mindre leverandører.

SeaDrill har siden oppstarten vektlagt at de ønsker å vokse gjennom fusjoner og oppkjøp. Fra et markedssynspunkt er det positivt at selskapet konstant er på utkikk etter nye investeringsmuligheter. Selskapet er også, foreløpig, lavt priset i forhold til bokførte midler. Man vil derfor anta en bedre avkastning på deres investeringer enn for dyrere selskap.

Smedvig var ikke et dårlig drevet selskap hvor Seadrill øynet muligheten til å tjene penger gjennom restrukturering. Det var først og fremst organisasjonen og de komplementære ressursene man betalte for. Til tross for konkurranse fra Noble ble ikke budpremien høyere enn hva som er normalt for børsnoterte selskap. Så *jeg* tror ikke prisen var for høy.

Kjøp av private selskaper, som Mosvold Drilling, har normalt gitt en positiv aksjeprisutvikling. Forskere har i disse tilfellene pekt på at betaling ved egne aksjer kan være positivt. Men ettersom familieinteressene i Mosvold var såpass små har jeg antydnet at et oppgjør i kontanter var vel så bra.

Som sagt ble oppkjøpet av Mosvold Drilling betalt for i cash, det gjorde også kjøpet av Smedvig. Ved å betale i cash "up front" påtar SeaDrill seg all risiko forbundet med kjøpet, og gir dermed et signal til markedet om at de har stor tro på sammenslåingen. Markedet har historisk sett hatt sansen for stegvise betalinger, men ettersom Peter Smedvig med familie ville raskt ut av selskapet, var nok full betaling eneste mulighet. En kontantbetaling får også positive skattemessige konsekvenser for SeaDrill ved at de gamle riggene til Smedvig kan oppskrives fra historisk kost til virkelig verdi. Og da Smedvig-familien først ville ut var nok kontantbetaling beste mulighet, selv om det for dem også innebar gevinstbeskatning. Den måtte jo kommet før eller siden.

Til slutt argumenterte jeg for at SeaDrill, gjennom Fredriksen og Trøim, har hatt to tøffe, men investorvennlige ledere. De er ute etter å tjene penger, noe de profesjonelle investorene liker. Markedet har også slengt seg på og har ved flere anledninger vært raske med å trække i bjellesauens fotspor.

## **6 Konklusjon: Var det et godt kjøp?**

Noen ganger kvier vi mennesker oss for å være for bastante og svare direkte på et spørsmål.

Det er selvfølgelig fristende denne gangen også, ettersom meravkastningen i ettertid ikke har vært signifikant positiv. Likevel føler jeg at det lyser litt igjennom underveis i oppgaven at jeg liker sammenslåingen. Jeg liker at noen tør å satse stort, for det er jo relativt ambisiøst å sette seg som mål å bli verdens største både på tank, rigg og laks.

Om ikke aksjeavkastningen i ettertid helt har støttet opp om min begeistring, så følger jeg analytiker Frank Harestad i at kjøpet av Smedvig nærmest var en nødvendighet. Jeg tror selskapet ville fått langt kraftigere voksesmerter om oppkjøpet ikke hadde skjedd.

Samtidig er det interessant å lese i Dagen Næringsliv (7.6.2006) at Fondsfinans rigganalytiker Kjetil Bakken mener selskapet fortsatt er for høyt priset og peker ut et kursmål på NOK 75,-. Han peker blant annet på ”risikoen for forsinkelser og kostnadsoverskridelser i nybyggingsprogrammet”. I motsatt ende sitter Paretos rigganalytikere, Tormod Høiby og Frank Harestad, som mener førstekvartalsresultatene ikke bød på noen overraskelser og at den siste tidens kraftige børsfall ikke signaliserer noen ny, stor fare. Deres kursmål er hele NOK 140,-.

Jeg er glad jeg i denne oppgaven slipper å uttale meg om et kortsiktig kursmål for SeaDrill. Jeg nøyer meg med å si at jeg tror avkastning på sikt vil komme til å være bedre med Smedvig som kompanjong enn med Smedvig som konkurrent. Og siden jeg også har kommentert at jeg ikke synes overtagelsesprisen var for høy, så må den endelige konklusjonen min bli; – JA, det var et godt kjøp!



## 7 Kildehenvisning

### Artikler og bøger

Black, Bernard S. (1992): Agents watching agents: The promise of institutional investor voice. (UCLA Law Review, Vol. 39, s. 811-893)

Bodie, Zvi et al. (2005): Investments. 6. utg. The McGraw-Hill Companies, Inc, New York.

Boye, Knut (2005): Nye regler for utbytte- og aksjegevinstbeskatning. (FIE 424, Forelesningsnotater 5.9.2005)

Bradley, Michael D. et al. (1988): Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. (Journal of Financial Economics, Vol. 21, s. 3-40)

Brealey, Richard A. og Stewart C. Myers (2003): Principles of Corporate Finance. 7. utg. The McGraw-Hill Companies, Inc, New York.

Brooks, Chris (2002): Introductory econometrics for finance. 1. utg. Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom.

Brown, Stephen J. og Jerold B. Warner (1985): Using daily stock returns: The case of event studies. (Journal of Financial Economics, Vol. 14, s 3-31)

Bruner, Robert F. (1988): The use of excess cash and debt capacity as a motive for merger. (Journal for Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23, nr. 2, s. 199-217)

Bruner, Robert F. (2004): Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research. (Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16, nr. 4, s. 63-76)

Bruner, Robert F. (2005): Deals From Hell: M&A Lessons That Rise Above the Ashes. 1. utg. John Wiley & Sons, Inc, New York.

Chang, Saeyoung (1998): Takeovers of privately held targets, method of payment and bidder returns. (Journal of Finance, Vol. 53, nr.2, s. 773–784)

Eckbo, Espen B. (1992): Mergers and the Value of Antitrust Deterrence. (The Journal of Finance, Vol. 47, nr. 3, s. 1005-1029)

Fuller, Kathleen et al. (2002): What Do Returns to Acquiring Firm Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. (The Journal of Finance, Vol. 57, nr. 4, s. 1763-1794)

Healy, Paul M. et al. (1997): Which takeovers are profitable: Strategic or Financial? (Sloan Management review, Vol. 38, nr. 4, s. 45-57)

Jensen, Michael C. (2004): Agency Costs of Overvalued Equity. (Harvard Business School, Finance Working Paper nr. 39/2004)

Kohers, Ninon og James Ang (2000): Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay. (Journal of Business, Vol. 73, Nr. 3, s. 445-476)

Lamont, Owen (1997): Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. (The Journal of Finance, Vol. 52, nr. 1, s. 83-109)

Lyandres, Evgeny (2005): Strategic Cost of Diversification: Theory and Evidence. (Simon Business School, Working Paper, nr. FR 03-14)

Moeller, Sara B. et al. (2004): Firm size and the gains from acquisitions. (Journal of Financial Economics, Vol. 73, s. 201-228)

Moeller, Sara B. et al. (2005): Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. (The Journal of Finance, Vol. 60, nr. 2, s. 757-782)

Rappaport, Alfred og Mark L. Sirower (1999): Stock or Cash? The Trade-offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions. (Harvard Business Review, November-December 1999, s. 147-158)

Rau, Raghavendra P. og Theo Vermaelen (1998): Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. (Journal of Financial Economics, Vol. 49, s. 223-253)

Ruback, Richard S. (1986): An Overview of Takeover Defenses. (Sloan School of Management, MIT, Cambridge, MA, Working Paper nr. 1836-86)

Shleifer, Andrei, og Robert W. Vishny (1997): A Survey of Corporate Governance. (The Journal of Finance, Vol. 52, nr. 2, s.737-783)

Wulf, Julie (2004): Do CEOs in mergers trade power for premium? (Journal of Law Economics and Organization, Vol. 20, nr. 1, s. 60-101)

## **Aviser og tidsskrifter**

### **Aftenposten Morgen**

20.12.2005, Del 3, s 6, Kaster Smedvig-kortene

5.1.2006, Del 3, s 5, God respons på lynbud

21.1.2006, Del 1, s 16, Har kjempet seg til kontroll

### **Dagens Næringsliv – Papirutgave:**

11.5.2005, s15, Lager nytt riggselskap

24.11.2005, s 21, Eldre rigger finansierer nybygg

14.12.2005, s 6, Føler seg kynisk brukt

17.12.2005, s 4, Byr på hele Smedvig

6.1.2006, s 8, Noble får stryk for jobben

10.1.2006, s 4, Pareto tilbød Noble kontroll

10.1.2006, s 4, Tror vi kommer i mål

24.1.2006, s10, SeaDrill-meglerne kan få nær 300 mill.

2.3.2006, s 14, Mosvold Snappet 170 millioner

2.3.2006, s 14, Ville blitt nedslående

3.3.2006, s 15, Mener Mosvold tok 84 millioner for mye

31.3.2006, s 4, Milliardene yngler for de største

16.5.2006, s 11, Tar hensyn til andre aksjonærer

3.6.2006, s 84-85, Børs & Marked

7.6.2006, s 11, Senker SeaDrill

7.6.2006, s 40, Fik til Fredriksen

#### **NTB – Norsk Telegrambyrå AS:**

9.1.2006, Røkke møter “Storeulv” i Barentshavet

Publisert i Dagens Næringsliv

#### **Internett**

##### **Dn.no - Dagens Næringsliv Nettutgave:**

21.6.2005, Gir opp Petrojack etter giftpille

<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article537058.ece>>

21.6.2005, Fredriksen slår klørne i Odfjell Invest

<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article537240.ece>>

14.7.2005, Fredriksen inni Ocean Rig

<<http://www.dn.no/forsiden/energi/article553485.ece>>

22.7.2005, Kjøper seg opp i rigg-selskap

<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article558281.ece>>

6.1.2006, Fredriksen casher inn en halv milliard

<<http://www.dn.no/forsiden/article688968.ece>>

9.1.2006, Mosvold avviser Fredriksen

<<http://www.dn.no/forsiden/energi/article690568.ece>>

12.1.2006, Smedvig anbefaler Fredriksen-bud

<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article692951.ece>>

31.1.2006, SeaDrill tar riktige grep

<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article706765.ece>>

18.4.2006, Ufattelig Fredriksen-gevinst

<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article763061.ece>>

### **Forbes.com**

19.4.2006, Viking Attack

<[http://www.forbes.com/energy/2006/04/19/seadrill-drilling-billionaires-cz\\_ch\\_0419fredriksen.html](http://www.forbes.com/energy/2006/04/19/seadrill-drilling-billionaires-cz_ch_0419fredriksen.html)>

### **Lindorffd.com**

lindorffd.com, forklaring til nøkkeltall

<<https://www.lindorffd.com/faq/nokkeltall.html>>

### **Netfonds.no – Selskapsmeldinger fra Mosvold Drilling Ltd.**

16.2.2006, MOSD-offer from SeaDrill Limited

<<http://hopey.netfonds.no/release.php?sequence=243803>>

## **Newsweb.no – Oslo Børs selskapsmeldinger**

### *Meldinger fra Seadrill:*

8.12.2005, Filing in Mosvold Drilling Ltd.

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding\\_ID=118251&lang=&date\\_start=01.12.2005&date\\_stop=31.12.2005&ncat\\_id=109](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding_ID=118251&lang=&date_start=01.12.2005&date_stop=31.12.2005&ncat_id=109)>

23.12.2005, Siste noteringsdag i dag

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=OIL&melding\\_ID=119197&lang=&date\\_start=01.01.2005&date\\_stop=31.12.2005&ncat\\_id=74](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=OIL&melding_ID=119197&lang=&date_start=01.01.2005&date_stop=31.12.2005&ncat_id=74)>

4.1.2006, Potential Voluntary Offer

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding\\_ID=119533&lang=&date\\_start=01.12.2005&date\\_stop=06.05.2006&ncat\\_id=114](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding_ID=119533&lang=&date_start=01.12.2005&date_stop=06.05.2006&ncat_id=114)>

6.1.2006, Regarding Smedvig ASA

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding\\_ID=119658&lang=&date\\_start=01.12.2005&date\\_stop=06.05.2006&ncat\\_id=114](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding_ID=119658&lang=&date_start=01.12.2005&date_stop=06.05.2006&ncat_id=114)>

9.1.2006, Voluntary offer for all outstanding shares in Smedvig ASA

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding\\_ID=119762&lang=&date\\_start=01.12.2005&date\\_stop=06.05.2006&ncat\\_id=76](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding_ID=119762&lang=&date_start=01.12.2005&date_stop=06.05.2006&ncat_id=76)>

23.1.2006, Completed equity issue

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding\\_ID=120404&lang=&date\\_start=20.01.2006&date\\_stop=27.04.2006&ncat\\_id=71](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding_ID=120404&lang=&date_start=20.01.2006&date_stop=27.04.2006&ncat_id=71)>

20.2.2006, Acceptance Level Mosvold Drilling Ltd.

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding\\_ID=122182&lang=&date\\_start=27.11.2005&date\\_stop=27.04.2006&ncat\\_id=76](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SDRL&melding_ID=122182&lang=&date_start=27.11.2005&date_stop=27.04.2006&ncat_id=76)>

### *Meldinger fra Smedvig:*

13.12.2005, Peter T. Smedvig selger sine aksjer i Smedvig ASA

<[http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SME&melding\\_ID=118444&lang=&date\\_start=27.11.2005&date\\_stop=27.04.2006&ncat\\_id=114](http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=SME&melding_ID=118444&lang=&date_start=27.11.2005&date_stop=27.04.2006&ncat_id=114)>

17.2.2006, Protokoll fra ekstraordinær generalforsamling i Smedvig  
<<http://www.newsweb.no/cdco/atmnt/GFex06refno.pdf?id=42352>> (6.5.2006)

### **Seadrill.bm - Hjemmesiden:**

31.8.2005, Pareto Offshore Conference 31.8.2005 (Company presentation)  
<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1009189/156196.pdf>> (4.5.2006)

21.11.2005, Listing Prospectus SeaDrill (Company presentation)  
<<http://www.seadrill.bm/IR/presentations.shtml>> (3.5.2006)

22.11.2005, Presentation Oslo Stock Exchange (Company presentation)  
<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1022512/161736.pdf>> (4.5.2006)

30.11.2005, Interim Report July – September 2005 (Company report)  
<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1023584/162157.pdf>> (4.5.2006)

31.12.2005, Largest shareholders  
<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1028402/164571.xls>>

1.5.2006, Largest shareholders  
<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1048610/172849.xls>> (4.5.2006)

1.6.2006, First quarter 2006 report (company report)  
<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1053675/175307.pdf>>

2.6.2006, 1Q results 2006 (Company presentation)  
<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1053863/175377.pdf>>

Complete Rig List as of June, 2006.  
<<http://www.seadrill.bm/riglist>> (2.6.2006)

History

<<http://www.seadrill.bm/company/history.shtml>> (3.5.2006)

### **Smedvig.no – Hjemmesiden:**

Fleet concepts

<[http://www.smedvig.no/index2.asp?iMenuExpandId=142&strURL=modules/module\\_109/publisher\\_view\\_product.asp?iEntityId=356](http://www.smedvig.no/index2.asp?iMenuExpandId=142&strURL=modules/module_109/publisher_view_product.asp?iEntityId=356)> (5.5.2006)

Investor Relations Policy

<[http://www.smedvig.no/index2.asp?iMenuExpandId=142&strURL=modules/module\\_109/publisher\\_view\\_product.asp?iEntityId=356](http://www.smedvig.no/index2.asp?iMenuExpandId=142&strURL=modules/module_109/publisher_view_product.asp?iEntityId=356)> (5.5.2006)

### **Telefonintervju**

Magne Kristiansen, CEO Mosvold Management, 23.5.2006.

Frank Harestad, rigganalytiker Pareto Securities, 29.5.2006.

### **Aksjeanalyser**

#### **DnB NOR Markets**

Karlsen, Martin Huseby (21.11.2005): Initiating coverage SeaDrill



## Appendiks 1

Budpremie til Smedvigs aksjonærer

Dato			Avkastning		Akkumulert avkastning	
	SME	SMEB	SME	SMEB	SME	SMEB
12.05.2005	107,50	89,00				
13.05.2005	104,00	86,00	-3,31 %	-3,43 %	-3,31 %	-3,43 %
08.12.2005	160,50	128,50	2,52 %	4,78 %	40,08 %	36,73 %
09.12.2005	160,50	128,75	0,00 %	0,19 %	40,08 %	36,92 %
12.12.2005	160,50	129,00	0,00 %	0,19 %	40,08 %	37,12 %
13.12.2005	184,50	147,00	13,94 %	13,06 %	54,02 %	50,18 %
14.12.2005	185,00	146,50	0,27 %	-0,34 %	54,29 %	49,84 %
15.12.2005	191,00	151,00	3,19 %	3,03 %	57,48 %	52,86 %
16.12.2005	193,00	154,50	1,04 %	2,29 %	58,52 %	55,16 %
19.12.2005	192,50	152,00	-0,26 %	-1,63 %	58,26 %	53,52 %
20.12.2005	192,00	151,50	-0,26 %	-0,33 %	58,00 %	53,19 %
21.12.2005	192,00	151,00	0,00 %	-0,33 %	58,00 %	52,86 %
22.12.2005	196,00	152,50	2,06 %	0,99 %	60,06 %	53,85 %
23.12.2005	193,00	153,00	-1,54 %	0,33 %	58,52 %	54,18 %
27.12.2005	193,50	155,50	0,26 %	1,62 %	58,78 %	55,80 %
28.12.2005	194,50	154,00	0,52 %	-0,97 %	59,29 %	54,83 %
29.12.2005	195,50	155,00	0,51 %	0,65 %	59,81 %	55,48 %
30.12.2005	197,00	156,00	0,76 %	0,64 %	60,57 %	56,12 %
02.01.2006	197,00	158,00	0,00 %	1,27 %	60,57 %	57,40 %
03.01.2006	198,00	159,00	0,51 %	0,63 %	61,08 %	58,03 %
04.01.2006	201,00	160,00	1,50 %	0,63 %	62,58 %	58,65 %
05.01.2006	200,00	159,50	-0,50 %	-0,31 %	62,08 %	58,34 %
06.01.2006	200,00	158,00	0,00 %	-0,94 %	62,08 %	57,40 %
09.01.2006	207,00	165,50	3,44 %	4,64 %	65,52 %	62,03 %
10.01.2006	208,00	165,00				
11.01.2006	208,50	164,50				
12.01.2006	208,50	164,50				
13.01.2006	208,00	164,50				
16.01.2006	208,00	164,50				
17.01.2006	206,00	164,50				
18.01.2006	205,00	163,00				
19.01.2006	206,00	162,50				

### Snittpris 12.5.2005 - 6.1.2006

Uvektet            145,38      116,95

### Snittpris 12.5.2005 - 12.12.2005

Uvektet            139,56      112,52

\*Sluttkurs finnes ikke for SMEB. Er dermed estimert som middelvei mellom kjøper og selger

13.12.2005 solgte Peter Smedvig familiens aksjeandel på 39,2 % til Noble

9.1.2006 kom budet fra SeaDrill på 205 kroner og 165 kroner per A- og B-aksje

20.1.2006 kom meldingen om at SeaDrill hadde sikret seg mer enn 50 % av de kontrollerende A-aksjene

## Budpremie Smedvig

Type	Antall
A-aksjer	53 764 004
B-aksjer	27 970 000

### SeaDrills bud

Pris (kr)	Verdi (kr)
205	11 021 620 820
165	4 615 050 000
<b>SUM</b>	<b>15 636 670 820</b>

### Nobles Bud

Pris (kr)	Verdi (kr)
200	10 752 800 800
150	4 195 500 000
<b>SUM</b>	<b>14 948 300 800</b>

### Kurs 12.12.2005

Pris (kr)	Verdi (kr)
160,5	8 629 122 642
129	3 608 130 000
<b>SUM</b>	<b>12 237 252 642</b>

### Snittpris 12.5.2005 - 6.1.2006

Pris (kr)	Verdi (kr)
145,38	7 816 379 511
116,95	3 271 165 976
<b>SUM</b>	<b>11 087 545 487</b>

### Snittpris 12.5.2005 - 12.12.2005

Pris (kr)	Verdi (kr)
139,56	7 503 550 075
112,52	3 147 273 311
<b>SUM</b>	<b>10 650 823 386</b>

### Total Premie SeaDrills bud ifht:

Nobles bud	4,61 %
Kurs 12.12.2005	27,78 %
Snittpris 12.5.2005 - 6.1.2006	41,03 %
Snittpris 12.5.2005 - 12.12.2005	46,81 %
<b>Snitt 3 siste</b>	<b>38,54 %</b>

### Premie ifht kurs 12.12.2005

A-aksjer	27,73 %
B-aksjer	27,91 %

## **Forklaringer til appendiks 1**

### *Side 1*

Kursene er hentet fra oslobors.no (12.5.2006 og 7.6.2006). SME indikerer Smedvig A-aksje, mens SMEB indikerer Smedvig B-aksje. Alle kursene er sluttkursen den aktuelle dagen. Avkastningen er beregnet som en logaritmisk avkastning (naturlig logaritme) for hver enkelt dag. Akkumulert avkastning er den naturlige logaritmen av kurs på tid  $t$ , dividert på kurs 12.5.2005 ( $t=0$ ). Snittprisen er uvektet, aritmetisk gjennomsnitt for perioden.

### *Side 2*

Antall aksjer er hentet fra årsrapporten 2005 (smedvig.no – annual report 2005). Videre er markedsverdien av Smedvig regnet ut på bakgrunn av budene fra SeaDrill og Noble, samt for sluttkursen 12.12.2005 og snittkursen for perioden 12.5.2005 – 6.1.2006 og 12.5.2005 – 12.12.2005. Budpremien er beregnet for å finne ut hvor mye bedre SeaDrills bud er enn Nobles og kursene før Nobles bud ble kjent. Snitt tre siste er et aritmetisk gjennomsnitt av premien SeaDrill betalte i forhold til sluttkurs 12.12.2005 og de to periodene. Til slutt er også SeaDrills budpremier for hver enkelt av aksjene beregnet i forhold til kurs 12.12.2005.

### Kilder:

oslobors.no – Ticker = SME

<[http://www.oslobors.no/ob/aksje\\_interaktiv\\_graf?p\\_period=1D&p\\_instrid=ticker.ose.SME&menu2show=1.1.2.6.](http://www.oslobors.no/ob/aksje_interaktiv_graf?p_period=1D&p_instrid=ticker.ose.SME&menu2show=1.1.2.6.)> (12.5.2006) og (7.6.2006).

oslobors.no – Ticker = SMEB

<[http://www.oslobors.no/ob/aksje\\_interaktiv\\_graf?p\\_period=1D&p\\_instrid=ticker.ose.SMEB&menu2show=1.1.2.6.](http://www.oslobors.no/ob/aksje_interaktiv_graf?p_period=1D&p_instrid=ticker.ose.SMEB&menu2show=1.1.2.6.)> (12.5.2006) og (7.6.2006).

smedvig.no – annual report 2005

<<http://www.smedvig.no/FileArchive/79/Annual%20report%202005.pdf>>

## Appendiks 2

t	Dato	Kurs								
		OSEBX	SDRL	AWO	EDRILL	OCR	PDR	PRS	SIN	SUB
-33	22.11.2005	313,70	44,00	31,90	79,00	34,38	1,43	238,50	54,50	67,75
-32	23.11.2005	312,84	43,50	32,30	77,25	34,50	1,44	237,00	53,75	66,50
-31	24.11.2005	311,08	43,40	32,40	79,00	34,88	1,42	244,00	53,75	66,50
-5	02.01.2006	332,94	55,75	43,90	105,00	47,13	3,26	285,00	90,00	79,75
-4	03.01.2006	335,48	57,00	44,90	110,00	45,88	3,25	280,00	90,25	81,00
-3	04.01.2006	338,01	57,00	44,40	108,00	45,25	3,22	287,50	88,25	80,50
-2	05.01.2006	336,96	57,50	44,30	107,00	46,00	3,16	295,00	87,75	79,50
-1	06.01.2006	338,74	56,75	44,20	107,00	43,63	3,41	289,50	88,25	79,00
0	09.01.2006	339,70	57,25	45,90	110,00	44,88	3,45	300,50	89,50	79,75
1	10.01.2006	337,31	56,75	45,00	108,00	44,25	3,45	295,00	88,00	78,50
2	11.01.2006	337,40	56,25	44,80	106,50	43,63	3,40	298,50	87,25	76,75
3	12.01.2006	341,75	62,00	47,80	110,25	43,88	3,70	300,50	89,00	76,25
4	13.01.2006	338,56	62,50	46,70	110,00	43,25	3,82	299,00	87,00	75,00
5	16.01.2006	341,77	64,25	48,20	110,00	43,75	3,99	303,50	90,75	76,50
6	17.01.2006	340,00	63,25	47,90	107,00	43,25	3,81	298,00	89,50	76,00
7	18.01.2006	334,75	61,00	47,60	104,00	43,00	3,65	295,00	88,00	73,00
8	19.01.2006	342,39	63,75	49,20	107,00	43,25	3,82	302,00	91,50	76,75
9	20.01.2006	346,47	66,50	50,00	108,00	43,75	3,81	305,00	94,00	80,25
10	23.01.2006	342,32	68,00	48,90	106,00	43,38	3,81	306,00	94,25	79,75
11	24.01.2006	345,27	68,50	48,70	107,00	44,63	3,77	303,00	97,00	80,50
12	25.01.2006	345,93	72,00	50,25	106,50	44,75	3,77	300,00	98,25	80,00
13	26.01.2006	347,58	69,00	49,10	106,00	44,88	3,80	300,00	96,50	79,00
14	27.01.2006	354,74	71,00	51,25	105,00	45,38	3,82	314,00	98,75	80,50
15	30.01.2006	359,14	71,50	51,25	104,50	45,38	3,82	319,00	100,25	79,50
16	31.01.2006	355,20	69,75	49,30	108,00	44,00	3,66	313,00	96,00	76,50
17	01.02.2006	359,46	72,50	51,50	111,00	44,63	3,78	307,50	103,00	78,75
99	06.06.2006	379,60	83,00	50,50	108,25	42,00	3,01	349,00	118,50	93,50
100	07.06.2006	377,18	79,00	49,80	101,75	41,20	2,96	336,00	116,50	90,00

Logartmisk Avkastning									Betajustert markedsavkastning (OSEBX)	
OSEBX	SDRL	AWO	EDRILL	OCR	PDR	PRS	SIN	SUB	OSEBX	Meravkast SDRL
-0,27 %	-1,14 %	1,25 %	-2,24 %	0,36 %	0,70 %	-0,63 %	-1,39 %	-1,86 %	-0,37 %	-0,78 %
-0,56 %	-0,23 %	0,31 %	2,24 %	1,08 %	-1,40 %	2,91 %	0,00 %	0,00 %	-0,75 %	0,52 %
0,13 %	2,73 %	3,48 %	4,38 %	1,87 %	0,31 %	-0,52 %	4,84 %	0,00 %	0,17 %	2,55 %
0,76 %	2,22 %	2,25 %	4,65 %	-2,69 %	-0,31 %	-1,77 %	0,28 %	1,56 %	1,01 %	1,20 %
0,75 %	0,00 %	-1,12 %	-1,83 %	-1,37 %	-0,93 %	2,64 %	-2,24 %	-0,62 %	1,00 %	-1,00 %
-0,31 %	0,87 %	-0,23 %	-0,93 %	1,64 %	-1,88 %	2,58 %	-0,57 %	-1,25 %	-0,42 %	1,29 %
0,53 %	-1,31 %	-0,23 %	0,00 %	-5,30 %	7,61 %	-1,88 %	0,57 %	-0,63 %	0,70 %	-2,02 %
0,28 %	0,88 %	3,77 %	2,77 %	2,83 %	1,17 %	3,73 %	1,41 %	0,94 %	0,38 %	0,50 %
-0,71 %	-0,88 %	-1,98 %	-1,83 %	-1,40 %	0,00 %	-1,85 %	-1,69 %	-1,58 %	-0,94 %	0,07 %
0,03 %	-0,88 %	-0,45 %	-1,40 %	-1,42 %	-1,46 %	1,18 %	-0,86 %	-2,25 %	0,04 %	-0,92 %
1,28 %	9,73 %	6,48 %	3,46 %	0,57 %	8,46 %	0,67 %	1,99 %	-0,65 %	1,71 %	8,02 %
-0,94 %	0,80 %	-2,33 %	-0,23 %	-1,43 %	3,19 %	-0,50 %	-2,27 %	-1,65 %	-1,25 %	2,06 %
0,94 %	2,76 %	3,16 %	0,00 %	1,15 %	4,35 %	1,49 %	4,22 %	1,98 %	1,26 %	1,50 %
-0,52 %	-1,57 %	-0,62 %	-2,77 %	-1,15 %	-4,62 %	-1,83 %	-1,39 %	-0,66 %	-0,69 %	-0,88 %
-1,56 %	-3,62 %	-0,63 %	-2,84 %	-0,58 %	-4,29 %	-1,01 %	-1,69 %	-4,03 %	-2,08 %	-1,54 %
2,26 %	4,41 %	3,31 %	2,84 %	0,58 %	4,55 %	2,35 %	3,90 %	5,01 %	3,01 %	1,40 %
1,18 %	4,22 %	1,61 %	0,93 %	1,15 %	-0,26 %	0,99 %	2,70 %	4,46 %	1,58 %	2,64 %
-1,21 %	2,23 %	-2,22 %	-1,87 %	-0,86 %	0,00 %	0,33 %	0,27 %	-0,63 %	-1,61 %	3,84 %
0,86 %	0,73 %	-0,41 %	0,94 %	2,84 %	-1,06 %	-0,99 %	2,88 %	0,94 %	1,15 %	-0,41 %
0,19 %	4,98 %	3,13 %	-0,47 %	0,28 %	0,00 %	-1,00 %	1,28 %	-0,62 %	0,25 %	4,73 %
0,48 %	-4,26 %	-2,32 %	-0,47 %	0,28 %	0,79 %	0,00 %	-1,80 %	-1,26 %	0,64 %	-4,89 %
2,04 %	2,86 %	4,29 %	-0,95 %	1,11 %	0,52 %	4,56 %	2,30 %	1,88 %	2,72 %	0,13 %
1,23 %	0,70 %	0,00 %	-0,48 %	0,00 %	0,00 %	1,58 %	1,51 %	-1,25 %	1,65 %	-0,94 %
-1,10 %	-2,48 %	-3,88 %	3,29 %	-3,08 %	-4,28 %	-1,90 %	-4,33 %	-3,85 %	-1,47 %	-1,01 %
1,19 %	3,87 %	4,37 %	2,74 %	1,41 %	3,23 %	-1,77 %	7,04 %	2,90 %	1,59 %	2,28 %
-2,95 %	-7,82 %	-6,70 %	-1,83 %	-5,33 %	-2,95 %	-3,93 %	-4,54 %	-2,64 %	-3,94 %	-3,88 %
-0,64 %	-4,94 %	-1,40 %	-6,19 %	-1,92 %	-1,68 %	-3,80 %	-1,70 %	-3,82 %	-0,85 %	-4,09 %

Enkel Avkastning									Meravkastning		
OSEBX	SDRL	AWO	EDRILL	OCR	PDR	PRS	SIN	SUB	Portefølje (P)	SDRL - P	Akk
-0,27 %	-1,14 %	1,25 %	-2,22 %	0,36 %	0,70 %	-0,63 %	-1,38 %	-1,85 %	-0,54 %	-0,60 %	
-0,56 %	-0,23 %	0,31 %	2,27 %	1,09 %	-1,39 %	2,95 %	0,00 %	0,00 %	0,75 %	-0,98 %	
0,13 %	2,76 %	3,54 %	4,48 %	1,89 %	0,31 %	-0,52 %	4,96 %	0,00 %	2,09 %	0,67 %	
0,76 %	2,24 %	2,28 %	4,76 %	-2,65 %	-0,31 %	-1,75 %	0,28 %	1,57 %	0,60 %	1,65 %	
0,75 %	0,00 %	-1,11 %	-1,82 %	-1,36 %	-0,92 %	2,68 %	-2,22 %	-0,62 %	-0,77 %	0,77 %	
-0,31 %	0,88 %	-0,23 %	-0,93 %	1,66 %	-1,86 %	2,61 %	-0,57 %	-1,24 %	-0,08 %	0,96 %	
0,53 %	-1,30 %	-0,23 %	0,00 %	-5,16 %	7,91 %	-1,86 %	0,57 %	-0,63 %	0,09 %	-1,39 %	1,00
0,28 %	0,88 %	3,85 %	2,80 %	2,87 %	1,17 %	3,80 %	1,42 %	0,95 %	2,41 %	-1,53 %	98,47 %
-0,70 %	-0,87 %	-1,96 %	-1,82 %	-1,39 %	0,00 %	-1,83 %	-1,68 %	-1,57 %	-1,46 %	0,59 %	99,05 %
0,03 %	-0,88 %	-0,44 %	-1,39 %	-1,41 %	-1,45 %	1,19 %	-0,85 %	-2,23 %	-0,94 %	0,06 %	99,11 %
1,29 %	10,22 %	6,70 %	3,52 %	0,57 %	8,82 %	0,67 %	2,01 %	-0,65 %	3,09 %	7,13 %	106,18 %
-0,93 %	0,81 %	-2,30 %	-0,23 %	-1,42 %	3,24 %	-0,50 %	-2,25 %	-1,64 %	-0,73 %	1,53 %	107,81 %
0,95 %	2,80 %	3,21 %	0,00 %	1,16 %	4,45 %	1,51 %	4,31 %	2,00 %	2,38 %	0,42 %	108,27 %
-0,52 %	-1,56 %	-0,62 %	-2,73 %	-1,14 %	-4,51 %	-1,81 %	-1,38 %	-0,65 %	-1,84 %	0,28 %	108,57 %
-1,54 %	-3,56 %	-0,63 %	-2,80 %	-0,58 %	-4,20 %	-1,01 %	-1,68 %	-3,95 %	-2,12 %	-1,44 %	107,01 %
2,28 %	4,51 %	3,36 %	2,88 %	0,58 %	4,66 %	2,37 %	3,98 %	5,14 %	3,28 %	1,23 %	108,32 %
1,19 %	4,31 %	1,63 %	0,93 %	1,16 %	-0,26 %	0,99 %	2,73 %	4,56 %	1,68 %	2,64 %	111,18 %
-1,20 %	2,26 %	-2,20 %	-1,85 %	-0,86 %	0,00 %	0,33 %	0,27 %	-0,62 %	-0,71 %	2,96 %	114,47 %
0,86 %	0,74 %	-0,41 %	0,94 %	2,88 %	-1,05 %	-0,98 %	2,92 %	0,94 %	0,75 %	-0,01 %	114,45 %
0,19 %	5,11 %	3,18 %	-0,47 %	0,28 %	0,00 %	-0,99 %	1,29 %	-0,62 %	0,38 %	4,73 %	119,86 %
0,48 %	-4,17 %	-2,29 %	-0,47 %	0,28 %	0,80 %	0,00 %	-1,78 %	-1,25 %	-0,67 %	-3,49 %	115,68 %
2,06 %	2,90 %	4,38 %	-0,94 %	1,11 %	0,53 %	4,67 %	2,33 %	1,90 %	2,00 %	0,90 %	116,72 %
1,24 %	0,70 %	0,00 %	-0,48 %	0,00 %	0,00 %	1,59 %	1,52 %	-1,24 %	0,20 %	0,51 %	117,31 %
-1,10 %	-2,45 %	-3,80 %	3,35 %	-3,03 %	-4,19 %	-1,88 %	-4,24 %	-3,77 %	-2,51 %	0,06 %	117,38 %
1,20 %	3,94 %	4,46 %	2,78 %	1,42 %	3,28 %	-1,76 %	7,29 %	2,94 %	2,92 %	1,03 %	118,59 %
-2,91 %	-7,52 %	-6,48 %	-1,81 %	-5,19 %	-2,90 %	-3,86 %	-4,44 %	-2,60 %	-3,90 %	-3,62 %	133,34 %
-0,64 %	-4,82 %	-1,39 %	-6,00 %	-1,90 %	-1,66 %	-3,72 %	-1,69 %	-3,74 %	-2,87 %	-1,95 %	130,75 %

	<b>Annualisert</b>	<b>En dag</b>	<b>9.1.2006-7.6.2006</b>
<b>Rente*</b>	2,72 %	0,01 %	1,10 %
<b>Antall dager</b>	250	1	101

### Avkastning SeaDrill 9.1.2006 - 7.6.2006

Standardavvik er beregnet på bakgrunn av kurser 9.1.2006 - 7.6.2006

	Snitt	Annualisert	Periode
Avkast	0,33 %	82,01 %	33,13 %
Stdev	3,83 %	60,56 %	38,50 %

### Meravkastning 9.1.2006 - 7.6.2006 ift betajustert markedsavkastning

Standardavvik og beta er beregnet på bakgrunn av kurser 22.11.2005 - 6.1.2006

	Snitt	Annualisert	Periode
Avkast	0,19 %	46,40 %	18,74 %
Stdev	1,96 %	30,98 %	19,69 %

$H_0: r_i - \beta \cdot r_m = r_f \cdot (1 - \beta)$

Rf*(1-Beta)	0,00 %	-0,91 %	-0,37 %
-------------	--------	---------	---------

t-verdi **0,97**

\*NIBOR gjennomsnittlig 3-mnd rente 9.1.2006 - 7.6.2006

## CAR<sub>t</sub>

Markedsavkastningen er ikke betajustert og H<sub>0</sub>:meravkastning=0 pga lav daglig rente

t	t=-1,T=1	t=-2,T=2	t=-3,T=3	t=-5,T=5	t=-11,T=11	t=-30,T=30
-30						0,00 %
-11					0,00 %	12,28 %
-5				0,00 %	4,17 %	16,44 %
-3			0,00 %	0,71 %	4,87 %	17,15 %
-2		0,00 %	1,18 %	1,89 %	6,06 %	18,33 %
-1	0,00 %	-1,84 %	-0,66 %	0,05 %	4,22 %	16,49 %
0	0,59 %	-1,25 %	-0,06 %	0,64 %	4,81 %	17,09 %
1	0,42 %	-1,42 %	-0,23 %	0,47 %	4,64 %	16,92 %
2		-2,33 %	-1,14 %	-0,44 %	3,73 %	16,01 %
3			7,31 %	8,01 %	12,18 %	24,46 %
5				11,57 %	15,74 %	28,02 %
11					21,13 %	33,40 %
30						30,96 %

### Antall dager i perioden

3	5	7	11	23	61
---	---	---	----	----	----

### Tilhørende standardavvik

3,39 %	4,38 %	5,18 %	6,50 %	9,40 %	15,30 %
--------	--------	--------	--------	--------	---------

### t-verdi

0,12	(0,53)	1,41	1,78	2,25	2,02
------	--------	------	------	------	------

### Antall frihetsgrader

2	4	6	10	22	60
---	---	---	----	----	----



## Kroneavkastning\*

\*Kroneavkastningen er ikke "net of market".

Antall aksjer i SeaDrill per 1.1.2006 229 133 216

### t=-2,t=+1

	<i>Kroner</i>
Pris 5.1.2006	57,50
Markedsverdi 5.1.2006	13 175 159 920
Pris 10.1.2006	56,75
Markedsverdi 10.1.2006	13 003 310 008
Kroneendring	(171 849 912)
Kroneendring i prosent	-1,30 %
CAR (-2,1)	-1,42 %

### t=-2,t=+5

Pris 16.1.2006	64,25
Markedsverdi 16.1.2006	14 721 809 128
Kroneendring	1 546 649 208
Kroneendring i prosent	11,74 %
CAR (-2,5)	9,68 %

### t=-2,t=+11

Pris 24.1.2006	68,50
Markedsverdi 24.1.2006	15 695 625 296
Kroneendring	2 520 465 376
Kroneendring i prosent	19,13 %
CAR (-2,11)	15,07 %



## Meravkastning 9.1.2006 - 7.6.2006 ift portefølje av riggaksjer

Enkel avkastning

	<u>OSEBX</u>	<u>SDRL</u>	<u>AWO</u>	<u>EDRILL</u>	<u>OCR</u>	<u>PDR</u>	<u>PRS</u>	<u>SIN</u>	<u>SUB</u>	<u>Portefølje</u>	<u>SDRL - P</u>
<b>Avkastning 9.1.2006 - 7.6.2006</b>											
Gj.snitt	0,12 %	0,40 %	0,18 %	-0,01 %	-0,02 %	-0,07 %	0,19 %	0,34 %	0,19 %	0,11 %	0,29 %
Gj.snitt p.a.	30,13 %	100,22 %	44,39 %	-3,59 %	-6,07 %	-16,53 %	46,91 %	85,18 %	48,05 %	28,33 %	71,89 %
<b>Risiko ved enkel avkastning 22.11.2005 - 9.1.2006</b>											
Stdev	0,75 %	2,27 %	1,72 %	2,36 %	2,33 %	6,89 %	1,87 %	2,58 %	1,97 %	1,38 %	2,09 %
Stdev p.a.	11,89 %	35,85 %	27,14 %	37,32 %	36,88 %	108,93 %	29,51 %	40,83 %	31,21 %	21,83 %	33,09 %
<b>Porteføljvekter</b>											
Vekt			0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14		1,00

Meravkastning SeaDrill versus portefølje

Gj.snitt 0,29 %

Gj.snitt p.a. 71,89 %

Stdev 2,09 %

Stdev p.a. 33,09 %

Akkumulert meravkastning 9.1.2006 - 7.6.2006

SDRL - P 30,7 %

$H_0$ : Meravkastning er ikke forskjellig fra null

t-verdi Snittavkastning  
**1,38**

## **Forklaringer til appendiks 2**

### *Side 1*

Kursene er hentet fra oslobors.no (7.6.2006). OSEBX er en ticker for Oslo Børs Benchmark Index. På tilsvarende måte viser SDRL til SeaDrills aksjekurs, AWO = Awilco Offshore, EDRILL = Eastern Drilling, OCR = Ocean Rig, PDR = Petrolia Drilling, PRS = Prosafe, SIN = Sinvest og SUB = Subsea7. Alle kursene er sluttkurser den aktuelle dagen.

### *Side 2*

Logaritmisk avkastningen ( $r$ ) er funnet ved:  $r = \ln(P_t/P_{t-1})$ , for hver enkelt dag. Den betajusterte markedsavkastningen for OSEBX er OSEBX opprinnelige, logaritmiske avkastning multiplisert med SeaDrills justerte betaverdi beregnet mellom 22.11.2005 og 6.1.2006. SeaDrills betajusterte meravkastning blir da SeaDrills avkastning minus markedets betajusterte avkastning.

### *Side 3*

Enkelt avkastning er funnet ved:  $r = (P_t/P_{t-1}) - 1$ . Jeg har også satt sammen en portefølje bestående av 7 aksjer (AWO, EDRILL, OCR, PDR, PRS, SIN og SUB) og beregnet dens enkle avkastning for hver enkelt dag. En dags avkastning er gjennomsnittlig avkastning for de 7 selskapene som inngår i porteføljen. Dermed blir selskapene i porteføljen likt vektet. Meravkastning er SeaDrills enkle avkastning fratrukket porteføljens avkastning for hver enkelt dag. Til sist har jeg beregnet kumulativ meravkastning fra annonseringen av oppkjøpet 9.1.2006 og frem til 7.6.2006.

### *Side 4*

Renten er gjennomsnittlig (aritmetisk) tremåneders norsk NIBOR rente fra perioden 9.1.2006 – 7.6.2006 (norges-bank.no - NIBOR). Videre er det antatt 250 handledager per år.

SeaDrills avkastning er gjennomsnittlig logaritmisk avkastning for perioden 9.1.2006 til 7.6.2006. Denne er funnet ved formelen:  $r = \exp(\text{average}(\text{daglige avkastningstall})) - 1$ . Jeg har også beregnet standardavviket for SeaDrills aksjeavkastning for den aktuelle perioden.

Meravkastningen er beregnet på bakgrunn av samme formel som over, men med meravkastningstall istedenfor rene avkastningstall. Meravkastningens standardavvik er og så beregnet, men denne gang på bakgrunn av tall for perioden 22.11.2005 – 6.1.2006. Grunnen

til dette er at standardavviket skal være uavhengig av kjøpet. Jeg ønsker jo å finne ut om kjøpet påvirket avkastningen i positiv retning, og da må standardavviket være uavhengig. Nullhypotesen er at meravkastningen ikke er forskjellig fra risikofri rente (justert for betaverdien). Risikofri rente justert for betaverdien er derfor beregnet. Alle tall er annualisert og regnet om for å tilsvare periodens lengde. t-verdien er meravkastningen fratrukket  $H_0$ , dividert på standardavviket og tilpasset perioden ved å multiplisere med roten av tiden.

#### *Side 5*

Beregningen på denne siden samsvarer med de i Moeller et al. (2005). CAR er beregnet som SeaDrills akkumulerte avkastning fratrukket akkumulert avkastning for OSEBX. Denne er beregnet for 6 ulike perioder rundt 9.1.2006. Markedsavkastningen er ikke betajustert (pga liten innvirkning over så få dager) og nullhypotesen er at CAR ikke er forskjellig fra null (renta er liten for så få dager). Antall dager i perioden er antall handledager på Oslo Børs. Standardavviket er funnet ved å ta utgangspunkt i en dags standardavvik for meravkastningen beregnet over for så å multiplisere med roten av tiden. t-verdien fremkommer ved å ta akkumulert avkastning dividert på tilhørende standardavvik.

#### *Side 6*

Antall aksjer i SeaDrill per 1.1.2006 er hentet fra seadrill.bm (1.1.2006). Videre er markedsverdi beregnet ved å multiplisere aksjepris den aktuelle dagen med antall utestående aksjer. Emisjonen 20.1.2006 er ekskludert fra beregningene for å finne kroneavkastningen til eksisterende eiere. Kroneendringene er funnet ved å ta forskjellen mellom markedsverdi 5.1.2006 ( $t=-2$ ) og den aktuelle datoen ( $t$ ). Kroneendringen i prosent er kroneendring dividert på markedsverdi 5.1.2006. CAR er beregnet som på side 5 ved å ta den naturlige logaritmen til SeaDrills akkumulerte avkastning for perioden og trekke fra den naturlige logaritmen til akkumulert avkastning for OSEBX. Dollaravkastningen er ikke "net of market", men det er derimot CAR!

#### *Side 7*

Avkastningen er beregnet som tidligere (logaritmisk avkastning) for hvert enkelt selskap. Periodens avkastning er også annualisert. Videre er standardavvik og beta til hvert selskap beregnet forut for oppkjøpet. Beta er som kjent kovarians (mellom et selskap og OSEBX) dividert på varians (for OSEBX). ML justering er en klassisk Merrill Lynch justering hvor man vekter den estimerte betaen med  $2/3$  og markedsbetaen med  $1/3$ . Til sist er porteføljens

avkastning og varians beregnet, men på grunn av egenskapene til logaritmefunksjonen diskutert i teoridelen har jeg ikke klart å regne ut et standardavvik for SeaDrills meravkastning i forhold til porteføljen. VCV indikerer en Varince-Covariance matrise, og angir, som navnet sier, varians og kovarians mellom alle aksjene i porteføljen. Alle tall er for periodisert for 101 dager.

### *Side 8*

Her har jeg beregnet avkastning på bakgrunn av enkle avkastningstall, nettopp for å lage en portefølje jeg kan sammenligne SeaDrills avkastning med. Først har jeg beregnet gjennomsnittlig, aritmetisk avkastning mellom 9.1.2006 og 7.6.2006, og standardavvik mellom 22.11.2005 og 6.1.2006 for hver enkelt aksje. Alle tall er annualisert. Videre er porteføljens og meravkastningens gjennomsnittlige avkastning beregnet sammen med deres tilhørende standardavvik. Nullhypotesen er her at SeaDrills avkastning ikke skiller seg fra den til porteføljen. t-verdien blir derfor SeaDrills meravkastning dividert på meravkastningens standardavvik multiplisert med roten av tiden.

### **Kilder:**

Norges-bank.no - NIBOR

< [http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/renter\\_daglig.xls](http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/renter_daglig.xls)>

oslobors.no – Ticker = OSEBX

<[http://www.oslobors.no/ob/aksjeindeks\\_interaktiv\\_graf?p\\_period=1D&p\\_instrid=ticker.ose.OSEBX&menu2show=1.6.2.3.](http://www.oslobors.no/ob/aksjeindeks_interaktiv_graf?p_period=1D&p_instrid=ticker.ose.OSEBX&menu2show=1.6.2.3.)> (7.6.2006)

oslobors.no – Ticker = SDRL\*

<[http://www.oslobors.no/ob/aksje\\_interaktiv\\_graf?p\\_period=1D&p\\_instrid=ticker.ose.SDRL&menu2show=1.1.2.6.](http://www.oslobors.no/ob/aksje_interaktiv_graf?p_period=1D&p_instrid=ticker.ose.SDRL&menu2show=1.1.2.6.)> (7.6.2006)

seadrill.bm – 1.1.2006, largest shareholders

<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1028402/164571.xls>> (5.6.2006)

\*Tilsvarende for de øvrige selskapene: AWO/EDRILL/OCR/PDR/PRS/SIN/SUB

## Appendiks 3

Kort regnskapsanalyse av SeaDrill og Smedvig

### Resultater

NOK/USD 31.12.2005

6,77

	SeaDrill		Smedvig		
	10.5.05-31.12.05		2005	2004	Endring
	\$Tusen	NOK mill	NOK mill	NOK mill	
<b>Inntekter</b>					
Inntekter	23 232	157	4 219	3 081	36,9 %
Andre inntekter	-	-	55	15	266,7 %
<i>Totale inntekter</i>	<i>23 232</i>	<i>157</i>	<i>4 274</i>	<i>3 096</i>	<i>38,0 %</i>
<b>Driftskostnader</b>					
Personalkostnader	(3 595)	(24)	(1 991)	(1 464)	36,0 %
Andre driftskostnader	(20 128)	(136)	(1 059)	(782)	35,4 %
Av- og nedskrivninger	(10 703)	(72)	(546)	(435)	25,5 %
Reverserte nedskrivninger	-	-	594	209	184,2 %
<i>Totale driftskostnader</i>	<i>(34 426)</i>	<i>(233)</i>	<i>(3 002)</i>	<i>(2 472)</i>	<i>21,4 %</i>
<b>Driftsresultat</b>	<b>(11 194)</b>	<b>(76)</b>	<b>1 272</b>	<b>624</b>	<b>103,8 %</b>
<b>Finansinntekter og -kostnader</b>					
Renteinntekter	1 670	11	22	11	100,0 %
Rentekostnader	(681)	(5)	(227)	(129)	76,0 %
Res fra tilknyttede selskaper	3 109	21	16	15	6,7 %
Andre finansposter	(169)	(1)	(80)	13	-715,4 %
Fair value of equity share swap	5 321	36	-	-	
<i>Netto finanskostnader</i>	<i>9 250</i>	<i>63</i>	<i>(269)</i>	<i>(90)</i>	<i>198,9 %</i>
Andre inntekter/kostnader	839	6	-	-	
<b>Resultat før skatt og min.interesse</b>	<b>(1 105)</b>	<b>(7)</b>	<b>1 003</b>	<b>534</b>	<b>87,8 %</b>
Minoritetsinteresser	(80)	(1)			
Skatt	(1 412)	(10)	(639)	(164)	289,6 %
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>(2 597)</b>	<b>(18)</b>	<b>364</b>	<b>370</b>	<b>-1,6 %</b>
<i>Basic EPS</i>	<i>(0,01)</i>	<i>(0,07)</i>	<i>4,58</i>	<i>4,60</i>	
<i>Diluted EPS</i>	<i>(0,01)</i>	<i>(0,07)</i>	<i>4,55</i>	<i>4,55</i>	
Urealisert gevinst på andre invest	82 418	558	-	-	
<b>Comprehensive income</b>	<b>79 821</b>	<b>540</b>	<b>364</b>	<b>370</b>	<b>-1,6 %</b>

# Balanse

NOK/USD 31.12.2005

6,77

	SeaDrill		Smedvig		
	2005 Tusen \$	2005 Mill NOK	2005 Mill NOK	2004 Mill NOK	Endring
<b>Anleggsmidler</b>					
Rigger og utstyr	150 940	1 022	8 158	6 081	34,2 %
Rigger under bygging og opsjoner	441 439	2 989	-	-	
Andre driftsmidler	27 277	185	155	128	21,1 %
Invest i tilknyttede selskap	153 201	1 037	756	134	464,2 %
Andre finansielle anleggsmidler	807	5	9	24	-62,5 %
<i>Totalt anleggsmidler</i>	<i>773 664</i>	<i>5 238</i>	<i>9 078</i>	<i>6 367</i>	<i>42,6 %</i>
<b>Omløpsmidler</b>					
Fordringer	-	-	1 066	985	8,2 %
Kontanter og bankinnskudd	51 799	351	702	746	-5,9 %
Andre investeringer	302 255	2 046	-	-	
Derivater	5 237	35	-	-	
Andre omløpsmidler	17 728	120	-	-	
<i>Totalt omløpsmidler</i>	<i>377 019</i>	<i>2 552</i>	<i>1 768</i>	<i>1 731</i>	<i>2,1 %</i>
<b>Totalt eiendeler</b>	<b>1 150 683</b>	<b>7 790</b>	<b>10 846</b>	<b>8 098</b>	<b>33,9 %</b>
<b>Egenkapital</b>					
Aksjekapital	802 576	5 433	2 520	2 534	-0,6 %
Annen egenkapital	-	-	920	531	73,3 %
Minoritetsinteresser	1 442	10	-	-	
<i>Total egenkapital</i>	<i>804 018</i>	<i>5 443</i>	<i>3 440</i>	<i>3 065</i>	<i>12,2 %</i>
<b>Langsiktig gjeld</b>					
Langsiktig rentebærende gjeld	176 750	1 197	5 057	3 817	32,5 %
Utsatt skatt	-	-	599	17	3423,5 %
Pensjoner	-	-	280	231	21,2 %
<i>Totalt langsiktig gjeld</i>	<i>176 750</i>	<i>1 197</i>	<i>5 936</i>	<i>4 065</i>	<i>46,0 %</i>
<b>Kortsiktig gjeld</b>					
Kortsiktig rentebærende gjeld	26 600	180	535	211	153,6 %
Annen kortsiktig gjeld	32 543	220	935	757	23,5 %
Kort. forblikt. ved kapitalleasing	11 272	76	-	-	
Lån i tilknyttet selskap	99 500	674	-	-	
<i>Totalt kortsiktig gjeld</i>	<i>169 915</i>	<i>1 150</i>	<i>1 470</i>	<i>968</i>	<i>51,9 %</i>
<b>Totalt gjeld</b>	<b>346 665</b>	<b>2 347</b>	<b>7 406</b>	<b>5 033</b>	<b>47,1 %</b>
<b>Total egenkapital og gjeld</b>	<b>1 150 683</b>	<b>7 790</b>	<b>10 846</b>	<b>8 098</b>	<b>33,9 %</b>
<i>Rentebærende gjeld (RG)</i>	<i>203 350</i>	<i>1 377</i>	<i>5 592</i>	<i>4 028</i>	
<i>Sysselsatt kapital (SSK)</i>	<i>1 007 368</i>	<i>6 820</i>	<i>9 032</i>	<i>7 093</i>	



## Regnskapsanalyse

	SeaDrill	Smedvig	
	2005	2005	2004
<b>Inntjening</b>			
ROE (Return on Equity)	-0,3 %	10,6 %	12,1 %
ROCE (Return on Capital Employed)	-0,2 %	6,4 %	5,0 %
Resultatgrad	-48,2 %	29,8 %	20,2 %
Inntekstvekst		38,0 %	1,9 %
<b>Soliditet</b>			
Egenkapitalprosent	69,9 %	31,7 %	37,8 %
Gjeldsgrad	43,1 %	215,3 %	164,2 %
<b>Likviditet</b>			
Likviditetsgrad 1	221,9 %	120,3 %	178,8 %
Likviditetsgrad 2	221,9 %	120,3 %	178,8 %
Likviditetsgrad 3	30,5 %	47,8 %	77,1 %
Arbeidskapital	1 402	298	763
<b>Aksjeverdi</b>			
P/E	(684,21)	33,62	
P/B	2,21	3,56	
EV/EBIT	(176,90)	14,02	
EV/CE	1,97	1,97	

Total inntjening Smedvig 2003	3 037	Inntektsvekst 2003	-9,5 %
Total inntjening Smedvig 2002	3 354	Inntektsvekst 2002	-12,1 %
Total inntjening Smedvig 2001	3 816		

	SeaDrill	Smedvig		
		A-aksje	B-aksje	Totalt
Aksjepris 12.12.2005	52,50	160,50	129,00	150
Antall aksjer 12.12.2005 i mill	229,13	53,76	27,97	82
Markedsverdi EK 12.12.2005 NOK mill	12 029,49	8 629,12	3 608,13	12 237,25

\*Enterprise Value (EV) er beregnet som Markedsverdi EK + Rentebærende gjeld

**PS!** Oppdateringer ved utgangen av første kvartal 2006. Beregninger ikke vist her, men er i samsvar med beregningene vist over. Tallene er hentet fra: seadrill.bm - 1.6.2006.

Gjeldsgrad 31.3.2006	53,55 %
Ek-andel 31.3.2006	34,86 %

## Avkastningskrav Smedvig

3mnd NIBOR 2005 (Rf)	2,22 %	Gjennomsnittlig rente	4,72 %
Beta-verdi 31.12.2005	1,23	Skattesats	28 %
Risikopremie etter skatt (MP a.t.)	5,10 %		
Skatt (s)	28,00 %		
<b>Egenkapitalkrav e.s. (EKK)</b>	<b>7,85 %</b>	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	
		<b>WACC</b>	<b>5,96 %</b>

	<i>A-aksjer</i>	<i>B-aksjer</i>		
<i>Beta</i>	1,30	1,38	<i>Rentekostnad 2005</i>	227
<i>Merrill Lynch justert beta</i>		1,23	<i>Snitt rentebærende gjeld</i>	4810

\*Gjennomsnittlig 3mnd NIBOR for perioden 3.1.2005 - 30.12.2005  
<[http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/renter\\_daglig.xls](http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/renter_daglig.xls)>

\*Kilde Beta: Børsprosjekt NHH. Månedlige kursdata mellom 31.05.2000 og 31.10.2005  
<<http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/BetaStart.aspx>>

\*Risikopremie er anslått på bakgrunn av forelesningsnotater i kurset BUS 425 ved NHH våren 2005.  
Knivsfå, Kjell Henry (2005): Avkastningskrav. (BUS 425, Forelesning 10, s 24)

\*Merryl Lynch justering = Estimat \*2/3 + 1/3

$$\text{EKK} = R_f(1-s) + \text{Beta} * (\text{MP a.t.})$$

$$\text{WACC} = \text{EKK} * (\text{MV/SSK}) + \text{Snitt rente} * (1-s) * (\text{RG/SSK})$$

### **Forklaringer til appendiks 3**

#### *Side 1*

Resultatstørrelsene er for SeaDrills vedkommende funnet på seadrill.bm (1.3.2006). For Smedvig er tilsvarende størrelser funnet i årsrapporten for 2005 (smedvig.no – annual report 2005). For å få sammenlignbare størrelser konverterte jeg SeaDrills resultater til NOK mill.

#### *Side 2*

Balansestørrelsene er for SeaDrills vedkommende funnet på seadrill.bm (1.3.2006). For Smedvig er tilsvarende størrelser funnet i årsrapporten for 2005 (smedvig.no – annual report 2005). For å få sammenlignbare størrelser konverterte jeg SeaDrills balansestørrelser til NOK mill. Vider fremkommer rentebærende gjeld som langsiktig rentebærende gjeld pluss kortsiktig rentebærende gjeld, mens sysselsatt kapital er rentebærende gjeld pluss total egenkapital.

#### *Side 3*

Regnskapsanalyse av inntjening, soliditet og likviditet er gjort i samsvar med de definisjoner man finner i Kinserdal (2000). Total inntjening Smedvig fant jeg i årsrapporten for 2003 (smedvig.no – annual report 2003). Markedsverdi er igjen funnet ved å ta pris multiplisert med antall aksjer. P/E er en forkortelse for Price-Earnings og er aksjepris dividert på Earnings Per Share (EPS). EPS er resultat etter skatt dividert på antall aksjer. P/B indikerer Pris-Bok og er forholdet mellom aksjepris og bokført verdi av egenkapitalen per aksje i regnskapet. EV/EBIT er Enterprise Value dividert på Earnings Before Interest and Taxes (driftsresultat). Enterprise value er markedsverdi av egenkapitalen pluss markedsverdi av rentebærende gjeld. EV/CE er Enterprise Value dividert på Capital Employed (sysselsatt kapital).

#### *Side 4*

Renten er gjennomsnittlig (aritmetisk) tremåneders norsk NIBOR rente fra perioden 3.1.2005 – 30.12.2005 (norges-bank.no - NIBOR). Beta fant jeg på ved hjelp av børsprosjektet på NHH sine nettsider (Børsprosjekt NHH). Betaene er beregnet på bakgrunn av månedlige kursdata mellom 31.5.2000 og 31.10.2005 og senere Merrill Lynch-justert. Risikopremie er anslått på bakgrunn av forelesningsnotater i kurset BUS 425 ved NHH våren 2005 (Knivsflå 2005). Skatt er antatt å være 28 %. Egenkapitalkravet (etter skatt) er da rente multiplisert med (1-skatt) pluss beta multiplisert med risikopremie etter skatt.

Gjennomsnittlig rente er rentekostnad for 2005 dividert på gjennomsnittlig rentebærende gjeld (aritmetisk gjennomsnitt av IB og UB). Weighted Average Cost of Capital (WACC) blir dermed egenkapitalkravet multiplisert med markedsverdi dividert på sysselsatt kapital, pluss gjennomsnittlig rente multiplisert med (1-skatt) multiplisert med rentebærende gjeld dividert på sysselsatt kapital.

**Kilder:**

Børsprosjekt NHH

< <http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/BetaStart.aspx>>

Kinserdal, Arne (2000): Finansregnskap med analyse - Del 1. 12. utg. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.

Knivsflå, Kjell Henry (2005): Avkastningskrav. (BUS 425, Forelesning 10, s 24)

seadrill.bm - 1.3.2006, Preliminary report Oct. – Dec. 2005.

<<http://www.seadrill.bm/reports/135817/R/1037235/168039.pdf>>

smedvig.no – annual report 2003

<<http://www.smedvig.no/FileArchive/79/Annual%20report%202003.pdf>>

smedvig.no – annual report 2005

<<http://www.smedvig.no/FileArchive/79/Annual%20report%202005.pdf>>